

Рублевые корпоративные облигации

6 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Холидей: рост в расчете на недвижимость » стр. 2
- ОМЗ: комментарий к размещению » стр. 4

ЭКОНОМИКА

- Пик инфляции » стр. 6

НОВОСТИ: Нутритек проходит через оферту » стр. 8

Индикаторы

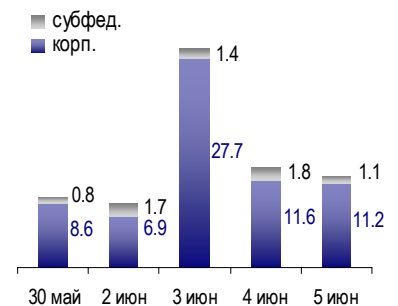
Долларов США за Евро	1.5587	+ 1.0 %
Рублей за доллар США	23.8164	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 126.88	+ 4.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.58%	- 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.48%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	148	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	522.6	- 42.0
Остатки на д/с, млрд руб.	423.3	+ 39.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 98.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск АвтоВАЗ, БО-4 (1 млрд руб.) размещен под 9.20% годовых к погашению через 1 год
- ОБР-5 размещен на 2.07 млрд руб. из 10 млрд руб. под 5.09% годовых к погашению 15 сентября 2008 года

Объем торгов на ММВБ

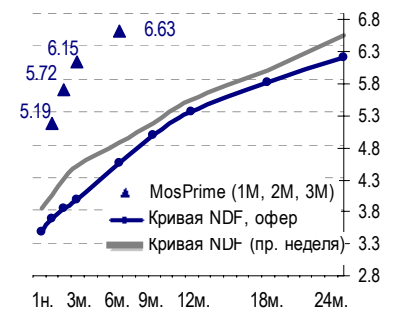


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 июн	Размещение ОМЗ-6 (1.6 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
10 июн	Размещение Банк Зенит-5 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
11 июн	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (8 млрд руб., дюрация 4.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (7 млрд руб., дюрация 12.2 года)
16 июн	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Размещение ОБР-6 (250 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
17 июн	Размещение Россельхозбанк-7 (5 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-2	97.75	+ 10	1.9	9.10%
Газпромбанк-1	96.80	+ 5	2.4	8.65%
ГидроОГК-1	100.30	+ 5	2.7	8.14%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	99.28	+ 28	1.2	9.32%
Кокс-1	99.57	+ 18	1.0	9.57%
ОКондитеры-2	100.95	+ 18	0.9	*9.44%

Лидеры падения

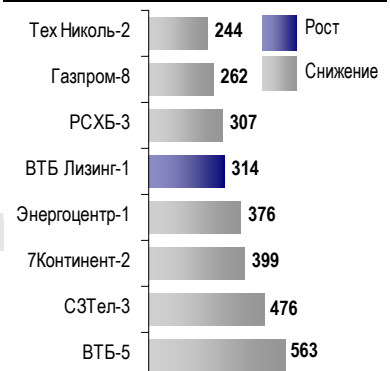
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	100.00	- 40	3.1	7.12%
РСХБ-3	98.40	- 15	1.6	*8.53%
ФСК-2	102.07	- 13	1.9	7.27%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-5	99.70	- 50	0.8	*13.49%
НК Альянс-1	98.63	- 37	1.2	*10.32%
ЮТК-5	97.25	- 25	1.9	*9.30%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Холидей: рост в расчете на недвижимость

1-й квартал Холидея: сильные операционные результаты на «старых» магазинах

Вчера розничная сеть Холидей распространила пресс-релиз с результатами за 1-й квартал 2008 года по данным управленческой отчетности. Результаты нельзя назвать неожиданными: как можно было предположить по отчетности за 2007 год, Холидей демонстрирует позитивную динамику выручки и рентабельности; долговая нагрузка остается высокой, хотя и снизилась по сравнению с декабрем. Несколько разочаровало низкое количество новых магазинов, открытых с начала года, но группа, судя по всему, сконцентрировалась на интеграции после объединения с сетью Кора.

Оферта по облигационному займу объемом 1.5 млрд руб. – в октябре 2008 года

Напомним, что Холидею предстоит пройти через оферту по 1-му выпуску облигаций в начале октября 2008 года. Учитывая, что информация о продаже компанией части объектов недвижимости пока не подтвердилась, перспективы снижения долговой нагрузки группы остаются неясными. Доходность облигаций Холидея снизилась за последние недели до 12.70% УТР. Мы оцениваем риск рефинансирования компании как умеренный, однако на текущих ценовых уровнях облигации Холидея, на наш взгляд, интереса не представляют. В рамках стратегии «купить и держать до оферты» мы бы предпочли выпуск Мосмарта, доходность которого сейчас примерно на 180 б.п. выше.

Группа демонстрирует позитивную динамику сопоставимых продаж...

Рост выручки Холидея имеет смысл оценивать в сравнении с проформой результатов объединенной компании за 1кв2007. Ключевые операционные показатели стали известны еще в апреле и вчера были подтверждены: рост сопоставимых продаж like-for-like составил 10% по формату «супермаркет», 16% - по формату «суперстор» (правда, таких магазинов в сети всего три). Чистая выручка за первые три месяца составила 5.2 млрд руб., прирост по проформа-отчетности – 26%.

Основные финансовые результаты группы Холидей за 1-й квартал 2008 г.

- Выручка: 5.2 млрд руб, валовая рентабельность: 25.1%
- EBITDA: 378 млн руб., рентабельность EBITDA: 7.3%
- Совокупный долг: 8 млрд руб. (+670 млн руб. к началу 2008 года)
- Долг/EBITDA: 5.3x (против 6.6x на конец 2007 года)

Источник: управленческая отчетность ГК Холидей, оценки Райффайзенбанка

...однако новых магазинов с начала 2008 года открывает мало

На фоне роста показателей сопоставимых продаж темпы расширения сети в 1-м квартале выглядели не столь впечатляюще. Компания открыла 4 новых магазина совокупной площадью 4.8 тыс. кв.м. (один суперстор и три супермаркета), два небольших магазина формата «магазин у дома» были закрыты по причине низкой эффективности. При этом общая торговая площадь сети увеличилась на 3 тыс. кв м. Еще 10 торговых площадок находятся «в процессе запуска». У Холидея также есть проекты 4 гипермаркетов, однако они откроются не ранее конца 2008 – начала 2009 года.

Оборотный капитал в 1-м квартале сократился...

В пресс-релизе компания связывает рост рентабельности с улучшением закупочных условий, а также ценовой политики после объединения с Корой. Мы же обращаем внимание на необычное резкое сокращение торговой кредиторской задолженности (почти на 1 млрд руб.) – фактически, оборотного капитала компании - при одновременном снижении денежных средств на счетах компании. Впрочем, вполне вероятно, что эта динамика носит сезонный характер.

...а совокупный долг – вырос, при этом показатель Долг/EBITDA снизился за счет роста операционной прибыли

Валовый долг компании не только не стабилизировался, но, напротив, заметно вырос с начала года – с 7.3 до 8 млрд руб. Таким образом, снижение показателя Долг/EBITDA произошло за счет резкого роста операционной прибыли: за три месяца объединенная сеть уже заработала треть от EBITDA за весь прошлый год, маржа EBITDA увеличилась с 6% до 7.3%, валовая рентабельность – с 22% до 25%.

Информация о продаже торговых центров пока не подтвердилась

Для оценки долговой нагрузки Холидея важным фактором остается возможная продажа трех торговых центров с существенной долей неторговых площадей – в Томске, Ленинск-Кузнецком и Прокопьевске, общей площадью 48 тыс кв м. Однако все эти объекты недвижимости остаются на балансе компании. По информации компании, переговоры об их продаже продолжаются.

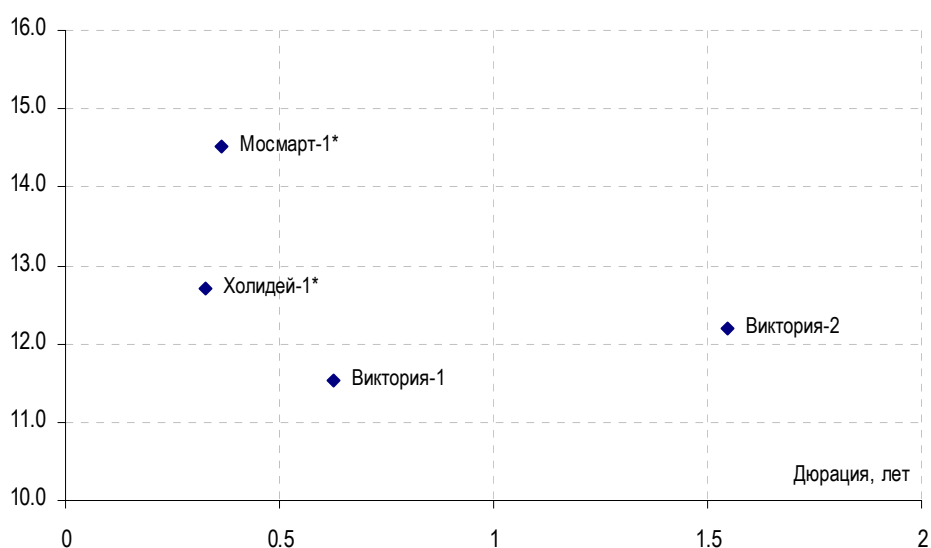
Более половины объектов недвижимости свободны от обременений, однако мы больше рассчитываем на недолговье источники финансирования

Холидей оценивает суммарную стоимость портфеля недвижимости в 8 млрд руб. По данным компании, 58% объектов свободны от обременений по банковским кредитам. В компании нам сообщили, что кредитный портфель на 1 июня 2008 г. составил 7.6 млрд руб., из которых на краткосрочные обязательства приходится около 60%. Соответственно, стоимость свободной от залога недвижимости приблизительно соответствует объему краткосрочного долга компании. Тем не менее, мы склонны больше рассчитывать на альтернативные схемы финансирования - путем продажи объектов недвижимости или привлечения инвесторов в капитал группы - как на основной фактор снижения долговой нагрузки в ближайшем будущем. Инвестиционная программа Холидея в 2008 году составит порядка 1.7 млрд руб. (485 млн руб. за 1-й квартал). Мы полагаем, что дальнейшее развитие сети за счет долговых источников может ослабить кредитный профиль компании.

Короткая дюрация располагает к покупке, но в сегменте бумаг с доходностью выше 12% интереснее выглядит Мосмарт

В целом мы оцениваем кредитный риск Холидея как умеренный: группа является одним из самых динамичных региональных ритейлеров и обладает портфелем недвижимости, который в случае необходимости можно использовать для привлечения средств. Однако мы не считаем облигации компании привлекательными на текущих ценовых уровнях (доходность около 12.70%, дюрация 0.3 года). Мы полагаем, что для buy-and-hold инвесторов с соответствующим аппетитом к риску большой интерес сейчас представляют бумаги Мосмарта с сопоставимой дюрацией и доходностью к оферте выше 14.50%

Доходность облигаций на 5 июня 2008



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ОМЗ: комментарий к размещению

Ориентир по ставке купона нового выпуска ОМЗ: 10.5-11.5%

Сегодня состоится размещение 6-го выпуска облигаций группы ОМЗ (S&P CCC+, объем 1.6 млрд. руб., оферта через 1.5 года). На наш взгляд, ориентир организаторов по ставке купона - 10.5-11.5% - вполне отражает кредитный профиль компании. Мы считаем, что ряд проблем в атомном сегменте ОМЗ в достаточной степени компенсируется значительным потенциалом остальных бизнес-направлений, а также определенной стратегической важностью предприятий группы в связи с участием в ряде поддерживаемых государством проектов.

Бизнес ОМЗ включает в себя 5 производственных дивизионов...

ОМЗ является холдинговой компанией, контролирующей ряд промышленных предприятий в России и за рубежом. Бизнес ОМЗ можно разделить на 5 основных направлений – производство спецсталей, оборудования для атомных электростанций, оборудования для горнодобывающих предприятий, нефтяной и нефтехимической отрасли, а также подъемно-транспортного оборудования. Наиболее значимыми сегментами по выручке являются производство спецсталей и атомного оборудования – в 2007 году на них приходилось порядка 2/3 от совокупной выручки холдинга (\$354 млн по данным отчетности по МСФО за 1-е полугодие 2007 г.).

...наиболее интересны события в атомном

Основной негативной характеристикой кредитного профиля ОМЗ остается неопределенность общей стратегии холдинга, в первую очередь в сегменте производства атомного оборудования. В 2005-2006 гг. группа инвесторов, которую представлял Газпромбанк, приобрела контрольный пакет ОМЗ. Как предполагает рейтинговое агентство S&P, эти инвесторы связаны с Росатомом, который намерен консолидировать ключевые активы, обслуживающие потребности атомной промышленности.

Стратегия ОМЗ в атомном направлении пока до конца не определена – видимо, из-за разногласий с Росатомом

Насколько мы понимаем, существенным препятствием для выработки стратегии ОМЗ является продолжающийся процесс согласования интересов Росатома и Газпромбанка в процессе передачи атомных активов. Возможной причиной споров может быть вопрос компенсации банку, который уже на протяжении 2 лет оказывает группе существенную финансовую поддержку. В течение двух лет ОМЗ так и не получил твердых заказов (и соответственно предоплаты) от Росатома, что негативно отражается на выручке ОМЗ в атомном сегменте, а также приводит к тому, что Газпромбанку приходится увеличивать долговое финансирование операционной деятельности ОМЗ.

Мы рассчитываем на позитивное развитие событий

Тем не менее, мы весьма оптимистично смотрим на будущее атомного сегмента ОМЗ и считаем вполне вероятным его восстановление в качестве локомотива бизнеса всей группы. Хотя мы и не беремся давать временных прогнозов, очевидно, что, обладая монопольным позициям в России в производстве реакторных установок, атомный сегмент ОМЗ является стратегически важным для промышленного потенциала страны. Учитывая такой статус предприятий, вряд ли стоит ожидать, что возможные разногласия заинтересованных сторон могут привести к потере заказов (например, в пользу иностранных производителей). Мы также полагаем, что до подписания окончательных соглашений ОМЗ вполне может рассчитывать на поддержку со стороны дружественных финансовых структур.

Производство спецсталей также обладает значительным потенциалом

Основным позитивным моментом мы считаем существенный рост бизнеса группы в сегменте производства спецсталей, а также потенциал в развитии остальных дивизионов. В связи с ростом отечественного машиностроения (основного потребителя продукции из спецсталей), а также увеличивающимся спросом со стороны иностранных производителей, среднесрочные перспективы данного сегмента бизнеса ОМЗ выглядят весьма позитивно. Согласно аудированной отчетности ОМЗ за 1П 2007, сегмент производства спецсталей обеспечил 75% операционной прибыли группы.

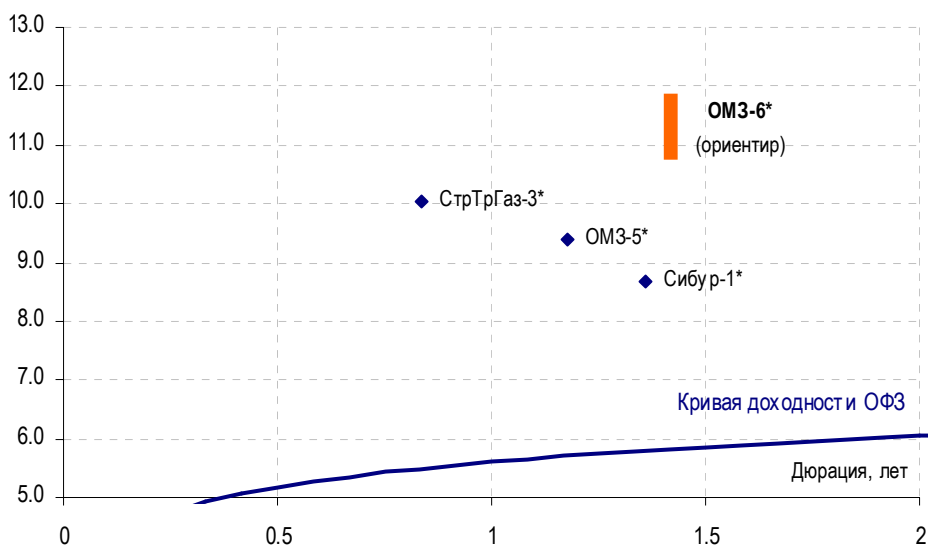
Из-за специфической структуры собственности сравниваем ОМЗ со Стройтрансгазом

Схожими по кредитным характеристикам, по нашему мнению, являются облигации Стройтрансгаза – бизнес компании также характеризуется определенной степенью зависимости от одного из заказчиков (в случае СТГ – это Газпром), однако постепенно увеличивает диверсификацию. Структура капитала обеих компаний недостаточно прозрачна, однако и в том и в другом случае присутствует связь акционеров со структурами Газпрома.

На этом фоне ориентир по доходности выглядит адекватно

По нашему мнению, вероятность поддержки ликвидности компании со стороны дружественных финансовых организаций присуща ОМЗ даже в большей степени, чем СТГ. Учитывая стратегическую важность ряда предприятий группы и перспективы роста других бизнес-направлений, кредитный риск ОМЗ вполне может заинтересовать инвесторов, тем более что верхняя граница ориентира по доходности 6-го выпуска предполагает небольшую премию к вторичному рынку.

Доходность облигаций на 5 июня



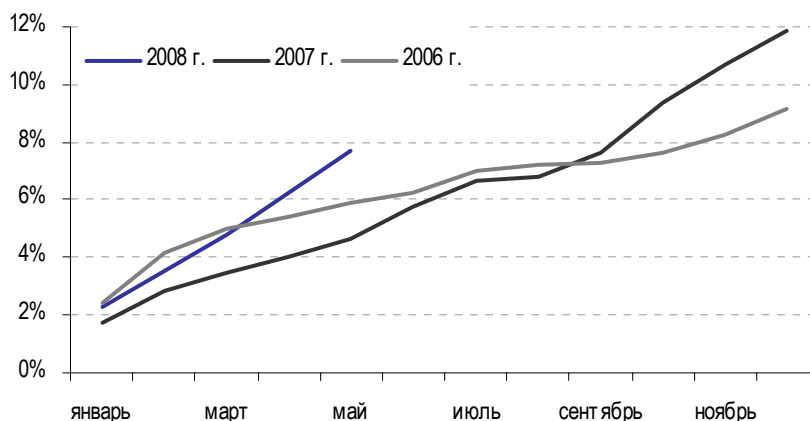
Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Пик инфляции

Вчера Росстат опубликовал официальные данные по инфляции за май: 1.4% - к прошлому месяцу, 15.1% - к аналогичному периоду 2007 года. Мы оцениваем негативно динамику потребительских цен в мае и меняем свою оценку траектории инфляции: по нашему мнению начало снижения годовых темпов инфляции теперь откладывается с июня на июль.

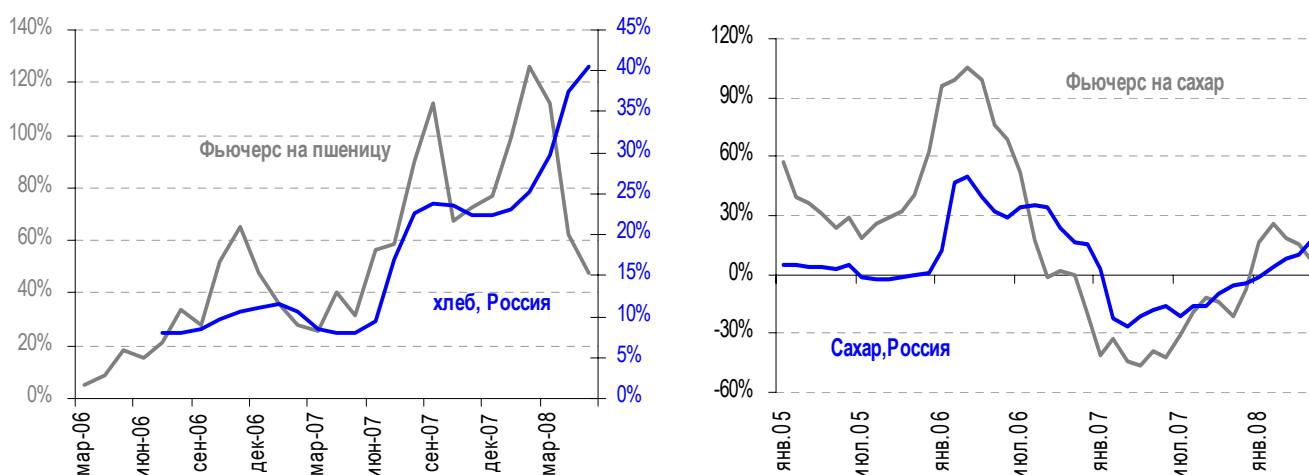
Инфляция в 2006-2008 гг. (накопленным итогом с начала года)



Источник: Росстат

В прошлом месяце снижение темпа роста цен продовольственных товаров, таких как хлеб, макаронные изделия, подсолнечное масло, происходило медленнее, чем мы ожидали. Пока не заметно адекватной реакции российского потребительского рынка на снижение мировых цен на продовольственные товары. Наблюдается очевидная асимметрия: когда на международных сырьевых биржах наблюдался бурный рост, реакция цен на российские продукты питания была более быстрой.

Динамика цен на продовольственные товары в России и на биржах (у-о-у)



Источник: Росстат, Bloomberg

Набранные темпы роста цен на продовольственные товары теперь не дают нам оснований надеяться, что годовая инфляция начнет снижаться уже в июне. Однако мы по-прежнему ожидаем ее значительного замедления в этом месяце: 1.1% - к маю и 15.2% в годовом исчислении. Свой вклад внесут все же снижающиеся темпы продовольственной инфляции, а также эффект высокой базы: в июне прошлого года произошел резкий скачок цен на плодоовощную продукцию, которого в этом году мы не ожидаем.

По нашему мнению, негативные данные по инфляции за текущий месяц **заставят Центральный банк предпринять ответные меры в конце июня – начале июля**. Скорее всего, это будет **повышение процентных ставок**, возможно, изменение будет касаться только ставок по депозитам. По крайней мере, представители ЦБ не исключали несимметричного движения ставок по своим инструментам и сужения процентного коридора.

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

Нутритек проходит через оферту

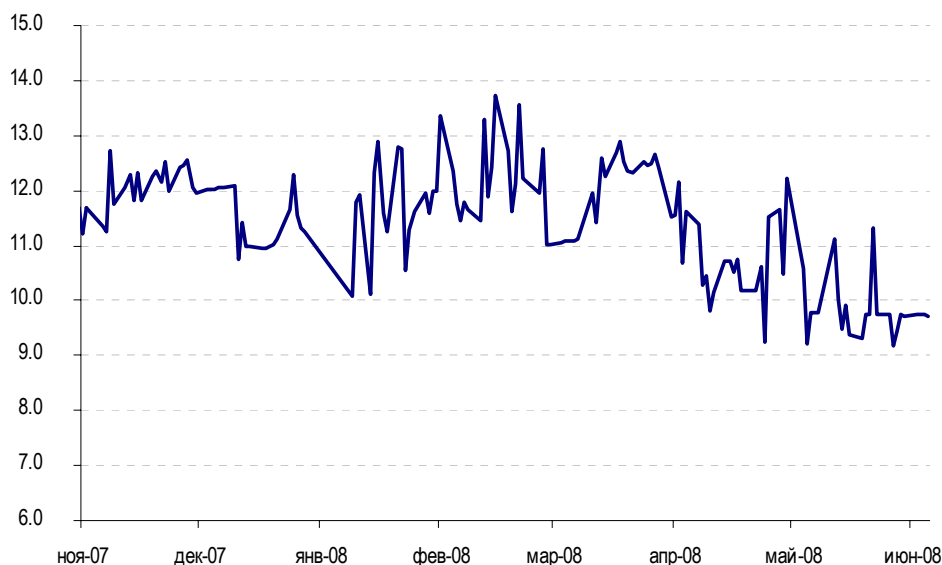
Вчера Группа Нутритек раскрыла предварительные операционные и финансовые результаты за прошлый финансовый год, который закончился 31 марта 2008 г. В качестве наиболее важных для оценки кредитного качества результатов мы выделяем следующие:

- Объем реализации молочной продукции сократился на 13%. Напомним, в конце 2007 года группа продала компании Руссагропром свой молочный и аграрный бизнес (6 молочных предприятий и аграрный комплекс в Вологодской области) за \$350 млн, денежная составляющая сделки составила \$250 млн.
- Несмотря на продажу активов, за счет роста продаж в сегменте детского питания показатель EBITDA увеличился на 3% к 2006 финансовому году, выручка – на 2%, при этом показатели рентабельности практически не изменились.
- Сумма долга пока не раскрыта, но, по данным компании, показатель Долг/EBITDA находится приблизительно на уровне 1.5х. Ранее Нутритек обозначал оптимальный показатель Долг/EBITDA в диапазоне 2-3х.

Мы полагаем, что за счет продажи части активов Нутритек накопил объем денежных средств, вполне достаточный для успешного прохождения оферты по рублевому выпуску. Мы также не ожидаем существенных проблем с рефинансированием двух выпусков LPN в конце 2008 – начале 2009 года на общую сумму \$100 млн.

Рублевый выпуск облигаций Нутринвестхолдинг-1 проходит через оферту на следующей неделе. Ставка купона на следующий год составит 11% (предыдущий купонный период – 9.55%). Мы считаем, что доходность бумаг Нутритека после оферты адекватна кредитному риску и рейтингу компании (S&P B), хотя и несколько ниже среднего уровня доходности бумаг за последние 6 месяцев.

Динамика доходности облигаций Нутринвестхолдинг-1



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

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	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.