

Рублевые корпоративные облигации

2 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Седьмой Континент: бонусы подорвали рентабельность » *стр. 3*
- Мосмарт: запланированные убытки » *стр. 4*
- Мосэнерго: агрессивные амбиции вряд ли реализуются » *стр. 6*

Индикаторы

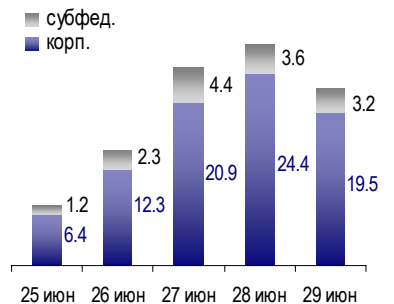
Долларов США за Евро	1.3541	+ 0.7 %
Рублей за доллар США	25.8179	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 72.04	+ 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.35%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.07%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	101	+ 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	528.6	+ 28.7
Остатки на д/с, млрд руб.	758.6	- 16.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 44.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируются выпуски КБ Ренессанс-Капитал-2 (3 млрд руб., 4 года) и КБ Ренессанс-Капитал-3 (4 млрд руб., 4 года)
- Планируются выпуски ДельтаКредит-3 (4 млрд руб., 4 года), ДельтаКредит-4 (4 млрд руб., 5 лет) и ДельтаКредит-5 (4 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

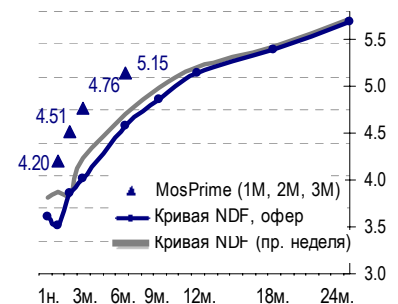


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

5 июл	Заседание ЕЦБ по ставкам Размещение дебютного выпуска ОГК-2 (5 млрд руб., 3 года)
6 июл	Размещение АПК ОГО-3 (1.5 млрд руб., годовая oferta)
10 июл	Размещение ИКС 5 Финанс-1 (9 млрд руб., oferta через 3 года)
12 июл	Размещение Рост-Лайн-1 (1 млрд руб., годовая oferta)
16 июл	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
18 июл	Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (8 млрд руб., дюрация 4.3 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-3	104.55	+ 25	2.2	6.38%
РСХБ-2	103.00	+ 20	3.2	7.09%
Газпромбанк-1	100.75	+ 15	3.1	6.98%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Пятерочка-1	109.25	+ 25	2.5	7.94%
Дальсвязь-2	104.70	+ 20	2.6	*7.12%
Росбанк	101.50	+ 20	1.5	6.90%

Лидеры падения

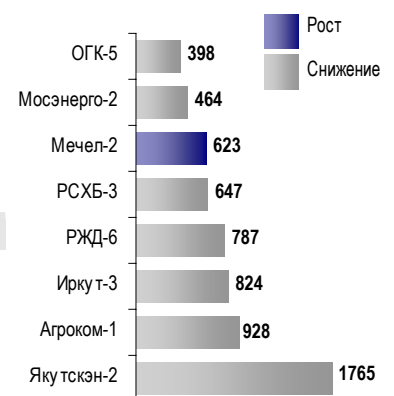
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-3	100.68	- 22	1.4	6.71%
Газпром-4	104.81	- 16	2.3	6.30%
Газпром-7	100.94	- 16	2.2	6.45%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-3	101.20	- 20	3.7	9.82%
РусСтандарт-8	100.55	- 10	1.2	*7.94%
ЦентрТел-4	112.60	- 10	1.9	7.47%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к offerте

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	100.80	100.35	7.22	1.63	150	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.00	0.62	172	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.85	7.28	0.93	182	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.10	102.20	7.35	0.95	189	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	100.05	9.00	1.81	324	350	↑ 25
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.30	101.10	7.82	3.56	174	180	↑ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.90	1.62	218	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.20	7.53	2.18	167	140	↓ 25
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.63	1.80	287	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.81	3.56	274	-	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Свяэинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.10	103.20-103.50	7.62	1.59	191	230-250	↑ 40-60
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.05-100.25	8.10	2.40	221	240-250	↑ 20-30
Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.75	103.10-103.40	8.92	1.58	322	280-300	↓ 20-40
Интегра-2	19/06	Покупать	103.30	104.35-104.80	9.36	2.19	350	280-300	↓ 50-70

Седьмой Континент: бонусы подорвали рентабельность

Снижение рентабельности 7К объясняет выплатой бонусов персоналу в 1 квартале.

Разовое падение прибыли несущественно для кредитного качества

В пятницу Седьмой Континент опубликовал управленческие результаты за 1 кв. 2007 г.: главным событием стало существенное снижение рентабельности – до 7.8% EBITDA Margin по сравнению с 10.9% по итогам 2006 г. Компания объясняет такую динамику выплатой бонусов за 2006 г., которая была произведена в первом квартале и общим ростом зарплат. Мы считаем, что снижение рентабельности пока является нейтральным событием с точки зрения кредитного качества, если разовый характер этого эффекта подтвердится результатами следующих кварталов.

Облигации 7К были размещены с небольшой (около 15 б.п.) премией в доходности к «справедливому» уровню, поэтому они остаются привлекательными для покупки на условиях «when and if».

Основные финансовые результаты 7К за 1 кв. 2007 г.:

- выручка: \$289 млн (+29% к 1 кв. 2006);
- EBITDA Mgn: 7.8% (13.2% в 1 кв. 2006).

В комментарии компании говорится, что в 2007 г. бонусы за 2006 г. были выплачены в течение 1 квартала, а в 2006 г. – во втором квартале. Такое объяснение представляется нам вполне реалистичным, поэтому мы не видим поводов для беспокойства в разовом снижении рентабельности.

Мы ожидаем, что маржа 7К будет постепенно снижаться ближайшие годы

При этом мы все же ожидаем, что в течение ближайших лет рентабельность компании будет постепенно снижаться по сравнению с рекордным уровнем 2006 года (10.9% EBITDA Mgn). По нашему мнению, основными причинами такой динамики должны стать:

- снижение уровня наценки по мере выхода в новые форматы (гипермаркет, дискаунтер) и увеличения доли продаж в регионах за пределами Москвы;
- рост транспортных издержек (в настоящий момент централизованная логистическая система 7К находится в ранней стадии развития).

Рост выручки в 1 кв 2007 отставал от X5 и Магнита

Еще один существенный момент в опубликованных данных за 1 кв. 2007 г.: относительно медленный рост выручки – всего на 29% в долларовом выражении по сравнению с 45% у X5 и 58% у Магнита. Такой результат является следствием менее активного расширения сети 7К в 2006 году по сравнению с 2 другими лидерами отрасли. Планы компании на 2007-2008 гг. подразумевают увеличение темпов экспансии сети – в т.ч. за счет включения в нее 29 московских магазинов «Объединенной торговой недвижимости», приобретенных в 2007 г., открытия гипермаркетов и выхода в регионы.

Наш прогноз по долговой нагрузке на конец 2007 г.: 2х Долг/EBITDA

Очевидно, что переход к стадии активной экспансии будет сопровождаться ростом долговой нагрузки с практически нулевого уровня по состоянию на конец 2006 г. Потребность 7К в инвестициях для органического роста на 2007 г. составляет \$340 млн – по нашему мнению, эта сумма может быть профинансирована за счет собственных источников и средств от облигационного займа. Если инвестиции 7К ограничатся этой суммой, то долговая нагрузка компании по итогам 2007 г., по нашим прогнозам, составит около 2х Чистый Долг/EBITDA.

Более значительный рост долга может быть связан с крупными приобретениями

Более агрессивный рост долга 7К, по нашему мнению, может быть связан с участием в крупной сделке M&A, которая может потребовать значительного внешнего финансирования. Еще одной причиной роста долга теоретически может стать присоединение компании Мкапитал (собственника значительной части недвижимости 7К в Москве): о таких планах заявлял один из контролирующих акционеров компании – г-н Занадворов.

Долговая нагрузка 7К остается вполне комфортной

В любом случае, «бездолговой» период в развитии 7К, который длился более года, подошел к концу: чтобы не отставать от роста рынка компании потребуется более активно использовать заемные ресурсы. Однако мы не видим в таком развитии событий угрозы для кредитного качества 7К: даже временный рост долговой нагрузки до уровня около 4х не кажется нам критичным для компании, которая имеет возможность привлекать средства на рынке акционерного капитала.

Облигации 7К сохраняют потенциал роста цены

Наша оценка «справедливого» спреда бумаг 7К: 190-200 б.п. к ОФЗ. На аукционе 21 июня они были размещены с доходностью 7.95% УТР, что соответствует спреду в 215 б.п. к двухлетней оферте. Соответственно, мы считаем, что бумаги 7К сохраняют потенциал роста цены около 30 б.п. и рекомендуем их к покупке на условиях «when and if».

Мосмарт: запланированные убытки**В 1 кв 2007 г. Мосмарт показал значительные операционные убытки**

Относительно недавно рынку стала доступна отчетность Мосмарта по РСБУ за 1 кв. 2007: на первый взгляд, она выглядит достаточно негативно – компания отразила значительный убыток от продаж, в то время как в 2006 г. она оставалась прибыльной. На встрече с менеджментом компании мы получили вполне исчерпывающие объяснения такого результата: в первую очередь он связан со значительными расходами на открытие новых магазинов, которые компания отразила в 1 квартале.

Несмотря на отрицательные результаты Мосмарта, мы в целом сохраняем позитивную оценку кредитного профиля компании, и считаем ее облигации одной из самых интересных возможностей среди высокодоходных бумаг продуктового ритейла.

Финансовые результаты ЗАО «Мосмарт» по РСБУ за 1 кв. 2007 г.:

- выручка: 1.6 млрд руб., +30% к 1 кв. 2006 г.;
- EBIT: (129 млн руб.), около 9 млн руб. за 2006 год.

По данным менеджмента такая ситуация связана с расходами на открытие новых магазинов

Основные вопросы вызывает отрицательное значение прибыли от продаж: несмотря на сезонный спад розничной торговли в 1 квартале, крупные сети все же обычно не оказываются операционно убыточными. По данным руководства, основной причиной отрицательного результата стали расходы, связанные с открытием новых магазинов.

Еще до открытия нового магазина компания несет значительные издержки, связанные с наймом персонала, проведением рекламной кампании и т.п. В силу относительно ранней стадии развития компании, размер этих расходов «перекрыл» доходы от уже работающих магазинов и не позволил компании выйти на положительную операционную рентабельность.

Безусловно, отрицательная операционная рентабельность является негативным кредитным фактором. Однако ранняя стадия развития сети во многом сглаживает негативное впечатление от такого результата. Дополнительный комфорт держателям облигаций, на наш взгляд, придает наличие поручительства со стороны держателя крупного портфеля недвижимости (ЗАО «Гиперцентр») в структуре облигационного займа.

Компания рассчитывает выполнить план по выручке на 2007 год

В 2007 г. новые магазины Мосмарта открывались с некоторым отставанием от намеченного графика, в связи с этим темп роста выручки также оказался достаточно низким по сравнению с планом компании увеличить выручку в 2.4 раза (до \$470 млн за 2007 г.). По данным менеджмента, сдвиг сроков открытия новых магазинов оказался незначительным: в связи с этим компания рассчитывает, что план по выручке на 2007 г. будет выполнен.

Открытие магазинов может идти даже более быстрыми темпами

Текущие планы Мосмарта предполагают значительное расширение торговых площадей в течение 2007 года: до 100-113 тыс. кв. м. с 57 тыс. кв. м. по состоянию на конец 1 полугодия. Из общения с руководителями компании мы сделали вывод о том, что активность Мосмарта в открытии новых магазинов может оказаться даже более высокой, чем это было предусмотрено первоначальными планами, озвученными при размещении облигаций.

Потребность в долге может вырасти

В настоящий момент, по данным менеджмента, долг Мосмарта состоит из облигационного займа и небольших банковских овердрафтов. Очевидно, что динамичное расширение сети потребует от компании значительных финансовых ресурсов, поэтому логично было бы ожидать дальнейшего роста долга. Однако руководители Мосмарта сообщили, что не планируют новых крупных заимствований в 2007 году. Поскольку значительная часть объектов будет арендоваться «под ключ» у аффилированной структуры Hypercenter, это несколько снижает потребность в заемных средствах.

Возможно привлечение акционерного капитала на развитие сети

Также руководители компании сообщили, что весьма высока вероятность получения компанией средств на развитие в виде акционерного капитала уже в 2007 году. Точные параметры, сроки и объемы возможной допэмиссии пока не опубликованы, но сам факт развития сети не только на долговые, но и на акционерные источники является позитивной

новостью с точки зрения кредитного качества. Напомним, что в настоящий момент Мосмарт косвенным образом уже присутствует на рынке акций: 25% акций компании принадлежит швейцарским фондам, акции которых торгуются на бирже. Такая структура собственности, на наш взгляд, упрощает привлечение акционерного капитала.

Мы не считаем отрицательные результаты серьезной проблемой,...

По нашему мнению, отрицательный операционный результат во многом компенсируется позитивными аспектами кредитного профиля компании (динамичный рост, поддержка от акционеров, финансовая и операционная прозрачность). Поэтому мы не видим оснований для пересмотра позитивного отношения к кредитному качеству Мосмарта из-за отрицательной рентабельности ЕБИТ за 1 кв. 2007 г.

... но убытки пока будут сдерживать переоценку кредитного качества сети

Однако мы полагаем, что динамичные планы по расширению сети в течение весьма длительного времени будут негативно сказываться на рентабельности Мосмарта, что будет сдерживать переоценку кредитного качества компании рынком. По нашему мнению, компания может достигнуть стадии «зрелости», когда расходы на открытие новых магазинов не будут «перевешивать» результаты действующей сети, к концу 2008 - середине 2009 г.

Относительно ранняя стадия развития Мосмарта делает результаты компании во многом схожими с «Аптечной сетью «36.6»: высокие расходы на расширение сети «съедают» положительные финансовые результаты уже существующих магазинов. В результате страдает рентабельность, а долговая нагрузка, измеренная как отношение долга к операционному результату, оказывается очень высокой. По сути, Мосмарт в настоящий момент пока еще является start-up проектом, который пока генерирует относительно небольшие операционные денежные потоки.

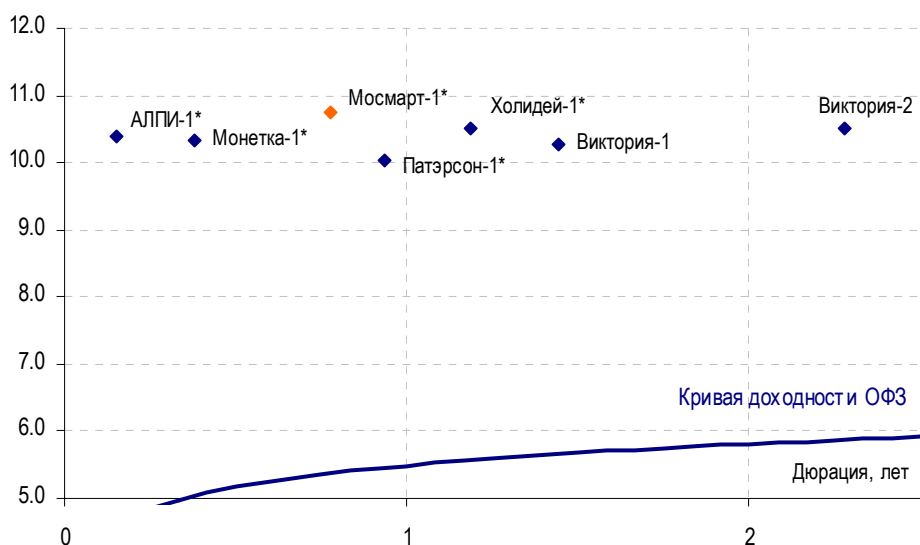
С другой стороны, текущие рыночные оценки стоимости бизнеса ритейлеров очень высоки, поэтому мы полагаем, что под успешный бизнес-проект Мосмарта в случае необходимости можно будет привлечь достаточные средства для рефинансирования долга.

Текущие цены бумаг Мосмарта (около 100.40%) представляются нам вполне адекватными.

Несколько недель назад котировки облигаций Мосмарта доходили до 100.80%, но к настоящему моменту цена снизилась до 100.40%. По нашему мнению, сложившаяся в настоящий момент доходность бумаг компании (10.70% УТР, оферта в апреле 2008 г.) является вполне адекватной оценкой кредитного риска Мосмарта.

Мы продолжаем считать облигации Мосмарта одной из привлекательных инвестиционных возможностей для инвесторов с высоким аппетитом к риску в сегменте высокодоходных бумаг ритейлеров. В пользу такого мнения говорят ожидаемое «вливание» капитала и, не в последнюю очередь – финансовая прозрачность и открытость к общению с инвесторами.

Доходность облигаций на 29 июня



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Мосэнерго: агрессивные амбиции вряд ли реализуются

Мосэнерго хочет присоединить станции, находящиеся рядом с московской энергосистемой. Вряд ли это возможно по причине:

В пятницу газета Коммерсант со ссылкой на гендиректора Мосэнерго г-на Копсова сообщила о том, что компания рассматривает возможность присоединения ряда крупных станций других ТГК и ОГК, которые поставляют энергию в московскую энергосистему. Перспективы реализации этого плана представляются нам весьма сомнительными. При этом мы отмечаем, что если агрессивная политика Мосэнерго все же примет реальные очертания, то она может привести к резкому росту долговой нагрузки и существенным финансовым рискам для компании.

1. Антимонопольного регулирования

По данным Коммерсанта, интересы Мосэнерго распространяются на 7 крупных станций, которые связаны с Московской энергосистемой и имеют возможность выдавать мощность в т.н. Московское магистральное сетевое кольцо. Гипотетическое допущение о том, что Мосэнерго способна присоединить эти станции означало бы практически полную монополизацию столичного энергорынка. Поэтому мы полагаем, что такая инициатива компании вряд ли может быть поддержана антимонопольными органами.

2. Несогласия текущих акционеров ОГК и ТГК

Вторым аргументом против планов Мосэнерго, на наш взгляд, является тот факт, что такого рода инициатива, скорее всего, натолкнется на противодействие со стороны акционеров других ОГК и ТГК. Вряд ли они захотят расстаться с мощностями, способными поставлять энергию на один из самых дефицитных рынков страны, особенно – с учетом перспективы либерализации цен на электроэнергию и роста рентабельности этих станций.

3. Огромных потребностей в финансировании сделок по покупке активов

Финансовая составляющая вопроса, на наш взгляд, также ставит под сомнение амбиции руководства Мосэнерго. Суммарная установленная мощность перечисленных 7 станций составляет 11.6ГВт, что превышает мощности самой Мосэнерго (10.6ГВт). Чтобы профинансировать приобретение этих станций, по нашим оценкам, компании может потребоваться \$6-8 млрд. Такие средства отсутствуют в бюджете Мосэнерго, которая финансирует масштабную программу строительства новых мощностей. При этом занять на долгом рынке подобные суммы компания вряд ли сможет, т.к. это приведет к критическому росту долговой нагрузки.

В настоящий момент инвестпрограмма Мосэнерго финансируется за счет средств от допэмиссии акций в пользу структур Газпрома, поэтому потребность компании в новом долге крайне невелика. Однако даже приобретение 3 относительно небольших станций (суммарная мощность: 1.5ГВт) из приведенного списка способно существенно увеличить долговую нагрузку и негативно сказаться на кредитном качестве компании.

На основании приведенных аргументов мы предполагаем, что вероятность изменения конфигурации Мосэнерго за счет включения уже существующих станций ОГК и ТГК близка к нулю. Однако сам факт наличия агрессивных планов по увеличению доли на региональном рынке негативно влияет на оценку кредитного качества компании.

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.