

Рублевые корпоративные облигации

3 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Аптеки: результаты за 1 квартал – без новостей » *стр. 2*
- Русский Стандарт и РСХБ недооценены » *стр. 3*

Индикаторы

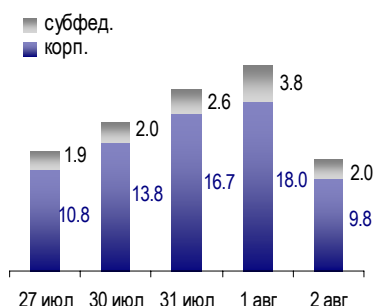
Долларов США за Евро	1.3698	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	25.5986	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 76.11	- 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.32%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.06%	- 7 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	130	- 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	481.9	- 8.5
Остатки на д/с, млрд руб.	481.0	+ 18.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 142.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- ЦБ разместил ОБР-2 на 0.28 млрд руб. из 20 млрд руб. под 4.23% годовых к выкупу 13 декабря 2007 года

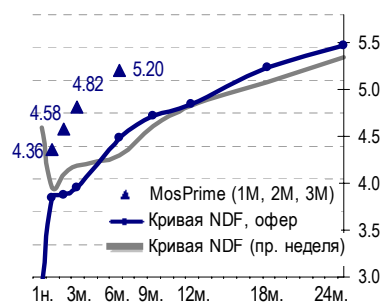
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

3 авг	Размещение Сибкакадеминвест (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
7 авг	Размещение М.О.Р.Е.-Плаза (1 млрд руб., годовая оферта) Размещение ДВТГ-финанс (1 млрд руб., оферта через 1.5 года) Заседание ФРС США по ставкам
15 авг	Размещение Трансфин-М-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (17 млрд руб., дюрация 7.4 лет) Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-7	101.20	+ 20	2.1	6.30%
ЛУКОЙЛ-4	103.23	+ 18	5.1	6.88%
АИЖК-9	102.52	+ 17	5.6	7.23%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-5	103.15	+ 5	1.9	*7.27%
Копейка-3	99.95	+ 15	3.6	10.18%
МОЭСК-1	101.35	+ 15	3.5	7.80%

Лидеры падения

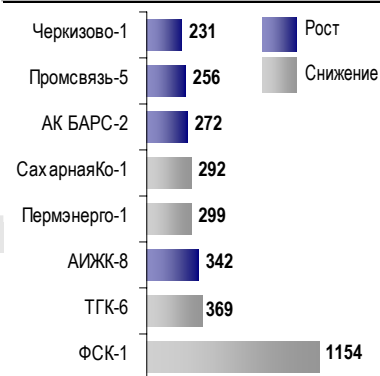
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	102.20	- 10	3.6	6.80%
ОГК-5	100.48	- 7	2.0	*7.38%
Газпром-9	103.14	- 6	5.2	6.74%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-2	99.50	- 28	1.4	*9.36%
Детский Мир	101.15	- 25	5.8	8.47%
Руснефть	96.75	- 15	1.3	*12.23%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Аптеки: результаты за 1 квартал – без новостей

Вчера Аптечная сеть «36.6» опубликовала финансовые результаты за 1кв2007 по МСФО. Они укладываются в наши общие представления о развитии компании: выручка продолжает расти динамично, при этом рентабельность розничного бизнеса остается крайне низкой, однако компания перестала увеличивать долг и финансирует расширение сети за счет продажи активов.

Основные результаты розничного направления бизнеса за 1кв2007:

- Выручка: \$149 млн (+105% к 1кв2006);
- Валовая рентабельность: 27% (31.6% в 1кв2006);
- EBITDA: \$0.7 млн, рентабельность EBITDA: 0.4%;
- Долг: около \$240 млн.

Выручка растет, но валовая рентабельность существенно снизилась

Высокие показатели роста выручки Аптек были достигнуты как за счет увеличения сопоставимых продаж (like-for-like: +35% в долларовом выражении), так и за счет активного расширения сети в 2006 году. Однако, поскольку фокус в развитии сети в 2006 г. существенно сместился в сторону регионов, компания зафиксировала значительное снижение валовой маржи. В качестве основной меры по повышению рентабельности в 2007 г. Аптеки рассматривают активное предложение private label продуктов: по данным менеджмента, целевая валовая маржа по этим продуктам составляет 60%.

Как и было обещано, компания перестала наращивать долг

Однако наиболее значимой новостью для кредиторов Аптек, содержащейся в отчетности за 1 квартал, на наш взгляд, является тот факт, что компания перестала увеличивать долг, как это и было запланировано. В течение 1 кв. Аптеки получили \$60 млн от консорциума банков в качестве оплаты пакета акций Верофарма, внесенных в капитал СП. По состоянию на конец квартала эти средства не были израсходованы и находились на счетах компании. Соответственно, мы полагаем, что этих средств компании могло хватить на финансирование инвестиций 2го квартала.

Принципиальных новостей с точки зрения кредитного качества нет

Все перечисленные факторы не содержат принципиальных новостей с точки зрения кредитного качества компании: долговая нагрузка Аптек остается критически высокой, а величина EBITDA покрывает процентные расходы менее чем на 10%. Т.е. с точки зрения кредитного качества облигаций риск Аптек связан с активной инвестиционной фазой проекта, денежные потоки которого крайне невелики.

Облигации Аптек, на наш взгляд, остаются переоцененными, но мы не ожидаем существенного падения котировок

Однако компания продолжает демонстрировать существенные успехи в развитии бизнеса, что, прежде всего, выражается в росте выручки и показателей Like-for-like. Поскольку на рынке акций компанию оценивают по будущим денежным потокам, эти успехи приводят к росту цены акций Аптек. По нашему мнению, успехи на рынке акций (с начала 2007 г. их рост составил около 38%) «транслируются» инвесторами на облигации компании. Именно благодаря этому спреды облигаций Аптек остаются достаточно узкими (около 450 б.п.).

Мы продолжаем считать облигации Аптек переоцененными. Однако мы не видим причин для снижения цен этих бумаг, особенно с учетом их короткой дюрации (0.9 года).

Русский Стандарт и РСХБ недооценены

Продажи в некоторых банковских бумагах делают их интересными для покупки на новых ценовых уровнях

В последние недели на фоне напряженности внешних рынков мы наблюдаем спекулятивные продажи в отдельных рублевых бумагах. В особенности заметны «выборочные» продажи в сегменте банковских бумаг. Мы отмечаем, что в ряде случаев это привело к появлению дисбаланса кредитных спрэдов. По нашему мнению, текущие цены по ряду выпусков благоприятны для покупок. В качестве наиболее привлекательных мы выделяем облигации Русского Стандарта и Россельхозбанка.

Больше других дешевеют ликвидные бумаги с длинной дюрацией...

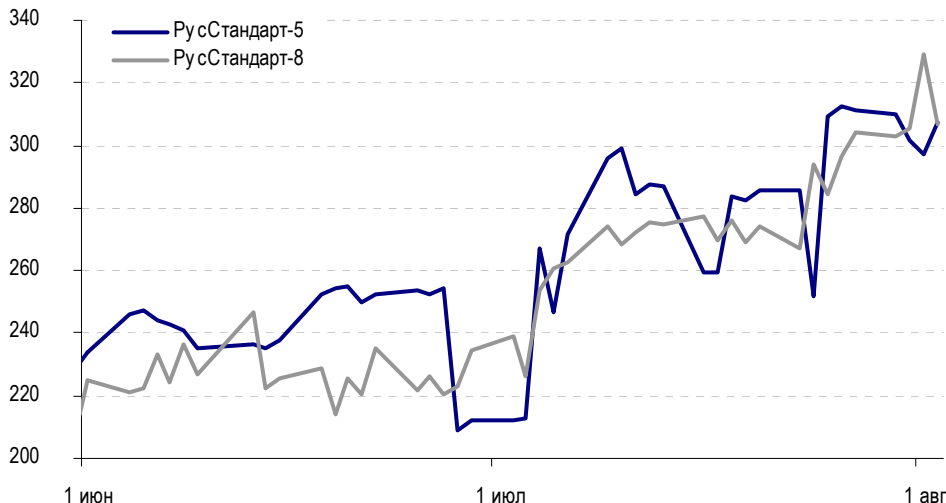
В условиях высокой волатильности на внешних рынках вполне естественно выглядит стремление инвесторов уменьшить дюрацию портфеля, продав длинные и «переоцененные» бумаги. Однако в российских условиях «жертвами» такой стратегии становятся наиболее ликвидные выпуски, при этом выбор эмитентов для закрытия позиций часто выглядит не вполне обоснованным с точки зрения кредитного качества.

... причем изменение спрэдов не всегда оправдано с т.з. кредитного качества

Среди наиболее «пострадавших» (и соответственно, наиболее привлекательных на новых ценовых уровнях) выпусков финансового сектора мы выделяем следующие:

- **Русский Стандарт-5,8**
Спрэды 5-го и 8-го выпусков БРС (дюрация 1.1-1.2 года) расширились до 300-310 б.п. к ОФЗ. На наш взгляд, нет никаких оснований для того, чтобы облигации БРС торговались с более широкими спрэдами, чем, например, выпуски УРСА-Банка сопоставимой дюрации. Спрэды по бумагам УРСА-Банка не превышают 280 б.п., хотя БРС имеет более высокий рейтинг от Moody's. Мы видим потенциал сужения спрэдов бумаг БРС до 250-270 б.п.

Спрэды облигаций Банка Русский Стандарт к ОФЗ, б.п.



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

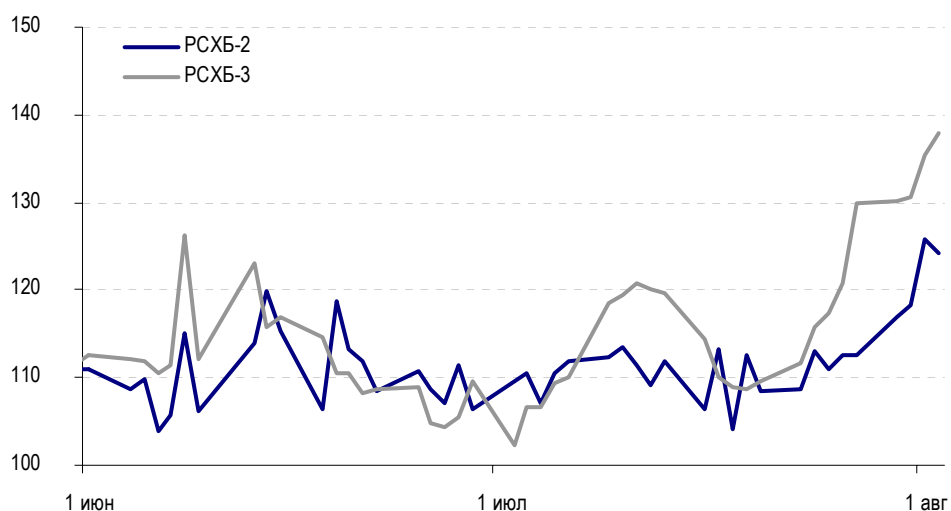
- РСХБ-2,3

В терминах спрэдов длинные выпуски РСХБ «просели» за последние дни на 10-20 б.п. Мы обращаем внимание, что цена РСХБ-2 снизилась за несколько дней с 103.00% до 102.60%, РСХБ-3 - с 101.15% до 100.75%.

Напомним, что РСХБ имеет рейтинги инвестиционного уровня, поэтому его бумаги являются, по нашему мнению, одними из наиболее привлекательных по доходности в первом эшелоне.

Мы считаем, что ситуация на денежном рынке в целом благоприятна для возобновления покупок. Ставки российского денежного рынка снова снижаются после прохождения месячной даты, а ставки NDF вообще не отреагировали на негативный внешний фон. Поэтому мы ожидаем возвращения интереса инвесторов к рублевым бумагам и рекомендуем воспользоваться проседанием цен для покупок.

Спрэды облигаций Россельхозбанка к ОФЗ, б.п.



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Максим Раскоснов	mraskosnov@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

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@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	npatrakhin@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.