

Рублевые корпоративные облигации

27 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Аптеки 36.6: в поисках средств для рефинансирования » стр.2

ЭКОНОМИКА: Инфляцию никак не унять » стр.4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5627	+ 1.3 %
Рублей за доллар США	23.7017	- 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 100.72	+ 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.91%	+ 13 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.32%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	188	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	521.0	- 1.9
Остатки на д/с, млрд руб.	155.5	- 4.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 25.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

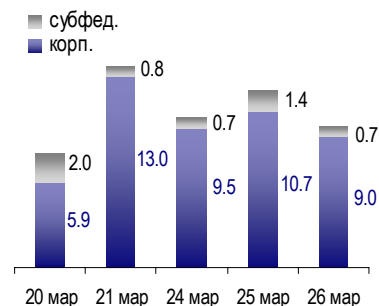
СКОРО

- Планируются выпуски Банк Русский Стандарт-9 (5 млрд руб., 5 лет) и Банк Русский Стандарт-10 (5 млрд руб., 3 года)
- Пеноплэкс планирует 2-ой выпуск (2.5 млрд руб., 4 года)

ВЧЕРА

- АвтоВАЗ, БО-1 (1 млрд руб.) размещен под 9.44% годовых к выкупу через 0.5 года
- АвтоВАЗ, БО-2 (1 млрд руб.) размещен под 9.80% годовых к погашению через 1 год

Объем торгов на ММВБ

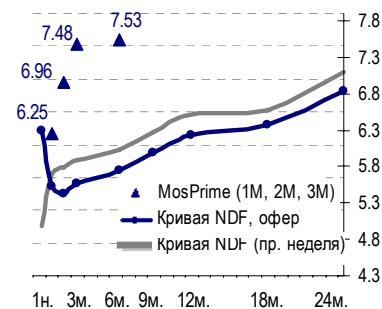


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

27 мар	Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)
28 мар	Уплата налога на прибыль
9 апр	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (9 млрд руб., дюрация 7.5 года)
10 апр	Заседание ЕЦБ по ставкам
15 апр	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Уплата 1/2 суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	98.34	+ 54	3.1	8.00%
РЖД-3	102.25	+ 35	1.6	7.00%
РЖД-6	99.40	+ 20	2.4	7.75%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СевстАвто-2	97.36	+ 136	2.1	*9.18%
Содружество-1	95.80	+ 128	1.4	13.94%
НК Альянс-1	96.49	+ 48	1.4	*11.91%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	97.70	- 25	4.6	8.06%
РЖД-7	99.88	- 6	3.9	7.72%
АИЖК-10	92.75	- 5	5.7	9.67%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	99.03	- 125	1.1	11.36%
Мечел-2	98.50	- 50	2.0	*9.36%
Детский Мир	90.50	- 30	5.3	10.68%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Аптеки 36.6: в поисках средств для рефинансирования

Риск рефинансирования по-прежнему высок

Вчера руководство Аптечной сети «36.6» провело презентацию по текущей стратегии компании. По нашему мнению, ключевой проблемой для компании является высокий риск рефинансирования – прямое следствие агрессивной экспансии Аптек в предыдущие годы при слабой интегрированности новых точек продаж и низкой операционной эффективности. Компания вновь представила меры по решению этой проблемы, включающие продажу ряда непрофильных активов. Однако мы по-прежнему считаем, что риск рефинансирования Аптек может быть снижен только путем продажи производственного бизнеса.

Руководство компании подтвердило сокращение инвестиций в развитие сети, а также планы по продаже непрофильных активов

Наибольший интерес с точки зрения кредитного профиля компании представляют следующие моменты:

- В текущем году ожидается значительное снижение темпов роста сети Аптек и резкое сокращение инвестиций – после длительного периода экспансии за счет разрастания долга компания готова сфокусироваться на повышении эффективности и проблеме рефинансирования.
- Аптеки намерены рефинансировать долг за счет продажи непрофильных активов, к которым в первую очередь относится медицинское подразделение. Второй источник средств для рефинансирования – продажа паев ЗПИФа, в который в прошлом году были внесены 11 объектов недвижимости сети.
- Компания пока не определилась окончательно с продажей своего производственного подразделения – компании «Верофарм», однако такой вариант остается реальным, поскольку группа намерена сконцентрироваться на развитии розничного бизнеса.
- Аптеки отказались от размещения биржевых облигаций, но рассматривают возможность выпуска конвертируемых облигаций. Впрочем, эти планы пока носят предварительный характер.

Экспансия пока не дала ожидаемого эффекта масштаба

В предыдущие годы приоритет был отдан быстрому расширению сети – только за 2007 год органически и за счет приобретений региональных сетей было открыто 386 точек продаж, торговые площади увеличились почти на 40%. Мы полагаем, что сейчас, фактически признав приоритетной проблему избыточной долговой нагрузки, группа также косвенно подтвердила низкую эффективность сети аптек. По нашему мнению, агрессивная экспансия позволила сформировать крупный пул розничных активов, которые, однако, слабо интегрированы и пока не дают ожидаемого «эффекта масштаба». Этому есть ряд подтверждений:

- По словам президента Аптек г-на Калмиса (см. интервью в сегодняшнем номере Business&FM), только 5% выручки сети приходится на централизованные закупки. Долю собственной дистрибуции планируется довести до 40-45% только к 2011 году.
- Под единым брэндом «36.6» работает менее половины аптек компании. Ребрендинг точек продаж планируется провести «в среднесрочной перспективе», по мере их вывода на прибыльность.

Слабые операционные результаты розничного подразделения сопровождаются разрастанием долга

Финансовые показатели четко отражают особенности развития бизнеса сети: быстрый рост выручки розничного дивизиона (предварительные данные по выручке розничного подразделения за 2007 год - \$674 млн, +74% к 2006 году) сопровождался столь же стремительным ростом долговой нагрузки, при этом операционный денежный поток оставался в отрицательной зоне.

Вчера руководство компании подтвердило, что Аптеки должны выйти на положительный уровень EBITDA уже в 2008 году. Компания объясняет слабые результаты временными проблемами в связи с внедрением ERP-системы в московском регионе, а также растущей конкуренцией, которая привела к потере части трафика и темпов роста среднего чека. Однако пока не вполне понятно, за счет чего розничная сеть может быстро выйти на положительную операционную прибыльность.

*Показатель Чистый
долг/EBITDA по
результатам 2007 года –
на уровне 11-12x*

Мы полагаем, что очень высокий уровень долговой нагрузки является результатом агрессивной стратегии Аптек. Соотношение чистого долга и консолидированной EBITDA по данным за 9 месяцев 2007 года составило 11.6x. При этом расходы на обслуживание долга на 82% превысили показатель EBITDA группы – это означает, что компании необходимо рефинансировать не только основной долг, но процентные выплаты. Структура финансового долга также крайне неблагоприятна для компании: практически все заимствования носят краткосрочный характер.

Напомним, что в июле 2008 года компании предстоит исполнить offerту по облигационному займу на 3 млрд руб. На цели рефинансирования выпуска могут быть направлены средства от продажи медицинского бизнеса и недвижимости. Однако мы полагаем, что помимо облигаций, у Аптек есть необходимость рефинансировать значительный объем банковских кредитов, также краткосрочных обязательств перед поставщиками.

*До прояснения ситуации
с источниками
рефинансирования
покупка облигаций Аптек
сопряжена с очень
высоким кредитным
риском*

Мы по-прежнему считаем, что продажа контрольного пакета акций «Верофарма» остается единственным способом усилить кредитный профиль группы, хотя и в этом случае сложно рассчитывать на радикальное улучшение ситуации. Исходя из текущей рыночной капитализации «Верофарма», принадлежащий группе пакет стоит порядка \$300 млн. Как минимум половина этого пакета уже находится в залоге по банковским кредитам (в апреле 2007 года сообщалось о залоге 25%-го пакета). Продажа акций в текущих рыночных условиях потребует дополнительно дисконтировать объем средств – по нашим приблизительным оценкам, до \$120-140 млн.

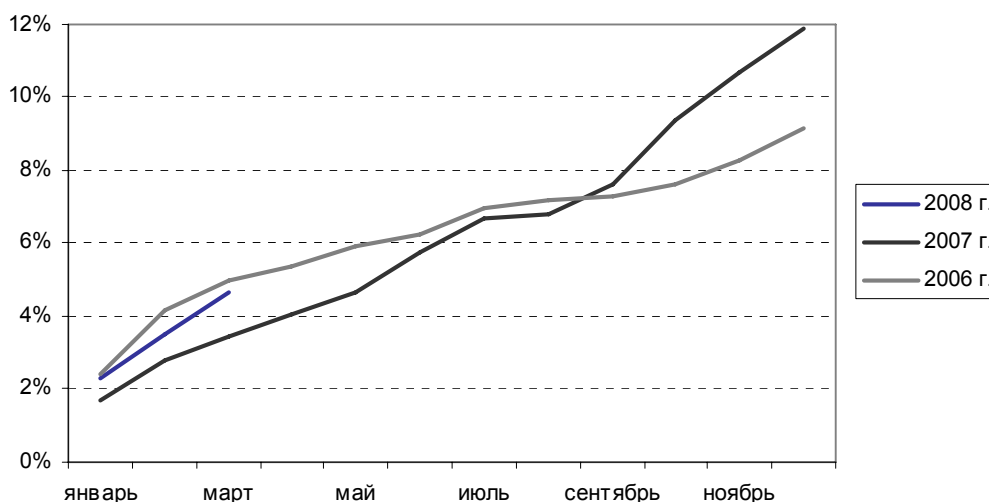
Таким образом, даже реализация пакета акций «Верофарма» одновременно с продажей менее крупных активов не означает, что группа получит значительный объем свободных денежных средств – эти меры могут лишь сократить текущие потребности Аптек в рефинансировании краткосрочных обязательств. Пока нет определенности по поводу возможной продажи активов, мы не считаем бумаги Аптек привлекательными даже при текущем уровне доходности (20.9% YTP).

ЭКОНОМИКА

Инфляцию никак не унять

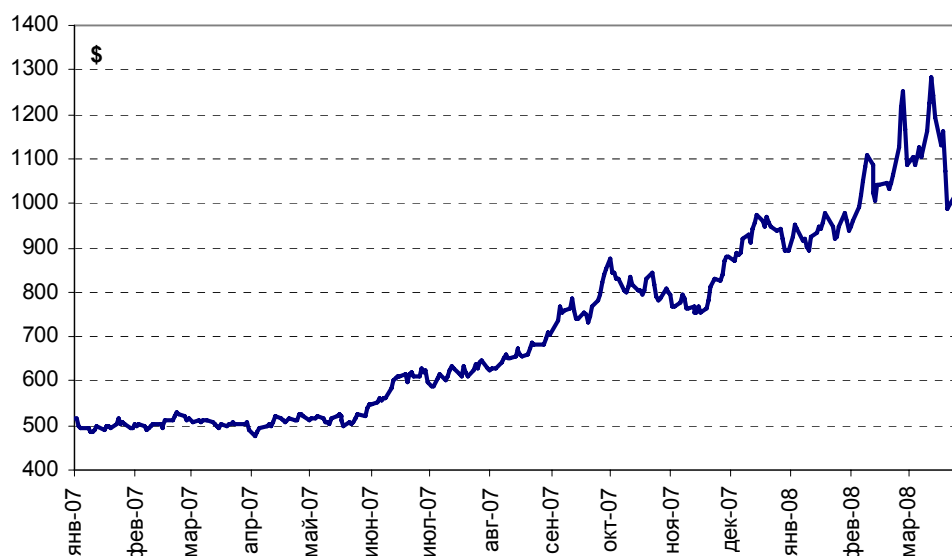
Вчера Росстат опубликовал свежие данные по мартовской инфляции. За период с 1 по 24 марта цены выросли на 0.9%. Мы полагаем, что темпы инфляции за весь месяц будут на уровне 1.1% или 13.2% в годовом исчислении. Таким образом, замедления инфляции не происходит, а без этого вряд ли стоит надеяться, что рост цен за год будет значительно меньше, чем в 2007 году.

Инфляция в России, за год, накопленным итогом.



Источники: Росстат

Потребительскую инфляцию толкают вверх прежде всего продовольственные товары, цены на которые растут по всему миру и российские власти мало что могут с этим сделать. Резкое падение мировых цен на сельскохозяйственные товары, произошедшее в марте, в значительной степени «отыграло» предшествующий рост в начале 2008 года, когда цены некоторых товаров взлетели более чем на 30%. Однако скорее можно говорить о некоторой коррекции на рынке продовольствия, чем о смене тренда. Даже при сохранении мировых цен на продовольственные товары на нынешнем уровне, по нашим оценкам внутренние российские цены на продукты питания будут расти высокими темпами, по крайней мере, до начала лета. В этой связи не стоит забывать о завершении в мае срока действия соглашения о замораживании цен на социально значимые продукты питания, что также может создать дополнительное инфляционное давление.

Динамика цены майских фьючерсов на пшеницу на СВОТ.

Источники: Bloomberg

По нашему мнению высокая инфляция создает риски ужесточения денежно-кредитной политики в среднесрочной перспективе. Однако мы считаем, что повышение ставок по инструментам ЦБ или нормативов обязательного резервирования возможно только в случае снижения рисков ухудшения ситуации с банковской ликвидностью. Это может произойти, если, как и ожидают Минфин и ЦБ, возобновится массированный приток капитала. В противном случае опасения за ликвидность банковской системы перевесят, и тогда единственной возможной мерой, которая не повредит банкам и при этом может быть преподнесена как антиинфляционная, остается повышение ставок по депозитам ЦБ.

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
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

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 9978

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	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 Михалевиц	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	tfazuллин@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.