

Рублевые корпоративные облигации

10 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Аптеки: результаты за 1 полугодие » *стр. 2*
- Дипос: рост выручки и рентабельности в 1 полугодии » *стр. 3*
- Банк Возрождение: позитив уже в цене, ждем новый выпуск » *стр. 5*

Индикаторы

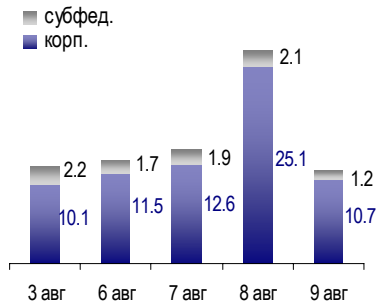
Долларов США за Евро	1.3671	- 0.9 %
Рублей за доллар США	25.3495	- 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 70.60	- 1.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.32%	+ 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.01%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	119	+ 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	438.6	- 44.6
Остатки на д/с, млрд руб.	533.2	+ 23.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 104.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск Мираторг-1 (2.5 млрд руб.) размещен под 11.57% годовых к оферте через 1 год
- ЦБ разместил ОБР-2 на 1.38 млрд руб. из 20 млрд руб. под 4.22% годовых к обратному выкупу 13 декабря 2007 года

Объем торгов на ММВБ

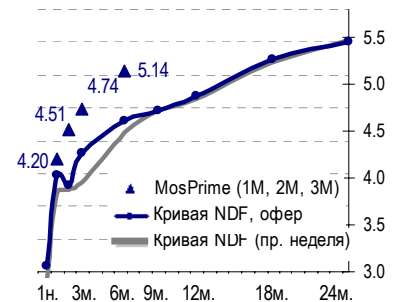


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

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
16 авг	Размещение Банана-Мама-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
20 авг	Уплата НДС
27 авг	Уплата акцизов, НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	102.30	+ 5	3.6	6.77%
РЖД-6	102.60	+ 2	2.9	6.55%
ФСК-2	104.30	+ 1	2.6	6.69%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Содружество-1	101.50	+ 25	2.0	9.90%
Белон-1	100.90	+ 20	1.7	8.72%
Башкирэн-3	101.20	+ 11	1.5	*7.71%

Лидеры падения

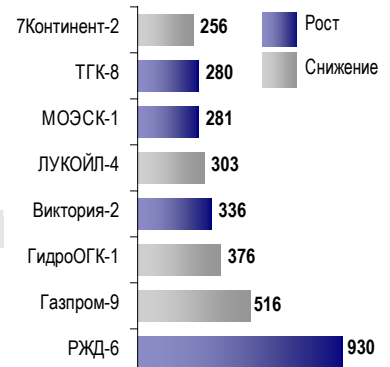
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	103.35	- 55	5.6	7.28%
АИЖК-8	103.15	- 35	4.7	*7.15%
Газпром-8	101.90	- 25	3.7	6.58%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-4	102.00	- 30	1.9	*7.13%
НК Альянс-1	100.90	- 25	1.9	*8.61%
Сибкадем-5	106.00	- 25	3.4	8.49%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Аптеки: результаты за 1 полугодие

Вчера Аптечная сеть «36.6» опубликовала операционные показатели за 1 полугодие. Они позволяют сделать вывод о том, что помимо расширения сети компания продолжает активно работать над повышением эффективности. Мы полагаем, что в 2007 г. рентабельность розничной сети Аптек на уровне EBITDA Margin выйдет из зоны отрицательных значений, но долговая нагрузка все же будет оставаться очень высокой.

Основные результаты розничного подразделения компании за 1 полугодие:

- выручка: \$300 млн (+90%), рост среднего чека: +35%;
- рост продаж с квадратного метра: +33%;
- сокращение средней площади аптеки: -15%.

Рентабельность розницы в 2007 г. вырастет, но останется относительно невысокой

Основной составляющей опубликованных результатов является тенденция к росту операционной эффективности за счет увеличения продаж и экономии на стоимости аренды. Однако мы полагаем, что рентабельность розничного направления по итогам 2007 г. останется относительно невысокой (в пределах 2% EBITDA Margin) из-за значительной доли «незрелых» аптек, которые еще не начали приносить прибыль.

Развитие сети в I-ом осуществлялось за счет собственных средств

Пока менеджмент компании выполняет обещание не увеличивать заимствования: чистый долг розничного подразделения составляет около \$240 млн – без изменений по сравнению с началом года. Это означает, что сделки по приобретению региональных операторов и органическое развитие сети в 1 полугодии происходили за счет средств, полученных от передачи доли в Верофарме в СП с иностранными банками.

Долговая нагрузка по-прежнему очень высока

Главной проблемой кредитного качества Аптек в настоящий момент остается высокая долговая нагрузка: поскольку основная часть денежных средств тратится на экспансию сети, операционный денежный поток розницы минимален. Мы ожидаем, что показатель Долг/EBITDA розничного подразделения по итогам 2007 года будет измеряться двухзначными величинами. Таким образом, риски инвестиционной фазы проекта остаются актуальными для кредитного профиля Аптек.

Текущие цены облигаций уже учитывают позитивные результаты I-го полугодия

Однако, как мы уже неоднократно отмечали, успехи компании на рынке акций во многом определяют весьма позитивное отношение инвесторов к долговым обязательствам Аптек. В настоящий момент облигации Аптек торгуются с доходностью около 9.6% к оферте через 1 год, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в 450 б.п. На наш взгляд, такие уровни доходности являются весьма оптимистичной оценкой кредитного качества компании и уже в полной мере учитывают в себе ожидания относительно роста рентабельности и снижения долговой нагрузки.

Мы не ожидаем существенных изменений цены облигаций Аптек в ближайшее время

В силу короткой дюрации бумаги, мы не ожидаем существенных колебаний цены облигаций Аптек в течение ближайших месяцев. Единственной причиной роста цен облигаций Аптек, по нашим ожиданиям, могли бы стать новости относительно возможных сделок с крупными западными стратегическими инвесторами.

Объявленные вчера планы компании по выпуску биржевых облигаций, на наш взгляд, также выглядят вполне логично – Аптеки стремятся заместить часть долга, обеспеченную залогом акций более комфортными инструментами. Относительно небольшой объем нового займа (всего 1 млрд руб.), по нашему мнению, не приведет к снижению спроса на обращающийся выпуск Аптеки-1.

Дипос: рост выручки и рентабельности в 1 полугодии

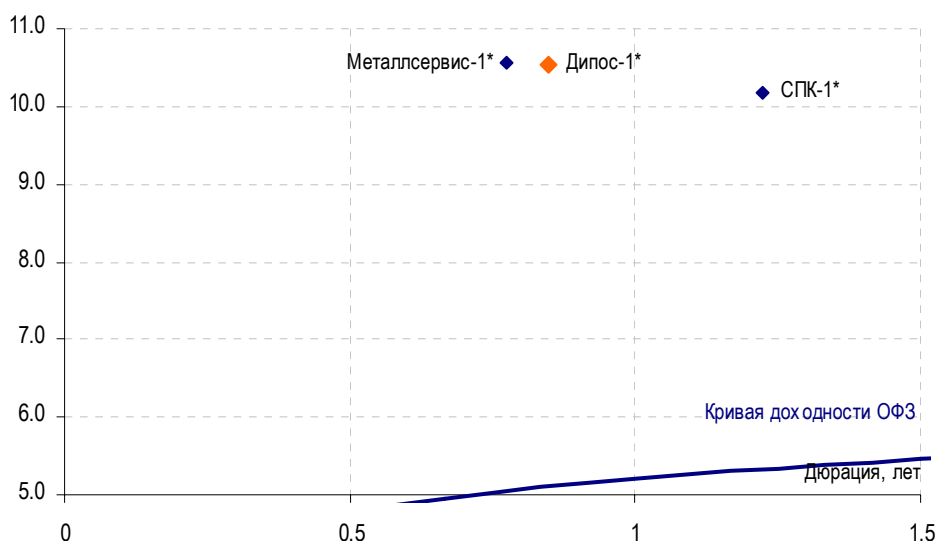
Основные результаты:
рост выручки и рентабельности.
Долговая нагрузка – в рамках плана

Недавно металлотрейдинговая компания Дипос опубликовала отчетность по РСБУ за 1 полугодие. Финансовые результаты Дипоса выглядят весьма позитивно: при значительном росте выручки компании удалось существенно повысить показатели рентабельности. Рост долга произошел в соответствии с ожиданиями: в связи с существенным ростом продаж компания профинансировала значительное увеличение товарных запасов и дебиторской задолженности.

Облигации Дипоса оценены адекватно, но привлекательны по текущим уровням

Текущий уровень доходности облигаций Дипоса представляется нам в целом вполне адекватным. При этом мы отмечаем, что бумаги Дипоса предлагают весьма значительную премию к облигациям СПК (около 50 б.п.). Поэтому мы рекомендуем облигации Дипоса к покупке инвесторам, ориентированным на высокую доходность, с ориентиром по цене до 100.50-100.60% от номинала (текущая цена: 100.25%).

Доходность облигаций металлотрейдеров на 9 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Основные финансовые результаты Дипоса за 1 полугодие 2007 г.:

- выручка: 9.1 млрд руб. (+66% к 1 п/г 2006 г.);
- валовая рентабельность: 7.8% (5.0% в 1 п/г 2006 г.);
- EBITDA: 0.4 млрд руб., EBITDA Margin: 4.7% (3.0% в 1 п/г 2006 г.);
- Долг: 3.7 млрд руб., Долг/EBITDA: 4.3x.

Факторы роста: спрос со стороны строительной отрасли и увеличение собственного производства

Основным фактором роста выручки компании, по нашему мнению, стал высокий спрос на металлопрокат, связанный с активным увеличением объемов строительства. На опережающий рост рентабельности, по нашим оценкам, также весьма существенно повлияло увеличение доли продаж продукции собственного производства в структуре выручки компании. Мы неоднократно отмечали, что именно развитие сервисного и производственного направления является фактором, который позволяет металлотрейдерам поддерживать рентабельность в условиях роста конкуренции.

Увеличение оборотного капитала связано с сезонностью

В течение 2 квартала долг компании вырос на сумму около 1 млрд руб. – такая динамика была запланирована заранее, она связана в основном с увеличением оборотного капитала. Рост товарных запасов на складах и дебиторской задолженности связан с фактором сезонности в металлоторговле – летом строительные работы активизируются, поэтому потребители закупают большие объемы металла.

Долговая нагрузка – в рамках запланированных уровней

При размещении облигаций Дипос планировал, что по итогам 2007 г. долг компании не превысит 4 млрд руб., а долговая нагрузка останется в пределах 4.0-4.5x Долг/ЕБИТДА. С учетом позитивных результатов 1 полугодия, запланированные уровни долговой нагрузки представляются нам вполне реальными.

Широкий спрэд между Дипосом и СПК представляется неоправданным

В настоящий момент спрэд облигаций Дипоса составляет около 530 б.п. к ОФЗ, что в целом соответствует нашим представлениям о «справедливом» уровне доходности облигаций компании. В то же время мы отмечаем, что более короткие бумаги Дипоса торгуются с более широкой премией к ОФЗ, чем длинный выпуск СПК. Мы ожидаем постепенного исчезновения этой премии в течение ближайших месяцев.

В условиях нестабильности процентных ставок облигации с короткой дюрацией и высокой доходностью также представляются нам весьма привлекательным выбором. В связи с этим мы рекомендуем бумаги Дипоса к покупке с ориентиром по цене до 100.50-100.60% от номинала.

Банк Возрождение: позитив уже в цене, ждем новый выпуск

Отчетность за 1 полугодие выглядит позитивно

Вчера Банк Возрождение (Moody's Baa3) опубликовал неаудированные финансовые результаты за 1 п/г 2007. Отчетность выглядит вполне позитивно: банку удалось улучшить соотношение операционных расходов к доходам, а также повысить показатель достаточности капитала при сохранении низкого уровня просрочки. Несмотря на хорошую отчетность, мы не видим существенного потенциала роста цены дебютного выпуска рублевых облигаций банка. По нашему мнению, все позитивные факторы кредитного профиля банка уже полностью учтены в текущих спредах облигаций банка.

Доходы растут опережающими темпами...

Очень высокие расходы на содержание сети отделений банка давно являются основной причиной для беспокойства инвесторов. В 1-м п/г 2007 темпы роста операционных расходов (прежде всего, расходов на персонал) остались высокими: +44% к 1 п/г 2006. Однако процентные доходы росли опережающими темпами, что позволило снизить показатель операционных расходов к доходам с 74% до более приемлемого уровня 65%.

... благодаря увеличению доли кредитного портфеля в активах

Мы связываем повышение эффективности банка, прежде всего, с увеличением доли кредитного портфеля в активах банка за последний год с 69% до 77%. В то же время, доля розничного бизнеса в портфеле Возрождения растет достаточно медленно: доля кредитов физ.лицам увеличилась за год с 14% до 17%. Объем кредитов предприятиям, которые банк классифицирует как «малый и средний бизнес», даже несколько снизился по отношению к совокупному портфелю.

Успехи в рознице очевидны, но корпоративный бизнес по-прежнему играет ключевую роль

Несмотря на очевидные успехи Возрождения в развитии розничного сегмента (прежде всего, ипотеки), банк остается преимущественно корпоративным. Во многом, по этой причине доля просрочки по-прежнему очень низкая (1.7% на конец 1 п/г 2007), а отчисления в резервы на возможные потери, хотя и увеличиваются вместе с кредитным портфелем, пока не играют критической роли для финансовых результатов банка.

Основные показатели Банка Возрождение по МСФО

Год	Совокупные активы, млн руб	Кредитный портфель, млн руб	Капитал, млн руб	ROAE, %	Чистая процентная маржа, %	Опер.расходы/ опер.доходы, %	Достаточность капитала (ЦБ), %
1п/г 2006	57 262	39 314	3 615	19.9	7.2	72.9	10.9
2006	73 426	52 426	5 509	17.6	7.1	74.2	12.6
1п/г 2007	92 806	71 053	10 660	16.7	6.8	65.3	16.2

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Достаточность капитала улучшилась после допэмиссии

Показатель достаточности капитала Возрождения существенно улучшился после недавнего размещения допэмиссии на \$177 млн. После этого размещения доля акций, которые можно трактовать как free float, приблизилась к 50%. Мы полагаем, что банк по-прежнему привлекателен для стратегических инвесторов, хотя растущая доля акций в свободном

обращении может технически усложнить получение контроля над банком. Тем не менее, присутствие Возрождения на биржах дает банку дополнительную возможность по привлечению финансирования, кроме того, положительно влияет на его финансовую прозрачность.

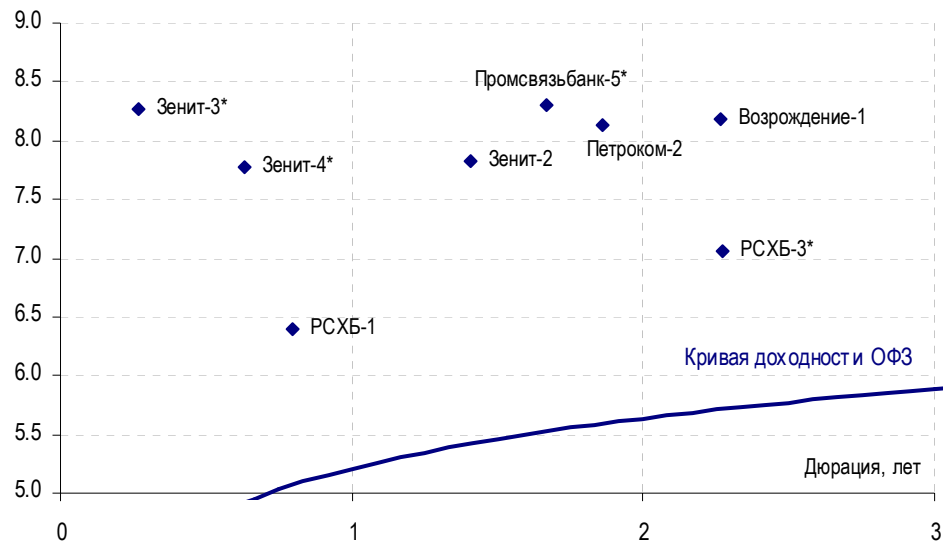
Повышение рейтинга от Moody's – уже учтено в ценах облигаций

Инвесторы с энтузиазмом встретили размещение рублевых облигаций банка. Мы полагаем, что текущая доходность бумаг адекватна кредитному качеству банка и уже учитывает достаточно высокий рейтинг «Ва3» от Moody's. В последний раз Moody's повысил рейтинг банка в мае 2007 г., причем это повышение было связано больше с изменением методологии агентства, чем с успехами Возрождения. Мы полагаем, что потенциально присвоение рейтингов банка другими агентствами вряд ли может существенно повлиять на оценку банка инвесторами.

Ожидаем 2-й рублевый выпуск до конца 2007 года

Облигации 1-го выпуска были размещены в марте 2007 г. со ставкой купона 8.95%. Текущий спрэд к ОФЗ составляет около 240-250 б.п. (цена 102.05-102.10%). До конца 2007 года Возрождение планирует разместить 2-й выпуск объемом не менее 3 млрд руб. Мы не видим потенциала сужения спрэдов облигаций банка.

Доходность облигаций на 9 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	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	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.