

# Рублевые корпоративные облигации

29 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Аптеки 36.6: рост продаж любой ценой » *стр. 2*
- Нутритек: продажа активов в пользу основного бизнеса » *стр. 3*

## Индикаторы

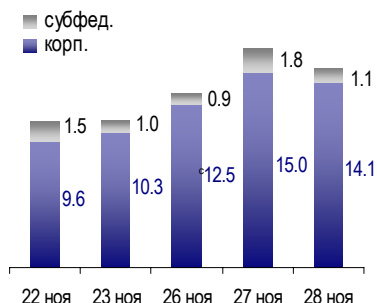
Долларов США за Евро	1.4831	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	24.3765	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 91.17	- 1.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.48%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.62%	- 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	174	- 15 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	544.5	+ 63.8
Остатки на д/с, млрд руб.	87.4	+ 0.4
Сальдо операций с ЦБ	- 275.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Размещение ЛЭКстрой-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта) планируется 18 декабря

## Объем торгов на ММВБ

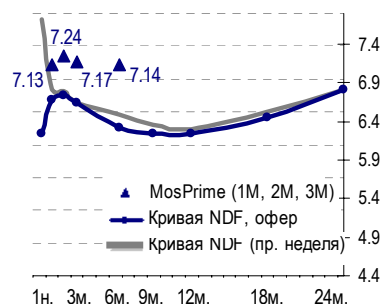


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

29 ноя	Размещение Газпромбанк-5 (20 млрд руб., 5 лет) Аукцион ОБР-3 (5 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
4 дек	Размещение Желдорипотека-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
6 дек	Заседание ЕЦБ по ставкам
11 дек	Заседание ФРС США по ставкам
12 дек	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (3 млрд руб., дюрация 8.3 года)
13 дек	Аукцион ОБР-4 (400 млрд руб., погашение 16 июня 2008 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-5	100.40	+ 125	3.7	7.44%
РСХБ-2	99.70	+ 60	2.9	8.20%
ЛУКОЙЛ-4	101.07	+ 36	4.8	7.31%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	98.97	+ 97	1.7	*9.77%
Руснефть	90.85	+ 65	1.0	*20.29%
7Континент-2	98.10	+ 60	1.4	*9.34%

## Лидеры падения

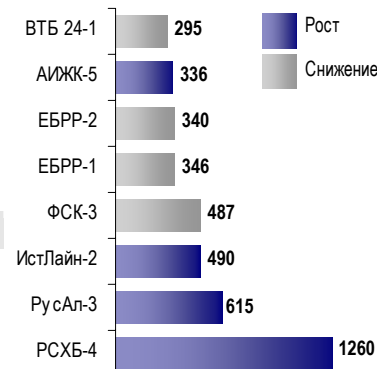
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	100.95	- 35	5.0	7.16%
ОГК-6	98.00	- 20	2.2	*8.66%
АИЖК-8	99.96	- 5	4.5	*7.86%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-3	97.25	- 80	0.8	*13.74%
Зенит-2	98.35	- 73	1.2	10.07%
Копейка-2	91.70	- 30	1.2	*17.32%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## Аптеки 36.6: рост продаж любой ценой

**Отчетность Аптечной сети 36.6 за 9 месяцев: хуже ожиданий**

Вчера Аптечная сеть «36.6» объявила неаудированные финансовые результаты за 9 месяцев 2007 г. Долговая нагрузка компании существенно возросла, в то время как отрицательный результат розничного сегмента на уровне EBITDA достиг \$12.8 млн. Положительное значение операционной прибыли группы обеспечил завод Верофарм, работающий с очень высокой рентабельностью (маржа EBITDA 27%). Тем не менее, расходы на обслуживание долга за 9 месяцев превысили консолидированную EBITDA группы в 1.8 раза. На наш взгляд, долговая нагрузка Аптек вплотную приблизилась к уровню, при котором единственным вариантом рефинансирования долга является продажа активов.

Основные результаты розничного подразделения компании за 1 полугодие:

- Выручка: \$457.5 млн (+83% к 9М2006),
- Валовая рентабельность: 27.7% (29.8%)
- EBITDA: - \$12.8 млн (- \$3.6 млн)
- Чистый консолидированный долг: \$300.6 млн\*

\* - по данным компании, чистый долг сократился по состоянию на 12.11.2007г. до \$266.4 млн

**Агрессивная экспансия позволяет наращивать выручку...**

В 3-м квартале агрессивный рост сети Аптек продолжался: компания купила 9 небольших сетей, открыла 32 новые аптеки, перевела под единый брэнд 20 ранее приобретенных аптек и закрыла 16 точек продаж. Экспансия позволила показать 80%-й рост объема продаж розничного сегмента по сравнению с данными за 9 месяцев 2006 г., однако быстрый рост выручки достигнут ценой отрицательного операционного денежного потока, и соответственно, разрастания долговой нагрузки.

**...однако компания показывает отрицательную динамику по рентабельности**

Аптекам пока не удастся повысить рентабельность – ухудшение заметно на уровне валовой маржи, которая снизилась на 2 п.п. Компания объясняет снижение прибыльности временными сложностями в обеспечении бесперебойных поставок в связи с внедрением ERP-системы. Кроме того, мы полагаем, что большая доля продаж приходится на новые аптеки, которые не вышли на планируемые показатели прибыльности, но уже генерируют значительные административные расходы.

**Главный фактор кредитного риска – очень высокая долговая нагрузка, операционной прибыли не хватает на обслуживание долга**

По результатам 1-го полугодия мы предполагали, что Аптекам все же удастся повысить операционную эффективность за счет быстрой оптимизации работы приобретенных аптек и активного продвижения товаров private label. Однако все основные финансовые показатели за 9 месяцев (за исключением валового объема продаж) оказались хуже прогнозов. Что наиболее важно – чистый долг компании увеличился до \$300.6 млн.

В комментарии менеджмента указывается, что чистый долг по состоянию на середину ноября сократился до \$266 млн (по всей видимости, благодаря октябрьской допэмиссии акций). И все же Аптеки вышли на рекордный уровень долговой нагрузки: соотношение чистого долга к консолидированной EBITDA, по нашим оценкам, может достигнуть по итогам 2007 года 15-17х. При этом процентные расходы на обслуживание долга на 82% превысили EBITDA группы за 9 месяцев. Структура финансового долга Аптек также далека от оптимальной: по данным отчетности, около 95% от совокупных заимствований на конец октября приходилось на краткосрочный долг. На наш взгляд, компания вынуждена использовать заемные средства на выплату процентов.

**Наиболее реальный вариант рефинансирования – продажа Верофарма**

Напомним, что в июне руководители компании заявляли, что не планируют увеличивать долг до конца 2007 года, а инвестиции будут финансироваться за счет механизмов продажи активов. Учитывая, что рыночная конъюнктура крайне неблагоприятна для альтернативных источников финансирования (таких как секьюритизация портфеля недвижимости или размещение допэмиссии акций), мы полагаем, что продажа Верофарма – единственный способ улучшить кредитный профиль Аптек. Однако снижение долговой нагрузки компании до более приемлемого уровня возможно лишь при условии, что средства от продажи Верофарма будут направлены на частичное погашение долга, а не на дальнейшее расширение сети.

## Нутритек: продажа активов в пользу основного бизнеса

*Нутритек продает ряд молочных и аграрных предприятий за \$250 млн плюс опцион*

Группа Нутритек сегодня распространила пресс-релиз о продаже своего молочного и аграрного бизнеса компании Руссагропром. Сумма сделки составит около \$350 млн, из которых \$250 млн будут оплачены денежными средствами. Нутритек получит опцион на обратный выкуп примерно 30% продаваемых активов в течение 5 лет по цене продажи, текущая стоимость опциона – около \$100 млн.

*Сделка не является неожиданностью – для Нутритека приоритетны более рентабельные направления*

Предметом сделки являются 6 молочных предприятий группы, а также аграрный комплекс в Вологодской области. Нутритек планирует направить средства, полученные от сделки, на развитие высокомаржинального бизнеса по выпуску детского питания и проектов в Юго-Восточной Азии (т.е. направлений, которые Нутритек считает приоритетными). Часть средств может пойти на рефинансирование долга.

*За счет вырученных средств будет развиваться дивизион детского питания, в т.ч. амбициозные зарубежные проекты*

На наш взгляд, продажа части молочных и аграрных активов соответствуют стратегии развития группы. Нутритек считает, что потенциал роста выручки и рентабельности за счет российского рынка ограничен 2-3 годами, поэтому компания намерена переориентироваться на более перспективные рынки, прежде всего, китайский. Кроме того, молочный сегмент менее рентабелен по сравнению с производством детского питания: на него приходилось до 60% от выручки Нутритека и лишь 40% от EBITDA. Стратегия компании нацелена на увеличение доли детского питания в совокупной выручке до 70% к 2009 году, поэтому продажа дивизиона молочных продуктов выглядит вполне логично.

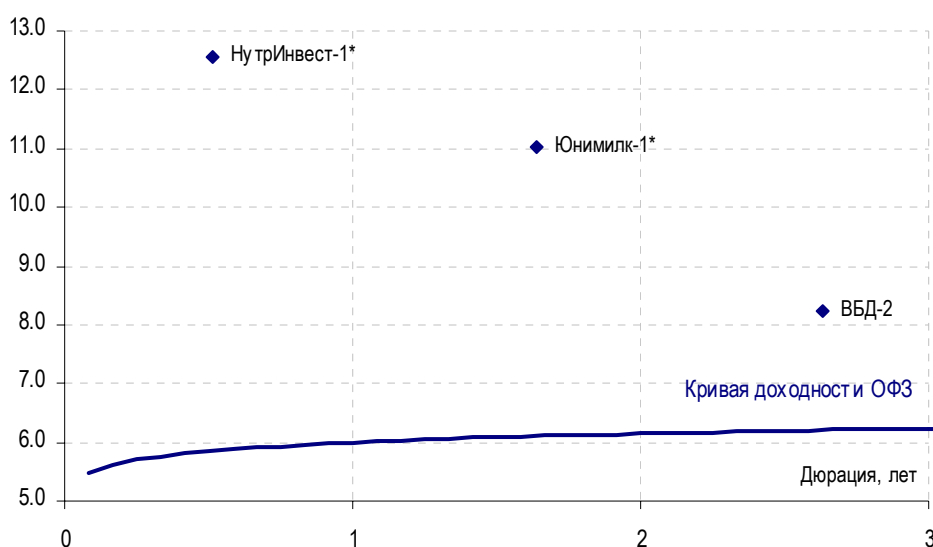
*Сделка позволит профинансировать инвестпрограмму без существенного увеличения долга...*

Инвестиционная программа компании на ближайшие два года оценивается примерно в \$100 млн. В случае успешной реализации проектов в Юго-Восточной Азии и Новой Зеландии, Нутритек может стать крупным нишевым игроком не только на российском, но и на китайском рынке. После продажи «непрофильных» активов, у компании появляется возможность полностью профинансировать инвестиционную программу за счет недолговых источников.

*...а также погасить выпуск CLN на \$120 млн*

Мы полагаем, что из денежных средств, полученных от продажи молочного и аграрного дивизионов, Нутритек профинансирует погашение выпуска CLN в объеме \$120 млн. Менеджмент Нутритека считает для себя оптимальным показатель Долг/EBITDA в диапазоне 2-3х. Для кредиторов такой уровень долговой нагрузки растущей компании вполне комфортен. Поэтому мы считаем, что с точки кредитного качества Нутритек остается одним из наиболее привлекательных эмитентов потребительского сектора, хотя в долгосрочной перспективе кредитный риск компании связан с рисками инвестиционных проектов в Юго-Восточной Азии.

### Доходность облигаций на 28 ноября



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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

**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.