

Рублевые корпоративные облигации

9 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Мираторг: комментарий к размещению » *стр. 2*
- Центртелеком: запоздалое повышение рейтинга Fitch » *стр. 4*
- Дикси: возможно, присоединится к Магниту или Х5 » *стр. 5*

Индикаторы

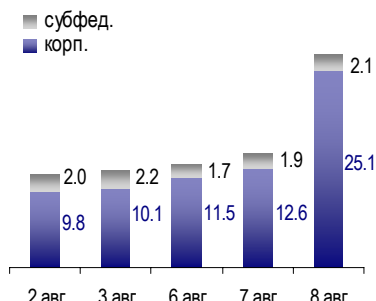
Долларов США за Евро	1.3795	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	25.4830	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 70.60	- 1.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.29%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.00%	+ 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	122	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	483.2	- 1.6
Остатки на д/с, млрд руб.	509.6	+ 19.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 1.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск ОФЗ-ПД 25061 (дюрация 2.5 года) доразмещен на 3.48 млрд руб. из 3.55 млрд руб. под 5.93% годовых

Объем торгов на ММВБ

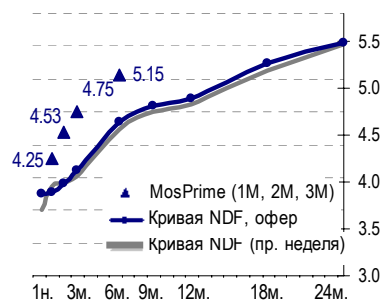


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

9 авг	Размещение Мираторг-1 (2.5 млрд руб., годовая оферта) Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
14 авг	Размещение ПФ ТрансТехСервис-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
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
20 авг	Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-5	101.40	+ 25	2.1	6.64%
РЖД-7	104.45	+ 18	4.4	6.64%
Мосэнерго-1	101.50	+ 14	1.9	*6.87%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Магнит-1	102.40	+ 32	1.2	7.47%
Копейка-2	99.74	+ 24	1.4	*9.18%
ХКФБ-4	101.08	+ 8	1.1	*9.29%

Лидеры падения

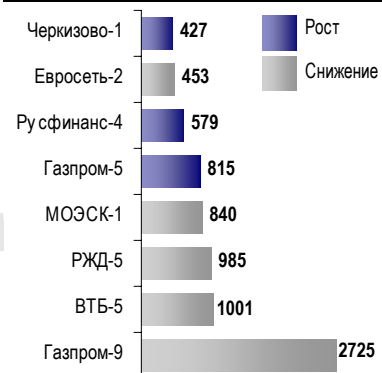
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-3	101.86	- 14	3.8	6.71%
Газпром-9	102.97	- 13	5.2	6.77%
ОГК-5	100.50	- 10	2.0	*7.37%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Ленэнерго-2	102.10	- 45	3.8	8.13%
Севсталь-Авто	101.90	- 20	2.3	7.27%
ХКФБ-2	100.00	- 18	1.6	*9.45%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Мираторг: комментарий к размещению

Ориентир организаторов по доходности: 11.70-11.80% УТР

Сегодня состоится размещение облигационного займа группы Мираторг (объем 2.5 млрд руб., годовая оферта). По нашему мнению, Мираторг пока следует рассматривать как оператора оптовой торговли, т.к. амбициозные производственные проекты компании в агробизнесе находятся на ранней стадии. Мы также считаем очень слабой структуру дебютного выпуска, в которой отсутствуют поручительства от большинства компаний холдинга, являющихся реальными центрами прибыли. Текущему кредитному профилю Мираторга, на наш взгляд, соответствует доходность выше 12%. Поэтому ориентир организаторов по ставке купона (11.4-11.5%), с нашей точки зрения, непривлекателен.

Основной бизнес – оптовая торговля мясом и мясопродуктами

Мираторг – крупный игрок российского оптового рынка мяса и мясопродуктов. Наиболее сильные позиции компания занимает на рынке свинины (доля рынка 15%) и говядины (11%). После введения в 2003 году квотирования импорта мяса Мираторг начал активно инвестировать в животноводство, мясопереработку и производство комбикормов на территории России. Первыми приобретениями компании стали свиноводческие комплексы в Белгородской области, однако доля агропроизводства в совокупной выручке группы в 2006 году пока не превышает 10%.

В перспективе – крупный сельхозпроизводитель

В настоящее время холдинг реализует очень амбициозную инвестиционную программу, которая должна превратить Мираторг в крупного сельскохозяйственного производителя при сохранении сильных позиций в дистрибуции и оптовой торговле. Фактически, Мираторг стремится создать вертикально-интегрированный бизнес – от производства комбикормов до реализации готовой продукции под собственными брэндами. При этом масштабный проект Мираторга связан не только со специфическими отраслевыми рисками, но и с рисками финансового характера. Инвестиции финансируются в значительной степени за счет кредитных ресурсов, при этом большинство проектов находятся на стадии реализации.

Ключевой позитивный фактор – собственная логистика и дистрибуция

По нашему мнению, сильной стороной Мираторга являются сильная дистрибуция и собственная логистика (транспорт и складские комплексы), которые обеспечивают «запас прочности» даже в случае проблем в сельскохозяйственном сегменте или при вступлении России в ВТО. Кроме того, в среднесрочной перспективе более вероятно протекционистскую политику по отношению к АПК, в т.ч. в форме тарифного и нетарифного регулирования импорта. Однако мы подчеркиваем, что производственный сегмент в бизнесе Мираторга пока не играет ключевой роли в структуре выручки компании.

Финансовые результаты Группы Мираторг (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	9 334	522	5.6%	2 250	4.3x	5.2x
2006	14 755	966	6.6%	3 067	3.2x	4.0x

Источник: данные инвестиционного меморандума, оценки Райффайзенбанка

Отчетность, представленная в меморандуме, дает лишь приблизительное представление о финансах группы

Консолидированная отчетность по РСБУ, представленная в инвестиционном меморандуме, объединяет результаты 7 юр.лиц, которые холдинг считает основными центрами прибыли. Мы полагаем, что эта отчетность дает лишь приблизительное представление о финансовом состоянии группы, поскольку за пределами консолидации остались все строящиеся свинокомплексы компании и, что еще более важно, весь сегмент транспортной и складской логистики.

Низкорентабельный сегмент дистрибуции доминирует в структуре выручки

Финансовые результаты группы Мираторг по доступной управленческой отчетности в целом характерны для торгового бизнеса: рентабельность сегмента дистрибуции составила в 2006 году лишь 2.7%, при этом вклад сегмента в ЕБИТДА группы – около 30%. Маржа в сегменте животноводства, по оценкам компании, может достигать 50%, однако его доля в ЕБИТДА в 2007 году не превысит 5%, поэтому вряд ли стоит рассчитывать на быстрый рост рентабельности компании.

Уже в 2007-м Мираторг собирает утрит производство свинины...

Производственные цели компании весьма амбициозны: в 2005-м году Мираторг произвел 14 тыс тонн свинины, в 2006-м – 19 тыс тонн, а уже к 2008-м году компания планирует производить 78 тыс тонн свинины ежегодно. Совокупный объем инвестиций только в свинокомплексы составит до 2009 года не менее \$200 млн, а общий объем 3-летней инвестиционной программы превысит \$400 млн.

...и строит комбинат по убою и переработки скота стоимостью \$140 млн

В конце 2007 года Мираторг планирует завершить строительство своего крупнейшего объекта – высокотехнологичного комбината по убою и переработки скота в Белгородской области, стоимость которого оценивается в \$140 млн. Мы не беремся оценивать эффективность затрат на создание этого предприятия. Компания не приводит прогнозных данных по загрузке его мощностей, которые в несколько раз превышают существующие объемы собственного производства мяса.

Амбициозные проекты будут финансироваться за счет долга

Даже если исключить инвестиции в прочие направления деятельности холдинга, проект по развитию сегмента свиноводства и переработке мяса приведет к росту долговой нагрузки. В 2007 году, с учетом размещения облигаций, валовый долг компании увеличится с 3.1 млрд до 5.4 млрд руб. При этом, по прогнозам компании, за счет увеличения EBITDA на 66%, показатель Долг/EBITDA не превысит на конец года 3.5x. Мы полагаем, что эта оценка весьма оптимистично оценивает рост операционной прибыли за счет 3 новых свинокомплексов. Кроме того, из-за ограниченной базы консолидации не известны текущие и планируемые показатели долговой нагрузки в непроизводственных сегментах.

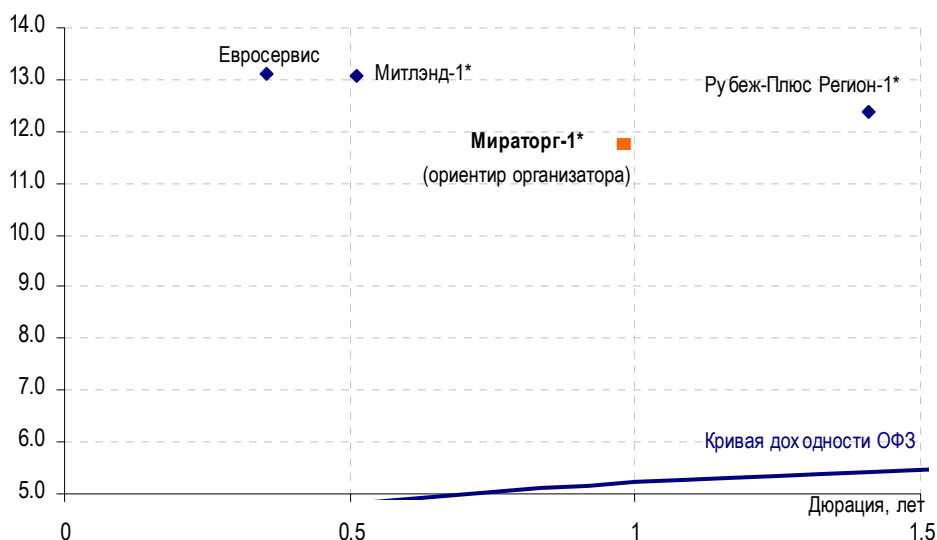
Структура займа – очень слабая

Финансовую прозрачность компании мы оцениваем как низкую, несмотря на наличие отчетности по МСФО по 2 юр.лицам – ООО «Белго Ген» (выручка-2006: 14 млн евро) и ООО «Свинокомплекс Курасовский» (17 млн евро). Структурой облигационного займа предусмотрены поручительства от «Белго Ген» и «ДК Мираторг» (дистрибуция), а также оферты от двух оффшорных холдинговых компаний. Покрытие облигаций денежными потоками компаний группы мы считаем очень слабым, что может быть связано с существующим обременением значительной части активов холдинга.

Ориентир по доходности непривлекателен

По нашему мнению, основные риски кредитного профиля группы Мираторг (низкая финансовая прозрачность, очень агрессивные инвестиционные планы, рост долговой нагрузки, слабая структура займа) должны компенсироваться гораздо более высоким уровнем доходности, чем предлагаемый организаторами ориентир 11.70-11.80% YTP.

Доходность облигаций на 8 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Центртелеком: запоздалое повышение рейтинга Fitch

*Fitch повысил рейтинг
Центртелекома на одну
ступень*

Fitch вчера повысил рейтинг Центртелекома с «В-» до «В» с позитивным прогнозом. На наш взгляд, это событие не окажет существенного влияния на спреды облигаций компании. S&P предприняло аналогичный шаг еще в октябре 2006 года, хотя главным поводом для позитивных решений обоих агентств стало снижение долговой нагрузки компании.

*S&P присвоило компании
рейтинг «В» еще в
прошлом году*

ЦентТел по итогам 2005 г. был второй после ЮТК компанией среди МРК с высокой долговой нагрузкой. В 2006 году ЦентТел продемонстрировал существенный рост операционной рентабельности, а долговая нагрузка снизилась до уровня 2.1х Долг/ЕБИТДА. Fitch в своем пресс-релизе отмечает, что успехи были достигнуты за счет «уменьшения инвестиций, сокращения штатов, снижения операционных расходов, позитивного воздействия перебалансировки тарифов и улучшения регулятивной среды, а также снижения расходов на привлечение финансирования». S&P, вероятно, отметило эти достижения раньше, повысив рейтинг ЦентТела до уровня «В» еще по итогам отчетности за 1пол2006, и затем до уровня «В+» в июле 2007 годп.

*Спреды всех МРК – давно
занижены*

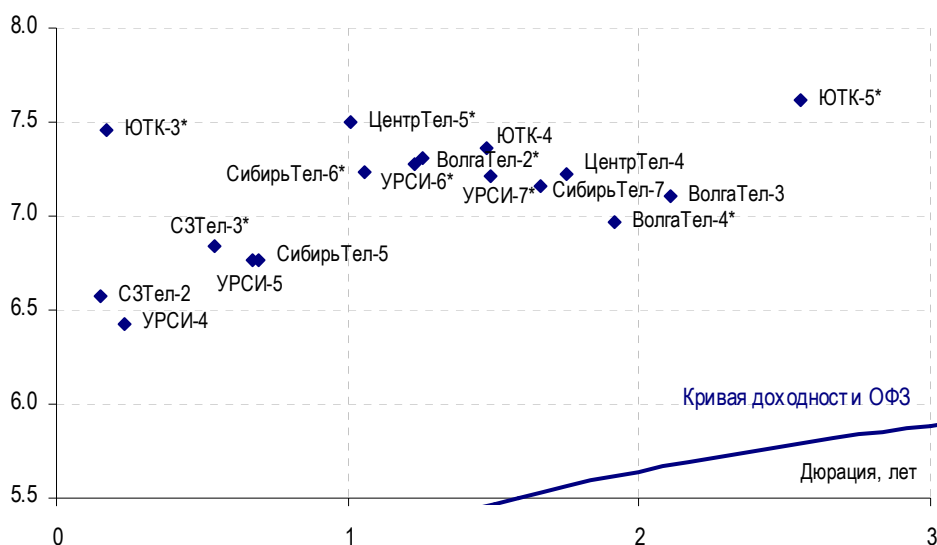
На наш взгляд, кредитное качество всех МРК в значительной мере выровнялось за последние 1-2 года, что в настоящее время полностью учтено в очень узких спредах между облигациями компаний. Спред большинства телекомов к ОФЗ уже достаточно давно находится на низком уровне 150-170 б.п., при котором дальнейшее сужение вряд ли оправдано с кредитной точки зрения.

Единственной МРК, которая «выбивается» из общей картины, остается ЮТК, которая сохраняет более высокий уровень долговой нагрузки, и соответственно, будет дольше других ожидать позитивных решений рейтинговых агентств. Однако премия ЮТК к сильнейшим МРК составляет не более 20 б.п., что мы считаем недостаточным с учетом существующей разницы в уровнях долговой нагрузки и рейтингах компаний.

*Новый рейтинг не
повлияет на спреды*

Облигации ЦентТела и остальных МРК, на наш взгляд, также непривлекательны по текущим ценовым уровням для большинства инвесторов, и запоздалое повышение рейтинга Fitch, по нашему мнению, никак на эту ситуацию не повлияет.

Доходность облигаций на 8 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Дикси: возможно присоединится к Магниту или Х5

Возможно, Дикси будет присоединена к Магниту или Х5, но оценивать влияние этой сделки на компанию пока преждевременно

Сегодня Коммерсант сообщает о том, что акционеры Дикси ведут переговоры с Магнитом и Х5 о возможности обмена акциями сетей, который, по сути, будет означать присоединение Дикси к одному из 2 крупнейших ритейлеров. Мы полагаем, что пока переговоры находятся на ранней стадии, преждевременно говорить о том, что этот факт является поводом для переоценки отношения к кредитному риску Дикси. С другой стороны, поскольку речь идет именно об обмене акций, то возможная сделка не должна оказать существенного негативного влияния на финансовые показатели Магнита и Х5.

Ожидаем, что долговая нагрузка Дикси по итогам года составит 3.5-4.0x

Мы продолжаем достаточно консервативно относиться к кредитному риску Дикси: по нашему мнению, стремление поддерживать высокие темпы роста бизнеса в скором времени приведет к возобновлению роста долговой нагрузки. Однако по нашим прогнозам с учетом полученных от IPO средств долговая нагрузка по итогам 2007 года все же должна снизиться до 3.5-4.0x Долг/ЕБИТДА по сравнению с 6.5x по итогам 2006 года. Судя по заверениям менеджмента компании, в будущем Дикси планирует придерживаться более консервативной долговой политики.

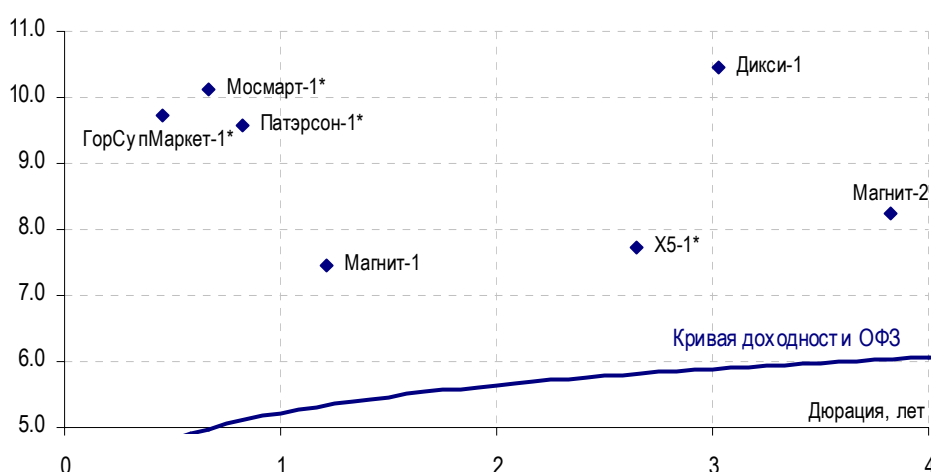
Если сделка произойдет, она будет позитивной для кредитного качества Дикси

Если сделка по присоединению Дикси к Магниту или Х5 произойдет, это событие будет иметь очевидное позитивное значение для кредитного профиля Дикси. Однако мы полагаем, что в настоящий момент закладывать данный фактор в цену облигаций Дикси еще преждевременно. По нашему мнению, условием, осложняющим данную сделку, будут достаточно высокие оценки Дикси на рынке акций: для Х5 и Магнита приобретение акций Дикси будет целесообразным в том случае, если компания будет оценена с дисконтом к оценкам этих компаний.

Облигации Дикси по текущим низким ценам привлекательны для агрессивных инвесторов

Несмотря на консервативное отношение к кредитному качеству Дикси, мы полагаем, что по текущим ценовым уровням облигации компании являются вполне привлекательными для инвесторов с высоким аппетитом к риску. Их уровень доходности (10.50% УТМ, дюрация: 3 года) соответствует кривой доходности более слабых ритейлеров (Азбука Вкуса, Мосмарт, Патэрсон). В связи с этим мы сохраняем рекомендацию покупать облигации Дикси, хотя и отмечаем, что потенциал роста цены, по нашему мнению, ограничен уровнем 97.50% (текущая цена: 97.15%).

Доходность облигаций на 8 августа



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	mrasnosnov@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.