

# Рублевые корпоративные облигации

13 октября 2006 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Аптеки: долга стало еще больше » *стр. 2*
- АЛПИ: очень сильная недооценка качества » *стр. 2*
- Финансы ЦенТел: есть возможность заработать на спреде » *стр. 3*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2558	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	26.9490	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 58.47	+ 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.79%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.86%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спред, б.п.	107	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	355.2	- 1.5
Остатки на д/с, млрд руб.	233.0	- 13.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 13.0	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

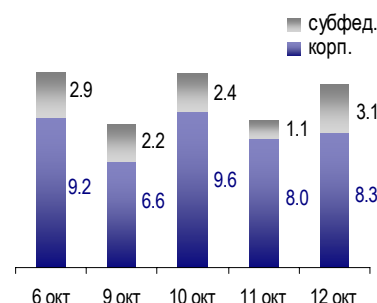
### СКОРО

- Размещение дебютного выпуска Содружество-Финанс (2.5 млрд руб., 3 года) планируется 26 октября. Организатором займа выступает Райффайзенбанк

### ВЧЕРА

- Размещен выпуск ФСК ЕЭС-4 (6 млрд руб.) под 7.43% годовых к погашению через 5 лет
- ЦБ разместил ОБР-2 на 3.32 млрд руб. из 10 млрд руб. под 4.49% годовых к выкупу 15 марта 2007 года

## Объем торгов на ММВБ

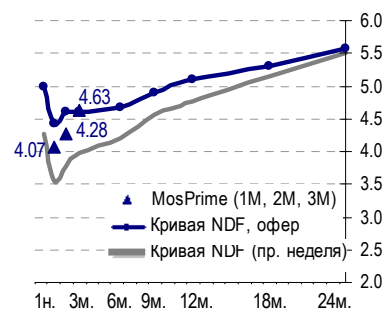


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

16 окт	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	Размещение ИК-Рубин-1 (1.2 млрд руб., 3 года)
18 окт	Размещение ХКФ Банк-4 (3 млрд руб., оферта через 3 года) Аукцион ОФЗ-ПД 25059 (11 млрд руб., погашение в январе 2011 года)
19 окт	Размещение Единая Европа-1 (дистрибуция косметики и парфюмерии, 1.2 млрд руб., оферта через 2 года)
20 окт	Уплата НДС
25 окт	Заседание ФРС США по ставкам

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-1	103.00	+ 15	1.1	6.21%
Газпром-4	104.35	+ 7	2.9	6.85%
ГидроОГК-1	103.15	+ 7	3.9	7.43%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СибирьТел-6	100.40	+ 39	1.8	*7.76%
МОИА-1	102.00	+ 30	2.7	8.42%
ХКФБ-3	99.66	+ 26	0.4	*9.24%

## Лидеры падения

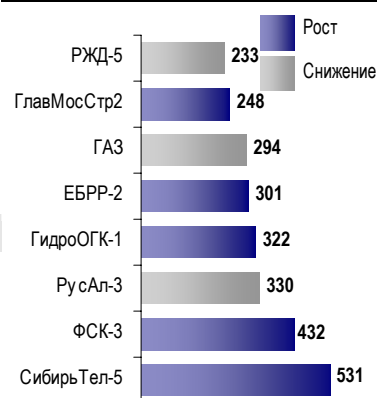
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.70	- 5	2.6	6.78%
РЖД-7	102.65	- 5	4.8	7.13%
ФСК-2	103.90	- 1	3.2	7.15%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
КуйбАзот-2	100.40	- 35	3.7	8.87%
КамАЗ-2	99.92	- 28	1.8	*8.67%
Копейка-2	99.30	- 15	2.1	*9.34%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## Аптеки: долга стало еще больше

### *Рост выручки и увеличение долга*

Вчера Аптечная Сеть «36.6» обнародовала результаты деятельности за 9 месяцев 2006 г. Они отражают бурный рост выручки в результате активной экспансии. При этом в течение 3го квартала произошло существенное увеличение долга. Мы подтверждаем свое мнение о том, что текущая доходность облигаций аптечной сети 36.6, на наш взгляд, не соответствует кредитному качеству компании. По нашему мнению, облигации Аптек переоценены рынком, поэтому мы рекомендуем фиксировать прибыль в этом выпуске.

Финансовые результаты Аптек (включая Верофарм) за 9 месяцев 2006 г. таковы:

- выручка: \$330 млн (из них на розничный бизнес пришлось \$253 млн);
- рост выручки розничного подразделения составил: +97% к соответствующему периоду 2006 года и 10.7% - к 2ому кварталу 2006 г.
- чистый долг на 1 октября – \$183 млн.

### *Повышение эффективности торговых операций...*

Мы отмечаем позитивные факторы в динамике продаж: выручка с 1 кв. метра выросла на 20.6%. Это означает, что компании удается повышать эффективность торговых операций в существующих аптеках. Однако основной причиной столь бурной динамики выручки по сравнению с предыдущим годом остается активная политика по расширению сети: приобретение и открытие новых аптек.

### *... и увеличение долга сверх ожиданий*

Рост долга превзошел наши ожидания: по состоянию на 1 июля чистый долг составлял \$82 млн, а к 1 октября он увеличился до \$183 млн. В информационном меморандуме к размещению облигаций компании было указано, что на развитие сети планируется направить 40% от средств, привлеченных от выпуска облигаций, а 60% должны были пойти на рефинансирование долга. Это означает, что дополнительно к выпуску облигаций в 3м квартале компания привлекла еще порядка \$50-60 млн.

### *Мы оцениваем долговую политику Аптек как чересчур агрессивную*

Долговая политика Аптек, по нашему мнению, остается чрезвычайно агрессивной. Так, по итогам полугодия величина EBITDA розничного подразделения была отрицательной. Аналогично, отрицательным был и операционный денежный поток группы. Это значит, что в текущем состоянии компания не генерирует денежных потоков для обслуживания своих долгов. С учетом этого фактора, мы негативно оцениваем дополнительное увеличение долга Аптек, произошедшее в 3м квартале.

### *Рекомендуем фиксировать прибыль в облигациях Аптек*

По нашему мнению, кредитное качество облигаций Аптек сильно страдает от агрессивной инвестиционной политики группы. Эти риски в некоторой мере компенсируются «магическим эффектом» удвоения финансовых показателей компании в течение года. Но сам по себе рост выручки автоматически не ведет к росту кредитоспособности, т.к. операционные результаты компании отрицательны. Мы считаем, что среди компаний розничного сегмента при аналогичном или более низком уровне риска можно выбрать бумаги с более привлекательной доходностью – Марта, АЛПИ. Мы сохраняем рекомендацию «фиксировать прибыль» в облигациях Аптек и ожидаем расширения спреда этих бумаг на 30-50 б.п.

## АЛПИ: очень сильная недооценка качества

### *Облигации АЛПИ недооценены, премия – не менее 100 б.п.*

После выхода на вторичные торги облигации АЛПИ-Инвест, по нашему мнению, остаются весьма недооцененными: их текущий спред составляет около 620 б.п. к ОФЗ и предлагает премию к «справедливому» уровню в размере как минимум 100 б.п. Мы позитивно оцениваем перспективы развития компании и считаем бумаги АЛПИ весьма привлекательной возможностью для инвесторов с высокой толерантностью к риску.

Группа АЛПИ – крупный холдинг, работающий в Красноярском крае и специализирующийся на производстве продуктов питания и розничной торговле. Суммарная выручка компаний группы за 2005 г. составила около \$270. В группу АЛПИ входят пять птицефабрик и розничная торговая сеть: 24 крупных продуктовых гипермаркета и 25 киосков, торгующих продуктами птицефабрик.

**Мы позитивно оцениваем кредитное качество АЛПИ и ее облигаций**

Мы позитивно оцениваем кредитное качество АЛПИ:

- в структуре группы присутствует высокорентабельный птицеводческий бизнес, который генерирует существенные денежные потоки;
- долговая нагрузка компании, несмотря на ожидаемый рост, обещает остаться в «разумных» пределах: до 3.5x по Долг/ЕБИТДА;
- несмотря на отсутствие отчетности по МСФО, финансовая прозрачность компании по РСБУ достаточно высока: российская отчетность вполне соответствует консолидированным данным по группе.

Более подробный анализ кредитного качества группы АЛПИ можно найти в нашем ежедневном обзоре от 25 августа.

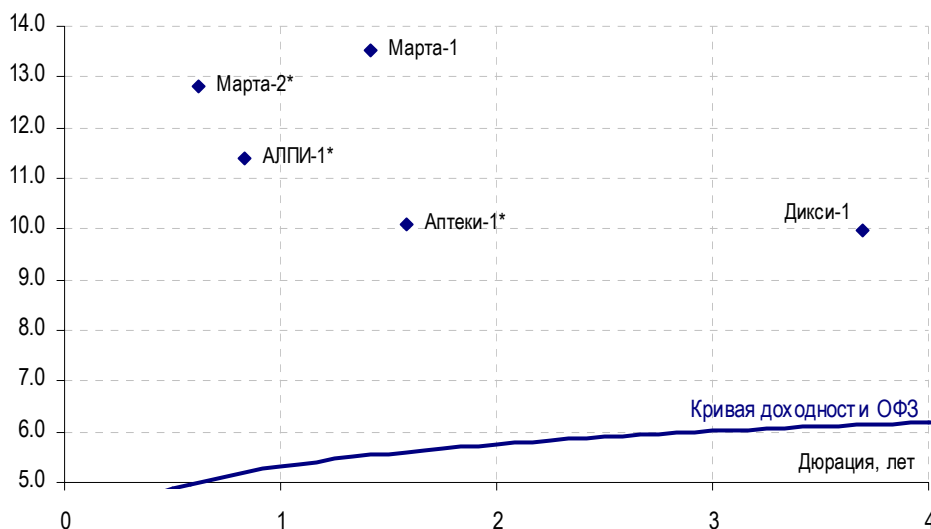
Очевидно, что бумаги АЛПИ в течение ближайшего времени будут относиться к 3му эшелону. Однако мы считаем, что у них есть ряд преимуществ перед другими представителями пищевой отрасли/розничной торговли, которые позволяют рекомендовать их к покупке:

- приемлемый уровень кредитного качества и хорошие перспективы развития компании;
- прозрачная и достаточно «качественная» структура выпуска;
- короткая дюрация (0.84 года);
- высокая доходность.

**Рекомендуем облигации АЛПИ как недооцененные**

По нашему мнению, бумаги АЛПИ существенно недооценены по сравнению с такими компаниями как Дикси, Аптечная Сеть «36.6», Разгуляй. Поэтому мы рекомендуем эти облигации АЛПИ к покупке со «справедливым» ориентиром по цене в 100.70-100.90% от номинала. Мы понимаем, что низкая известность эмитента на рынке может помешать бумаге вырасти до этих уровней, однако, по нашему мнению, доходность в 11.40% при дюрации менее 1 года сама по себе является весьма привлекательной.

**Доходность облигаций на 12 октября**



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Финансы ЦентрТелекома: есть возможность заработать на спреде**

**Меняем оценку «справедливого» спреда ЦентрТелекома**

Вчера Центртелеком последним среди МРК Связьинвеста отчитался по МСФО за I полугодие. Как и практически все МРК, компания продемонстрировала «бумажное» снижение выручки и рост рентабельности. Однако главным приятным сюрпризом стало снижение долговой нагрузки компании. Мы меняем свою оценку «справедливого» спреда ЦентТела к базовой кривой Связьинвеста с 60 до 40 б.п.

**Финансовые результаты ЦентрТелекома по МСФО (млн руб.)**

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	28 701	7 127	24.8%	23 964	3.4	2.7
I п/г 2006	13 899	4 673	33.6%	22 500	2.4	3.4

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Стабильная выручка и рост рентабельности – как у всех МРК**

Выручка компании практически не изменилась по сравнению с I п/г 2005 г. (рост составил всего 2%). Однако, как и для всех МРК этот эффект имеет «технический» характер – из-за изменения порядка расчетов с Ростелекомом у всех региональных телекомов из доходов и расходов «исчезли» примерно одинаковые суммы. В результате рентабельность ЦентТела, как и остальных МРК, существенно выросла.

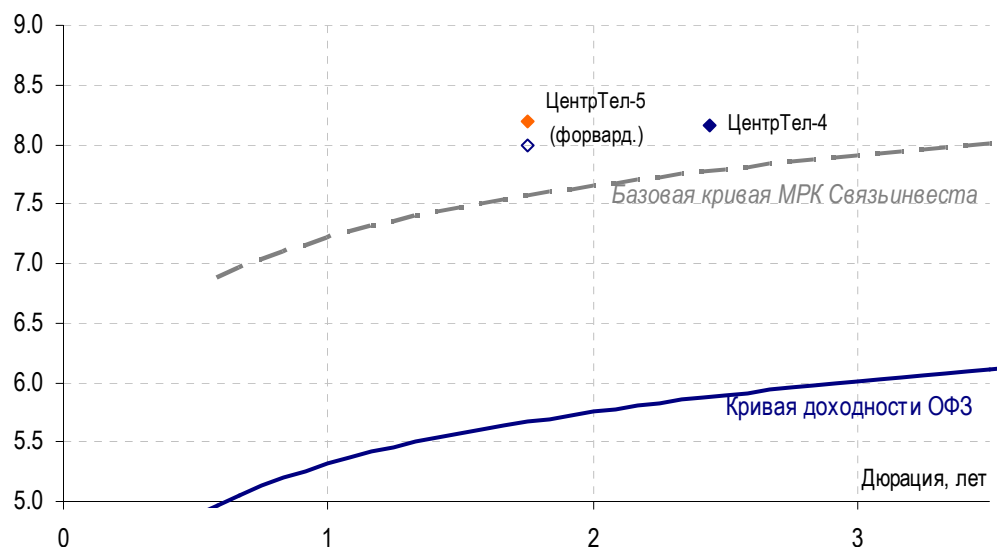
**Снижение долга и рост инвестиций за счет лизинга**

Главным приятным сюрпризом стало уменьшение долговой нагрузки: компания в течение полугодия снизила долг почти на 1.5 млрд руб, и сократила долговую нагрузку до 2.4x Долг/ЕБИТДА. При этом компания не прекратила инвестировать в течение 2006 года, просто теперь выросла доля инвестиций, финансируемых за счет лизинга: обязательства по финансовой аренде выросли за полугодие на 36% и составили 3.1 млрд руб.

По состоянию на конец 1го полугодия размер краткосрочного долга компании был весьма существенным: 15.8 млрд руб. или 70% от всего долга, а соотношение Краткосрочный долг/ЕБИТДА составляло 1.7x. В сентябре компания разместила 5й облигационный заем на 3 млрд руб. для рефинансирования текущих обязательств, и тем самым уменьшила давление краткосрочного долга.

**Долг ЦентТела уменьшается быстрее наших прогнозов; рекомендуем ЦентТел-5 к покупке на форварде**

Долговая нагрузка ЦентТела снижается более быстрыми темпами, чем мы прогнозировали (наша предыдущая оценка составляла 2.8-3x Долг/ЕБИТДА к концу 2006 г.). Поэтому мы пересматриваем «справедливый» спред облигаций компании с 60 до 40 б.п. к базовой кривой Связинвеста. С этой точки зрения торгуемый выпуск ЦентТел-4 оценен адекватно. В то же время выпуск ЦентТел-5, который еще не вышел на «вторичку» при текущей форвардной цене около 100.20% от номинала предлагает премию в 20-30 б.п. относительно «справедливого» уровня. Поэтому мы рекомендуем этот выпуск к покупке на форварде с ориентиром по цене в 100.50-100.60% от номинала после выхода на вторичку.

**Доходность облигаций ЦентрТелекома на 12 октября**

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Ольга Базюкина	obazyukina@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

### **Начальник аналитического отдела**

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928
----------------	------------------------	-------------------

### Операции на рынке корпоративных облигаций

---

#### **Начальник Казначейства**

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

#### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

#### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@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) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

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.