

Рублевые корпоративные облигации

6 сентября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Аптеки: комментарий к отчетности по МСФО за 1 п/г 2007 » стр. 2

Индикаторы

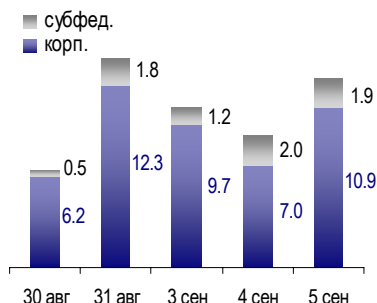
Долларов США за Евро	1.3647	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	25.7041	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 75.41	+ 1.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.57%	+ 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.91%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	143	+ 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	420.2	+ 18.7
Остатки на д/с, млрд руб.	275.7	- 33.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 71.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Автодилер Независимость планирует дебютный выпуск (2.5 млрд руб., 3 года)
- Планируется выпуск Нижне-Ленское-3 (1 млрд руб., 5 лет, с амортизацией)

Объем торгов на ММВБ

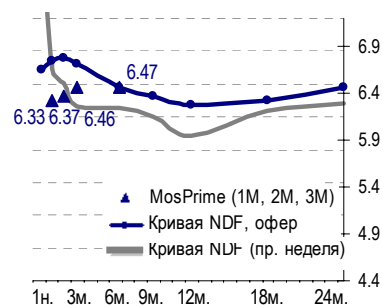


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (17 млрд руб., дюрация 8.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (22 млрд руб., дюрация 12.8 года)
17 сен	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Аукцион ОБР-3 (250 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

Цена, Изм. Дюрация, Доходн.
% ном. цены, б.п. лет %

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Х5-1	99.50	+ 150	2.6	*7.95%
Зенит-2	99.40	+ 35	1.4	9.03%
ТГК-1	99.47	+ 27	2.3	*8.14%

Лидеры падения

1 эшелон

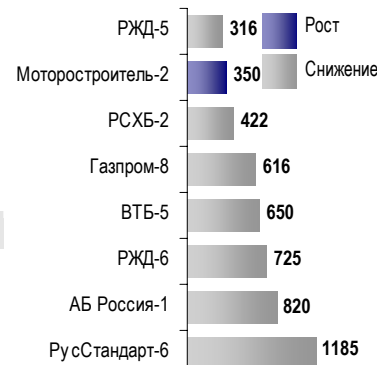
Цена, Изм. Дюрация, Доходн.
% ном. цены, б.п. лет %

Газпром-6	100.35	- 45	1.8	6.86%
ЛУКОЙЛ-3	100.01	- 34	3.7	7.22%
Газпром-4	103.40	- 33	2.2	6.79%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-4	98.18	- 59	1.0	*12.24%
СибирьТел-6	99.30	- 50	1.0	*8.75%
7Континент-2	97.80	- 29	1.2	*9.87%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Аптеки: комментарий к отчетности по МСФО за 1 п/г 2007

Результаты за 1-е полугодие в целом нейтральны

Вчера Аптечная сеть «36.6» опубликовала финансовые результаты 1-го полугодия. В целом они соответствуют ожиданиям рынка: продажи динамично растут, рентабельность розничного направления пока остается в отрицательной зоне, долговая нагрузка по-прежнему очень высока. По нашему мнению, публикация отчетности существенно не повлияет на доходность облигаций компании, которая за последние недели существенно увеличилась и стала в большей степени соответствовать кредитному профилю.

Основные результаты розничного подразделения компании за 1 полугодие:

- Выручка: \$303 млн (+92% к 1 п/г 2006),
- Валовая рентабельность: 27.5% (30.7% в 1 п/г 2006)
- EBITDA: – \$3 млн (– \$0.1 млн)
- Чистый консолидированный долг: \$247 млн (+\$7.1 млн к началу 2007 года)

Рентабельность розницы остается очень низкой вследствие экспансии сети

В 1-м полугодии компания демонстрировала позитивные операционные результаты, прежде всего, рост продаж с квадратного метра и среднего чека примерно на 35%. Однако экспансия сети в регионы поглощает весь операционный денежный поток, и эффективность компании остается низкой. Мы также отмечаем, что впечатляющий рост выручки связан, в основном, с поглощением аптечных сетей. Это означает, что значительная доля продаж приходится на «незрелые» аптеки, которые пока не начали генерировать прибыль.

Ожидаем повышения эффективности розничного сегмента

Мы ожидаем, что во 2-м полугодии Аптекам все же удастся повысить операционную эффективность. Если менеджменту удастся относительно быстро оптимизировать работу вновь приобретенных аптек, рентабельность EBITDA розничного сегмента может выйти в положительную зону уже в 2007 году.

Долговая нагрузка практически не увеличилась

Для кредиторов Аптек наибольшее значение имеет структура финансирования компании, поскольку долговая нагрузка розничного подразделения остается очень высокой. В 1-м полугодии компания практически не наращивала долг благодаря сделке по передаче доли в Верофарме в СП с иностранными банками. Мы полагаем, что полученной суммы (\$60 млн) достаточно для финансирования инвестиций 2-го и 3-го квартала, т.к. на отчетную дату компания располагала значительными денежными средствами на счетах. Общий объем инвестиций Аптек на текущий год мы оцениваем приблизительно в \$200 млн, поэтому мы пока не видим предпосылок для снижения долговой нагрузки.

Для финансирования инвестиций у компании есть альтернативные возможности

Позитивным моментом являются планы компании по проведению допэмиссии акций, средства от которой могут быть направлены на финансирование капзатрат в розничном и сервисном сегментах. Допэмиссию планируется провести в сентябре-октябре, в результате Аптеки могут получить свыше \$100 млн. По сообщениям прессы, размещаемые акции могут быть выкуплены стратегическим инвестором. Менеджмент компании также не исключает возможности привлечения структурированного финансирования под недвижимость на сумму около \$50 млн.

В среднесрочной перспективе компания может также продать контрольный пакет Верофарма, фармацевтического подразделения группы, а вырученные средства направить на дальнейшее расширение розничного бизнеса. Таким образом, у Аптек есть ряд возможностей по диверсификации финансирования и экспансии без дальнейшего разрастания долговой нагрузки. Этот потенциал, как правило, позитивно оценивается инвесторами на рынке акций, что до недавнего времени отражалось и на доходности облигаций компании: в начале августа спрэд бумаг Аптек к ОФЗ составлял всего 450 б.п.

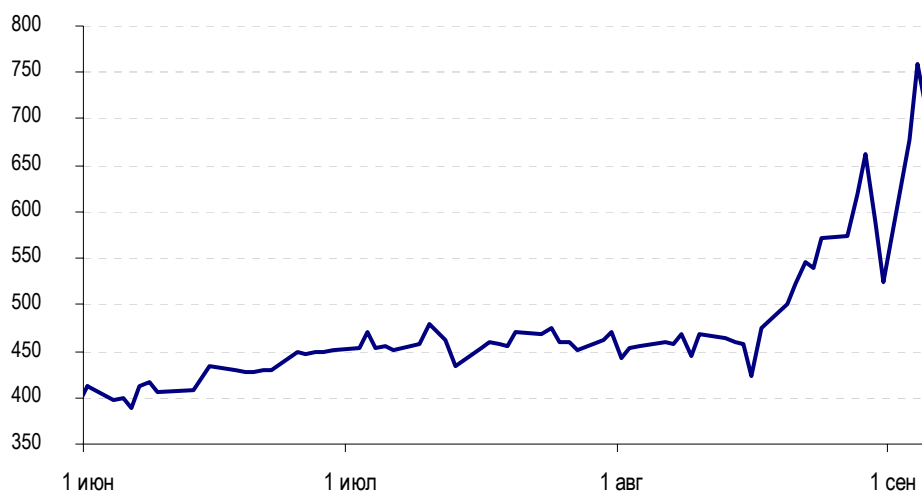
Спрэд облигаций существенно расширился на общей волне продаж

За последние 2 недели, на фоне общего падения цен на долговом рынке, доходность облигаций Аптек выросла примерно до 12.50%, спрэд к ОФЗ расширился почти до 700 б.п. По нашему мнению, новый ценовой уровень бумаг Аптек в большей степени соответствует кредитному профилю компании. В определенной степени это подтверждается ориентиром по доходности первого выпуска биржевых облигаций Аптек – в диапазоне 10-12%.

**Потенциал роста
ограничен**

В текущей ситуации мы не видим существенного потенциала для сужения спрэдов облигаций Аптек. На наш взгляд, единственной причиной позитивной динамики могли бы стать новости о возможных сделках с западными стратегическими инвесторами.

Мы также считаем, что в силу небольшого объема и очень короткой дюрации (исполненный колл-опцион через 2 месяца) выпуск биржевых облигаций найдет спрос среди инвесторов, особенно если доходность по нему будет установлена ближе к верхней границе диапазона 10-12%.

Спрэд облигаций Аптечная сеть 36.6 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

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
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

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.