

Рублевые корпоративные облигации

12 февраля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

- Домоцентр: игра на опережение » стр.2

КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

- ВТБ 24 » стр.4

НОВОСТИ: СЗТ объявил ставку купона по 3-му выпуску » стр.5

Индикаторы

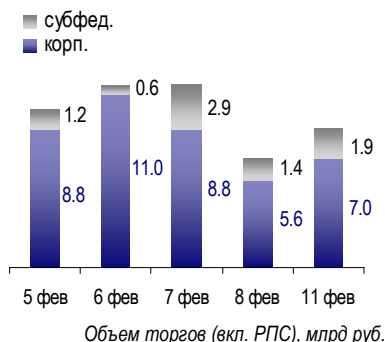
Долларов США за Евро	1.4524	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	24.6712	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 93.45	+ 1.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.95%	- 7 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.42%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	178	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	501.4	+ 58.5
Остатки на д/с, млрд руб.	234.2	- 55.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 27.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 13 февраля состоится доразмещение выпусков ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.4 года) и ОФЗ-АД 46022 (3.15 млрд руб., дюрация 9.5 года)

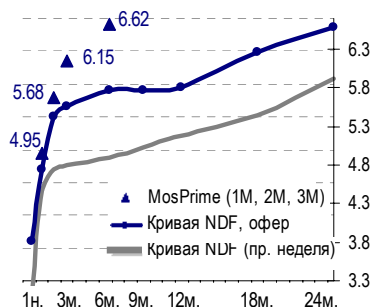
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

12 фев	Размещение ВТБ-24-2 (10 млрд руб., годовая оферта)
13 фев	Размещение ТГК-10-2 (5 млрд руб., годовая оферта)
14 фев	Размещение Микояновский мясокомбинат-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
15 фев	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Размещение ОБР-4 (50 млрд руб., погашение 16 июня 2008 года)
20 фев	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (10 млрд руб., дюрация 4.7 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	100.45	+ 20	4.8	7.44%
ФСК-3	100.00	+ 5	0.8	7.21%
ЛУКОЙЛ-3	99.49	+ 1	3.4	7.38%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОЭСК-1	99.22	+ 22	3.1	8.48%
СаНОС-2	102.39	+ 14	1.6	8.66%
Петроком-2	99.05	+ 12	1.4	9.37%

Лидеры падения

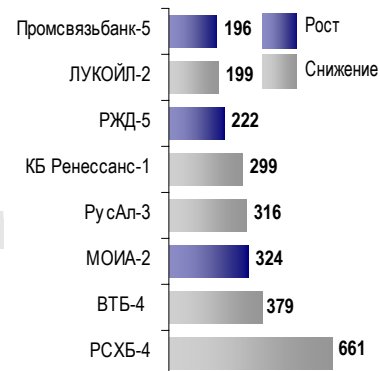
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	102.00	- 40	4.0	7.17%
ОГК-6	98.50	- 35	2.0	*8.48%
Газпром-8	99.25	- 15	3.3	7.36%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-5	98.40	- 60	0.6	*11.71%
Кокс-2	98.30	- 30	1.9	*9.84%
Мечел-2	100.85	- 30	2.1	*8.15%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

Домоцентр: игра на опережение

Группа Домоцентр – региональный оператор сети DIY, дебютный выпуск размещен летом 2007 года

Группа компаний Домоцентр – региональная сеть магазинов «товаров для дома» (DIY). Несмотря на сравнительно небольшой размер компании, Домоцентр отличается финансовой прозрачностью и демонстрирует достаточно высокие темпы роста. Основным риском кредитного профиля компании мы считаем быстрый рост долговой нагрузки, связанный со значительными инвестициями в строительство торговых центров.

У компании есть преимущество раннего старта на региональном рынке

Домоцентр оценивает собственную долю на рынке строительных и отделочных материалов Новосибирска в 28-30%. Сеть компании можно назвать мультиформатной, она включает в себя как небольшие магазины «районного значения», так и супермаркеты площадью около 4 тыс. кв.м. Начиная с 2007 года, Домоцентр начал активно развивать формат «гипермаркет DIY», и судя по стратегическому плану развития компании, крупные торговые центры становятся ее приоритетным направлением на ближайшие годы.

Домоцентр стремится завоевать максимальную долю рынка до прихода федеральных сетей...

Мы полагаем, что Домоцентр стремится закрепить долю на региональном рынке DIY до прихода более крупных игроков. О планах экспансии в сибирские регионы уже заявили сети OBI, Старик Хоттабыч, Бауцентр, а гипермаркет Leroy Merlin должен начать работать в Новосибирске уже в 2008 году. Несмотря на то, что региональный рынок DIY далек от насыщения и в последние два года опережает по темпам роста продовольственную розницу (годовой прирост 15-20%), конкуренция между ключевыми игроками усилится.

...и активно развивает формат «гипермаркет DIY»

Очевидные преимущества Домоцентра - знание специфики местного рынка, наличие распределительных центров-складов, а также возможность занять выгодные площадки для расположения магазинов. В 2007 году объем торговых площадей компании увеличился почти в 1.5 раза. В 2008 году Домоцентр планирует открытие 3 новых магазинов, а также получить разрешения на строительство еще 5 объектов.

Группа самостоятельно инвестирует в строительство торговых центров; часть площадей будет сдаваться арендаторам

Самый крупный формат компании – гипермаркет площадью до 17 тыс. кв.м. Такой магазин в настоящее время один – в Новосибирске, готовятся еще 3 аналогичных проекта – в Барнауле, Красноярске и Кемерове. Компания планирует сдавать значительную часть (до 50%) торговых площадей в аренду или продавать другим розничным операторам. В целом, экспансия Домоцентра в Новосибирске и других сибирских городах выглядит логично. Однако по мере строительства собственных торговых центров-гипермаркетов Домоцентр переходит из категории операторов розничных сетей в число компаний со значительными интересами и рисками в сфере девелопмента.

План по инвестициям на 2008 год – около 1 млрд руб., финансирование – за счет долговых источников

Общая стоимость инвестпрограммы Домоцентра до 2010 года – 3.1 млрд руб. Объем капзатрат 2007 года составил как минимум 600 млн руб., на 2008 год запланированы инвестиционные расходы порядка 1 млрд руб. Масштабные инвестиции сопряжены со значительным ростом долговой нагрузки, что вполне адекватно отражает консолидированная отчетность группы за 9 месяцев 2007 года.

Управленческая отчетность ГК Домоцентр (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	2 074	181	8.7%	273	1.5x	7.0x
2006	2 775	235	8.5%	652	2.8x	5.3x
3кв2007	2 615	177	6.8%	1 527	5.0x	2.6x

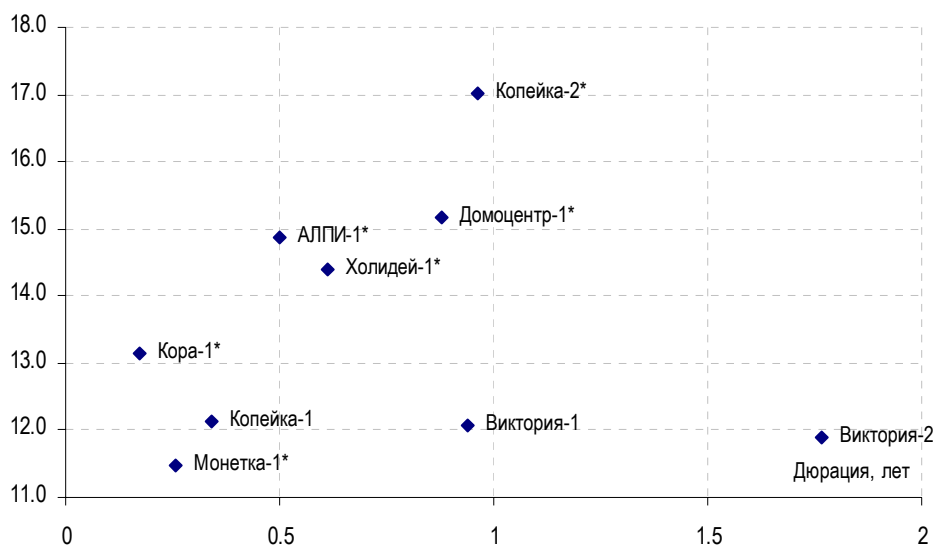
Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Долговая нагрузка выросла после размещения облигаций...

После размещения облигаций на 1 млрд руб. в июле 2007 года совокупный долг Домоцентра увеличился до 1.5 млрд руб., и компания уже превысила плановый уровень финансового долга на конец 2007 года (около 1.3 млрд руб.). Соответственно, резко ухудшились долговые коэффициенты компании.

<p><i>...на конец 2007 года составляла 4-5х Долг/ЕБИТДА...</i></p>	<p>Поскольку бизнес Домоцентра имеет выраженную сезонность (в IV квартале традиционно наблюдается значительный рост продаж), долговую нагрузку компании более корректно оценивать по годовым результатам. Предварительная оценка ЕБИТДА за 2007 год по материалам компании – 375 млн руб., что при условии сохранения долга на текущем уровне соответствует долговой нагрузке на уровне 4х Долг/ЕБИТДА. Мы считаем прогноз компании по годовой выручке и ЕБИТДА несколько завышенным, а показатель Долг/ЕБИТДА на конец года может, по нашим оценкам, достигнуть 5х.</p>
<p><i>...и вряд ли снизится в 2008-м году</i></p>	<p>Снижение рентабельности характерно для III квартала (рентабельность ЕБИТДА за 3кв2006 составила всего 5%, а по итогам 2006 года – 8.5%). Валовая рентабельность компании даже несколько выросла по сравнению с 2006 годом (с 31% до 32%). Тем не менее, в среднесрочной перспективе снижение рентабельности вполне вероятно из-за значительных расходов, связанных со строительством и запуском новых объектов.</p>
<p><i>Дальнейшее наращивание долговой нагрузки = существенный риск рефинансирования</i></p>	<p>Операционный денежный поток Домоцентра остается отрицательным, что является типичной ситуацией для компаний, находящихся в активной инвестиционной фазе. Поэтому финансирование ключевых проектов компании будет в ближайшие годы осуществляться только за счет долговых источников. Если инвестиционная программа Домоцентра не будет скорректирована, долговая нагрузка в 2008 году может превысить 5х Долг/ЕБИТДА, а в случае дальнейшего наращивания долговой нагрузки компания может столкнуться с проблемой рефинансирования текущих обязательств.</p>
<p><i>Позитивные факторы – наличие отчетности по МСФО и сравнительно простая структура</i></p>	<p>В качестве позитивного фактора мы отмечаем финансовую прозрачность компании. Домоцентр опубликовал аудированную отчетность по МСФО за 2006 год, причем основные показатели сопоставимы с данными управленческой отчетности, публикуемой ежеквартально. Структура группы сравнительно проста. Эмитент облигаций - холдинговая компания, один из поручителей (ООО «Ковровый центр») является собственником недвижимости, другой (ООО «Домоцентр-Трейд») – оптовый трейдер, оборот которого составляет около 90% от совокупной выручки группы.</p>
<p><i>Бумаги Домоцентра не привлекательны</i></p>	<p>Дебютный выпуск облигаций Домоцентра торгуется с доходностью около 15% к оферте в начале января 2009 года (дюрация 0.88). По нашему мнению, исполнение обязательств по оферте возможно только за счет нового долга. Учитывая высокую долговую нагрузку, мы считаем риск рефинансирования обязательств компании существенным, поэтому бумаги Домоцентра не представляют интереса для покупки в рамках стратегии «купить и держать до оферты».</p>

Доходность облигаций на 11 февраля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

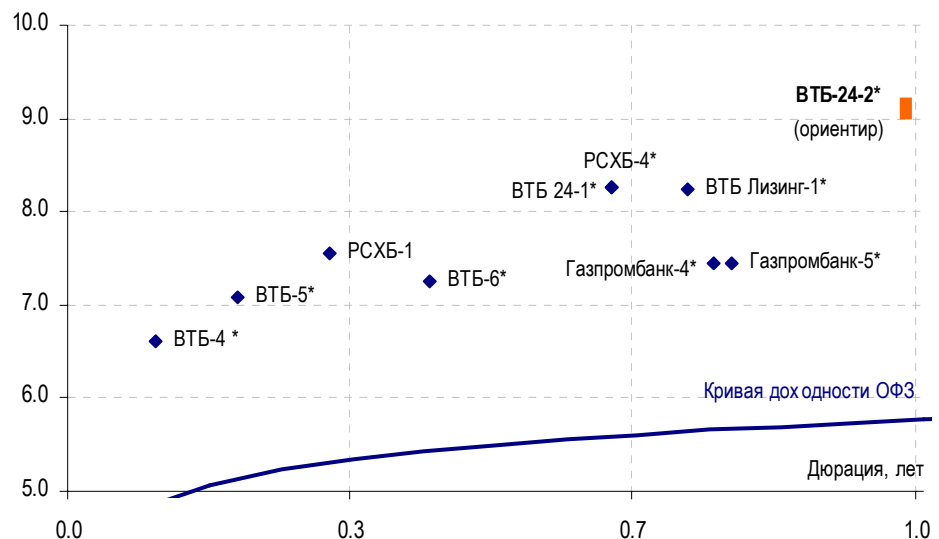
КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

ВТБ 24

Сегодня Банк ВТБ 24 (Moody's Baa2, S&P BBB+; Fitch BBB+) проведет аукцион по размещению второго выпуска рублевых облигаций (объем 10 млрд. рублей, оферта через 1 год). Несмотря на квази-суверенный статус эмитента, мы не считаем, что ставка купона меньше 8.8% сможет вызвать реальный интерес рынка к данному выпуску. По нашему мнению, в условиях неблагоприятной рыночной конъюнктуры и возросшей стоимости фондирования для большинства инвесторов привлекательная доходность к оферте выпуска ВТБ 24 должна составлять 9.0-9.2%, что эквивалентно ставке купона 8.8-9.0%.

Тем не менее, мы не исключаем, что размещение может пройти по более низкой ставке среди ограниченного круга инвесторов. На прошлой неделе по такому сценарию прошло размещение облигаций Банк Москвы, когда 10 млрд. рублей были размещены по заниженной, на наш взгляд, ставке 7.85%.

Доходность облигаций на 11 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

Северо-Западный Телеком объявил ставку купона по 3-му выпуску

Северо-Западный Телеком (S&P BB- / Fitch BB-) установил новую ставку купона по 3-му выпуску на уровне 8,6%. После прохождения оферты доходность выпуска составит 8.91%, дюрация 2.3 года.

Мы не сомневаемся в высоком кредитном качестве СЗТ, однако отмечаем самую дорогостоящую инвестиционную программу среди всех региональных операторов (около 15 млрд руб. на 2008 год – в полтора раза больше, чем в прошлом году). Кроме того, мы полагаем, что долгосрочный потенциал роста в бумагах СЗТ практически отсутствует из-за длинной дюрации обоих выпусков.

По нашему мнению, предложенная СЗТ премия к текущим уровням доходности не привлекательна. 4-й выпуск компании торгуется с доходностью около 8.12% при сопоставимой дюрации (2.69 года), однако он малоликвиден, и его было бы некорректно рассматривать в качестве ориентира для нового купона.

Мы полагаем, что гораздо более адекватный уровень доходности для бумаг второго эшелона был предложен в прошлую пятницу по выпуску ТМК-3. Бумаги ТМК также входят в котировальный список А1 и ломбардный список ЦБ, при этом компании имеют одинаковые рейтинги от S&P. Соответственно, более короткий выпуск ТМК-3 (дюрация 1.88 после оферты) представляется нам более привлекательным.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
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
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.