

Рублевые корпоративные облигации

22 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Холидей: фаворит в региональном ритейле » *стр. 3*
- Деньги ЮКОСа могут «зависнуть» до осени » *стр. 5*

Индикаторы

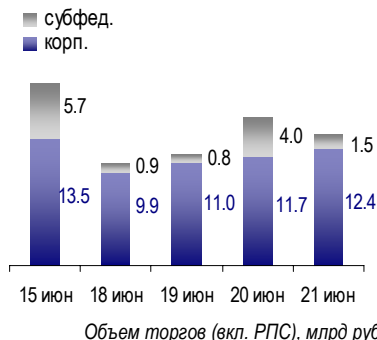
Долларов США за Евро	1.3404	- 0.2 %
Рублей за доллар США	25.9393	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.55	- 1.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.38%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.12%	+ 5 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	90	- 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	463.8	- 81.2
Остатки на д/с, млрд руб.	1111.1	+ 78.8
Сальдо операций с ЦБ	+147.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- ЦБ разместил ОБР-2 на 2.57 млрд руб. из 20 млрд руб. под 4.71% годовых к выкупу 13 декабря 2007 года
- Размещены следующие корпоративные облигации:
 - Седьмой Континент-2 (7 млрд руб.) под 7.95% годовых к 3-летней оферте
 - Дебютный выпуск ТГК-10 (3 млрд руб.) под 7.74% годовых к 2-летней оферте
 - Русское Море-1 (2 млрд руб.) под 9.84% годовых к оферте через 1 год
 - СКБ Банк-1 (1 млрд руб.) под 10.11% годовых к оферте через 1 год

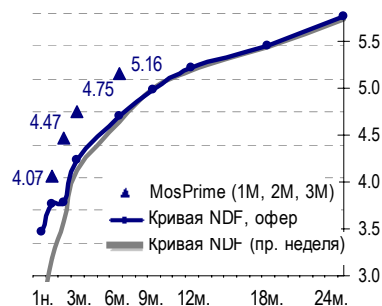
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

22 июн	Размещение ФК Еврокоммерц-3 (3 млрд руб., оферта через 1.5 года)
25 июн	Размещение Сибирский Берег-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Уплата акцизов, НДС
26 июн	Размещение Мособлгаз-Финанс-2 (2 млрд руб., 5 лет) Размещение Сибирский Берег-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
27 июн	Размещение Газэнергосеть-1 (1.5 млрд руб., 5 лет) Размещение Автомир-Финанс-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	101.70	+ 5	5.2	7.19%
РЖД-7	103.10	+ 5	4.5	6.97%
Мосэнерго-1	101.05	+ 5	2.1	*7.14%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Росбанк	101.15	+ 28	1.5	7.14%
ВолгаТел-3	103.10	+ 13	2.2	7.21%
Копейка-1	100.80	+ 10	1.0	8.83%

Лидеры падения

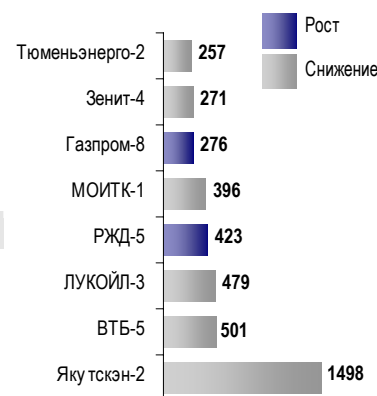
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.92	- 28	2.4	6.27%
Газпром-9	101.35	- 25	5.3	7.09%
ФСК-5	100.70	- 20	2.3	7.00%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-5	102.70	- 10	2.0	*7.58%
Карусель-1	101.90	- 5	1.2	*8.26%
Тюменьэнерго-2	100.20	- 5	2.5	*7.76%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.75	100.25	7.26	1.65	148	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.55	7.11	0.65	176	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.85	7.33	0.96	180	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.15	102.15	7.35	0.97	182	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	99.95	8.95	1.83	313	350	↑
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.20	100.95	7.86	3.58	173	180	↑
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.70	99.95-100.05	8.85	1.17	323	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.05	101.20	7.14	2.07	126	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.60	7.29	3.94	112	120	↑
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	7.97	1.61	221	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.70	101.10	7.50	2.20	160	140	↓
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.70	99.75	8.75	3.17	268	300	↑
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.75	100.45-100.60	9.71	0.96	417	540-560	↑
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.64	1.83	282	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.82	3.58	270	-	↑
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.00	103.20-103.50	7.67	1.64	190	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.10	103.15-103.45	7.65	1.61	189	230-250	↑
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.60	99.90-100.15	8.15	2.42	220	240-250	↑
Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.60	103.05-103.35	9.04	1.61	328	280-300	↓
Интегра-2	19/06	Покупать	103.15	104.30-104.70	9.44	2.21	354	280-300	↓

Холидей: фаворит в региональном ритейле

Холидей представил финансовые результаты за 1кв2007: долг снизился, как и было заявлено.

Бумаги компании остаются привлекательными

Модель развития во многом схожа с крупнейшими федеральными сетями

Холидей активно консолидирует региональные сети за счет M&A-сделок

Вчера сибирская розничная сеть Холидей познакомила нас с финансовыми показателями за 1кв2007. Мы отмечаем динамичный рост выручки Холидея и сокращение долга компании в соответствии с заявленными при размещении планами. Среди представленных на сегодняшний день на рынке региональных ритейлеров кредитный профиль Холидея представляется нам наиболее привлекательным. Несмотря на то, что котировки облигаций компании после размещения существенно выросли, мы все же считаем бумаги Холидея весьма привлекательными и рекомендуем их к покупке.

Холидей – крупнейшая розничная торговая сеть Сибирского региона, которая в настоящий момент представлена в Новосибирске, Омске, Барнауле. В качестве одного из ключевых факторов привлекательности Холидея мы выделяем эффективную стратегию. Несмотря на региональный статус, компания выстраивает свой бизнес по модели, которая во многом сходна с крупнейшими федеральными сетями:

- централизация закупок, которая позволяет компании увеличивать доходы за счет получения бонусов и скидок от поставщиков;
- построение собственной централизованной логистической системы при выходе в новые регионы, что позволяет добиваться высоких операционных показателей.

Еще одна особенность бизнеса Холидея – активная вовлеченность в M&A сделки в качестве своеобразного «центра консолидации» регионального ритейла. Так, в 2006 г. компания приобрела сеть «Сибириада» (Новосибирская обл.), а в начале 2007 г. закрыла сделку по покупке омской сети «Экономный». В начале мая в прессе появлялась информация о том, что планируется сделка по объединению Холидея с крупной красноярской сетью «Кора», но пока эта информация не получила официального подтверждения со стороны компании.

Нам представляется, что активная политика по объединению региональных сетей в рамках одной компании способна принести позитивные результаты за счет синергетического эффекта (построение единой логистики, согласование закупочной политики и т.п.). Например, альянс Пятерочки и Перекрестка за год своего существования доказал свою эффективность: выросла операционная рентабельность обеих сетей.

Основные финансовые результаты Холидея за 1 кв. 2007 г.:

- выручка: 2.9 млрд руб. (+41% к 1кв06), EBITDA: 146 млн руб., маржа EBITDA: 5.1%;
- Долг: 2.4 млрд руб., Долг/EBITDA: около 3.9х*.

* рассчитано по величине EBITDA за 2006 г.

Рост выручки: весьма динамично

Выручка компании растет весьма динамично. При этом следует учитывать, что результаты 1 квартала пока не включают в себя приобретенную в начале года сеть «Экономный». Соответственно, по итогам 2007 г. даже без учета сделки по объединению с Корой, прирост выручки, по нашим оценкам должен составить не менее 50%.

Небольшое снижение рентабельности: фактор сезонности и расходы на объединение сетей

Мы отмечаем небольшое снижение рентабельности в 1кв2007: до 5.1% EBITDA Margin с 6.1% по итогам 2006 г. По комментариям руководства компании, для такой динамики есть 2 существенных причины:

- организационное объединение Холидея и Сибириады потребовало дополнительных управленческих расходов;
- признание бонусов от поставщиков компания производит в 3-4 квартале.

Соответственно, есть основания ожидать, что по итогам 2007 г. рентабельность компании постепенно восстановится до уровня 6-7% EBITDA Margin.

Компания уменьшила долг за счет доэмиссии, как и планировалось

В качестве важного позитивного момента мы отмечаем уменьшение размера долга компании в 1кв2007 за счет привлечения средств от доэмиссии акций. Компания, как и было заявлено в материалах к размещению облигационного займа снизила долговую нагрузку с 5.6x Долг/ЕБИТДА до менее чем 4x. Этот результат представляется нам позитивным как сам по себе, так и с точки зрения предсказуемости финансовой политики.

Уменьшение долга было достигнуто за счет привлечения средств в виде акционерного капитала: в конце 2006 г. Холидей продал блокпакет акций private equity фонду под управлением «Ренова Капитал» и погасил часть долга. Такое решение представляется нам очень важным с точки зрения кредитного качества компании. В настоящий момент Холидей в силу относительно небольшого размера вряд ли может провести IPO, однако контролирующие акционеры компании согласились на уменьшение своей доли для того, чтобы финансировать развитие не только за счет долговых источников.

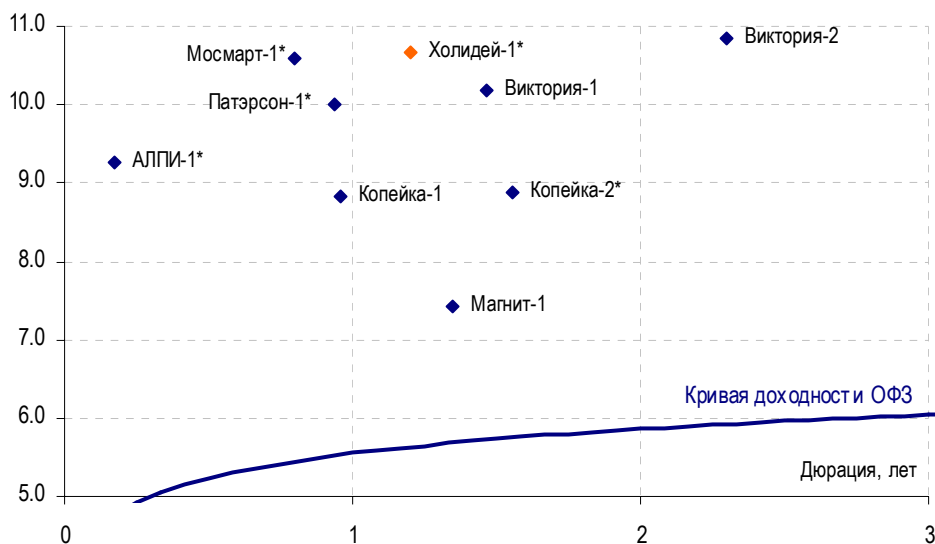
Очень важно, что компания развивается не только за счет долга, но и получает «инъекции» капитала

Возможность привлекать средства «капитального» характера на развитие бизнеса обычно доступна только крупнейшим компаниям, акции которых обращаются на рынке. На примере Холидея мы видим альтернативный способ, который, безусловно заслуживает позитивной оценки с точки зрения кредитного качества. По сообщениям прессы, Холидей вел переговоры о вхождении в капитал новых private equity инвесторов. В целом, мы очень высоко оцениваем модель финансирования, которую используют акционеры компании.

Долговая нагрузка по итогам 2007 г. будет зависеть от сделки с УК «Кора»

По нашему мнению, долговая нагрузка Холидея по итогам 2007 года будет определяться схемой финансирования возможной сделки по присоединению УК «Кора». По данным газет, частичная оплата акциями рассматривалась в качестве возможного механизма. Мы полагаем, что по итогам данной сделки долговая нагрузка Холидея все же может вырасти к концу 2007 г., однако не видим в этой ситуации существенных проблем: сохранение динамичных темпов развития позволит снизить ее уже в следующем году.

Доходность облигаций на 21 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Очень важный «плюс»:
высокая финансовая
прозрачность**

Еще один важный аспект кредитного профиля Холидея, на котором мы акцентируем внимание – высокая финансовая и юридическая прозрачность:

- все основные операции и активы группы находятся на 3 основных юрисдикциях (2 из них – поручители по облигационному займу);
- Холидей стремится концентрировать все активы на основном холдинговом и операционном центре (ООО «Компания Холидей»): в 2007 г. должно быть завершено юридическое присоединение «Сибириады»;
- отчетность 3 юр.лиц с очень высокой степенью достоверности соответствует управленческим результатам группы.

По нашему мнению, кредитный профиль Холидея является самым сильным среди региональных ритейлеров. Несмотря на то, что после размещения облигации компании уже существенно выросли (текущая цена: 100.85%), их доходность (10.67% УТР, дюрация: 1.2 года, спрэд к ОФЗ: 505 б.п.) все еще представляется нам привлекательной. По нашему мнению, в течение ближайших месяцев спрэды бумаг Холидея могут продолжить сужение.

**Мы не даем оценок
«справедливой»
доходности, но
рекомендуем бумаги к
покупке**

В настоящий момент мы не приводим оценки «справедливой» доходности облигаций компании, т.к. она будет во многом определяться параметрами сделки с УК «Кора». Однако, мы все же рекомендуем покупать облигации Холидея: на наш взгляд, возможный рост долговой нагрузки компенсируется другими сильными сторонами кредитного профиля компании.

Деньги ЮКОСа могут «зависнуть» до осени

**Судебные
разбирательства
препятствуют началу
выплат кредиторам
ЮКОСа**

Во вчерашней статье РБК-Daily приводятся слова конкурсного управляющего ЮКОСа Эдуарда Ребгуна о том, что выплаты кредиторам третьей очереди (включая ФНС и Роснефть) до сих пор не начались. Причиной очередной задержки начала расчетов являются продолжающиеся судебные споры с Yukos Capital и Moravel. Вполне возможно, что денежные средства в полном объеме (около 800 млрд руб) будут находиться на счете конкурсного управляющего в Газпромбанке до завершения всех судебных разбирательств.

**Процесс может
затянуться до конца
лета**

В зависимости от исхода судебных споров может измениться общий объем требований к ЮКОСу. Кроме того, сохраняется неопределенность относительно количества и размера лотов, которые еще предстоит выставить на торги. Не исключено также появление новых исков против ЮКОСа. Если процесс продажи активов, в соответствии с заявлениями г-на Ребгуна, действительно затянется до конца лета, нераспределенные денежные средства по-прежнему будут формировать «виртуальный» навес ликвидности в виде депозитов, размещаемых в ЦБ РФ Газпромбанком.

**Государство может и не
спешить с получением и
расходованием своей доли**

Государство уже нашло применение средствам, которые бюджет должен получить в форме выплат по налоговой задолженности ЮКОСа (429 млрд руб.): они будут перечислены в федеральный бюджет и затем постепенно спишутся на расходы по финансированию программ реконструкции ветхого жилья и дорожного строительства. На наш взгляд, у Правительства нет особой необходимости в экстренном финансировании этих расходов, поэтому не ожидаем с его стороны активных действий по ускорению выплат. Блокирование денег на депозитах в Банке России временно нейтрализует потенциальный источник увеличения денежной массы, что позитивно с точки зрения удержания инфляции в рамках заданных Правительством ориентиров.

**Затягивание начала
выплат, по всей
видимости, не критично и
для Роснефти**

Роснефть, второй крупнейший кредитор ЮКОСа (объем требований – 245 млрд руб.), заинтересована в скорейшем получении выплат в значительно большей степени чем государство. Компания приобретала активы ЮКОСа за счет кредитной линии иностранных банков, и выплаты Роснефти как кредитору изначально рассматривались как основной источник погашения. Однако, по нашему мнению, Роснефть может найти способ реструктуризации и/или рефинансирования долга, который устроит и кредиторов, и саму компанию. Мы полагаем, что Роснефть может предпочесть ускоренному получению денег юридически корректное завершение банкротства ЮКОСа, которое позволит минимизировать вероятность предъявления новых исков в будущем.

**Ситуация благоприятна
для рублевого долга**

Очередной перенос начала расчетов с кредиторами ЮКОСа означает для денежного рынка сохранение объема банковских депозитов на рекордном уровне. Соответственно, отодвигается во времени и отток этих денег. В любом случае, уход «денег ЮКОСа» из банковской системы не окажет влияния на реальный уровень рублевой ликвидности и может вызвать лишь временный рост ставок МБК - скорее как психологический эффект. В среднесрочной перспективе мы ожидаем дальнейшей позитивной динамики цен на рынке рублевого долга в связи с тенденцией к укреплению рубля и значительным притоком капитала в Россию (см также наш обзор от 8 июня «Сезон рублевых дождей»).

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekшева@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
-----------------	----------------------	-------------------

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	-------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.