

# Рублевые корпоративные облигации

4 февраля 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

ОТ 12 И СТАРШЕ:

- АЛПИ: плюсы и минусы амбициозных проектов » стр.2

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ:

- Дикси: новый спутник Меркурия » стр.4

НОВОСТИ: Инмарко войдет в состав Unilever – СОК хочет продать Ижмаш – Противоречивая информация о переговорах 7К и ТРГ» стр.5-6

ЭКОНОМИКА: ЦБ повысил ставки в борьбе с инфляцией » Стр.7

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 8 февраля планируется размещение выпуска Банк Москвы-2 (10 млрд руб., годовая оферта)

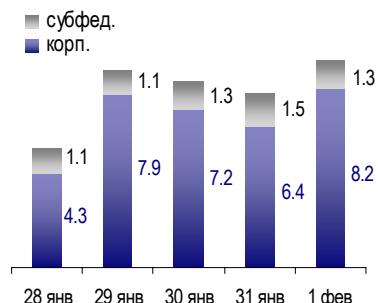
## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 фев	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (10 млрд руб., дюрация 2.8 года) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (10 млрд руб., дюрация 7.5 года) Доразмещение Москва-49 (5 млрд руб., дюрация 6.7 года)
7 фев	Заседание ЕЦБ по ставкам
8 фев	Размещение Банк Москвы-2 (10 млрд руб., годовая оферта)
15 фев	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов

## Индикаторы

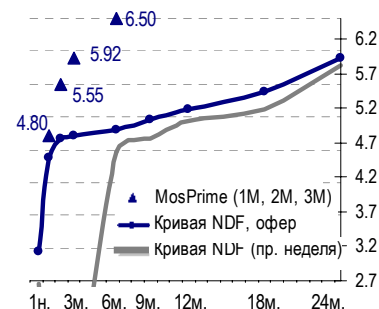
Долларов США за Евро	1.4798	- 0.5 %
Рублей за доллар США	24.4259	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 89.76	- 3.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.67%	- 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.31%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	175	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	495.7	- 49.2
Остатки на д/с, млрд руб.	331.0	+ 44.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 24.8	

## Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-2	102.64	+ 19	2.2	7.15%
ОГК-5	99.48	+ 18	1.6	*7.98%
Мосэнерго-2	99.95	+ 14	3.4	*7.81%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТАИФ-1	98.54	+ 34	0.6	*11.22%
Копейка-2	93.25	+ 23	1.0	*16.76%
Кокс-2	98.95	+ 15	1.9	*9.46%

## Лидеры падения

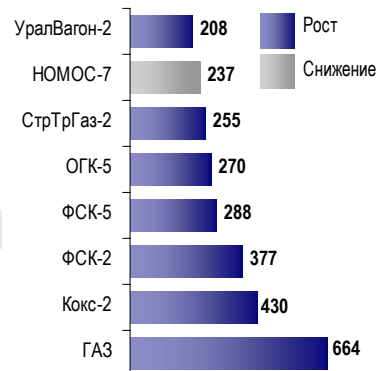
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-3	102.75	- 35	1.7	6.82%
АИЖК-7	98.75	- 20	5.3	8.16%
ЛУКОЙЛ-4	101.32	- 8	4.8	7.24%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	97.50	- 50	1.5	*10.90%
МОИА-3	97.20	- 30	4.4	8.59%
ЦентрТел-5	100.00	- 20	0.6	*8.23%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## ОТ 12 И СТАРШЕ

### АЛПИ: плюсы и минусы амбициозных проектов

**АЛПИ – многопрофильный бизнес с акцентом на розницу**

Группа АЛПИ – многопрофильный холдинг, включающий 4 основных направления: розничный бизнес, птицефабрики, девелопмент и финансовые услуги. Единственный выпуск облигаций компании торгуется с доходностью заметно выше 15% к оферте в августе 2008 года. Мы полагаем, что по мере приближения к оферте, бумаги АЛПИ могут стать привлекательными для покупки в рамках стратегии buy-and-hold для инвесторов с соответствующим аппетитом к риску.

**Количество магазинов увеличилось с момента размещения облигаций почти втрое**

Главное достижение АЛПИ за последние полтора года – быстрое расширение розничной сети. С середины 2006 года количество магазинов увеличилось с 24 до 70. За 2007 год компания открыла 23 новых магазина в 10 городах, регионы присутствия – Красноярский край, Кемеровская, Новосибирская, Томская области и Хакасия. Сейчас розничная сеть АЛПИ – одна из ведущих в сибирском регионе. В планах на 2008 год – выход на московский рынок с 3-4 магазинами формата «АЛПИ-Маркет» (до 2 тыс кв м). Одновременно группа заявила о планах открытия гипермаркетов в Подмоскowie и строительства высотных зданий в ряде сибирских городов. Информация об этих проектах пока носит довольно общий характер, но приблизительный объем инвестиций 2008 года озвучен в прессе – \$300 млн.

Сочетание производственного и розничного блоков (в 2007 году к ним добавились банк и небольшая сеть АЗС) дает АЛПИ ряд преимуществ:

- за счет птицеводческого бизнеса рентабельность группы в целом составляет около 12% (на уровне прибыли от продаж), несмотря на низкую рентабельность гипермаркетов;
- по данным компании, более 20% товарооборота в сети приходится на продукцию собственного производства, причем доля товаров private label еще выше за счет размещения заказов у сторонних производителей;
- большинство помещений гипермаркетов находятся в собственности группы;
- сеть АЛПИ активно используется для продвижения финансовых услуг: офисы приобретенного в 2007 году АЛПИ-банка действуют практически во всех магазинах.

**Группа раскрывает консолидированную управленческую отчетность по РСБУ**

Группа раскрывает управленческую отчетность по РСБУ, которая, по нашему мнению, вполне адекватно отражает финансовые потоки холдинга. Основной операционной компанией является ОАО «АЛПИ» (поручитель по облигационному займу) - именно она консолидирует около 80% от совокупной выручки, на нее же приходится до 70% от совокупного долга. В то же время, профит-центрами группы выступают птицефабрики, пользующиеся льготным налогообложением.

Основные финансовые результаты Группы АЛПИ за 9 месяцев 2007 года:

- Выручка: 11.4 млрд руб.
- Прибыль от продаж: 1.4 млрд руб.
- Валовая рентабельность: 28.1%; Рентабельность EBIT: 12.1%
- Финансовый долг: 14.9 млрд руб.; Долг/EBIT: около 7.5x; EBIT/Проценты 2.5x

*Источник: управленческая отчетность компании, оценки Райффайзенбанка*

**Долговая нагрузка приближается к 6х Долг/EBITDA**

По нашим оценкам, долговая нагрузка возросла в 2007 году с 3-4х Долг/EBITDA (уровень 2006 года) до 5.5-6.0х, причем около 30% от валового долга приходится на краткосрочные кредиты. На наш взгляд, разрастание долга напрямую связано с экспансией группы сразу в нескольких бизнес-сегментах.

**В августе 2007 года АЛПИ выкупила по оферте 63% от объема рублевого выпуска**

В качестве позитивных факторов мы отмечаем субсидирование процентной ставки для птицефабрик, а также финансовую прозрачность и качественную структуру облигационного выпуска. Еще один важный момент – компания уже имеет опыт прохождения оферты в неблагоприятных рыночных условиях. В августе 2007 года АЛПИ выкупила облигации на 938 млн руб. (63% от общего объема).

**Риск рефинансирования – не самый высокий в сегменте**

Мы полагаем, что текущая доходность бумаг АЛПИ (выше 15.5%) достаточно адекватно отражает кредитный риск компании. В то же время, мы не считаем текущий уровень долговой нагрузки АЛПИ критическим с точки зрения риска рефинансирования – особенно если предположить, что после оферты на рынке осталось всего около 40% от объема 1-го выпуска облигаций (560 млн руб.).

**Источники финансирования дальнейшей экспансии – основной кредитный фактор на ближайшую перспективу**

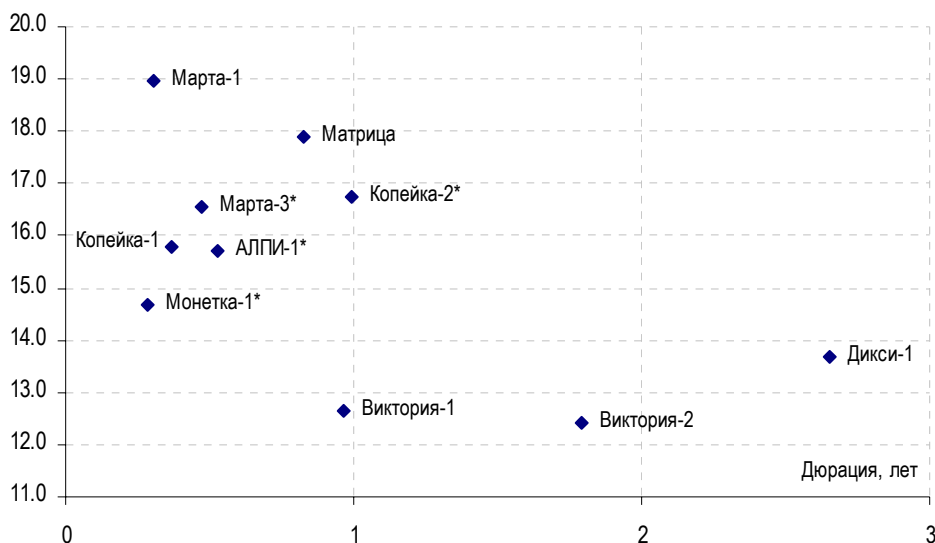
Учитывая исключительно амбициозные планы группы, кредитный риск АЛПИ напрямую зависит от способов финансирования дальнейшей экспансии. Мы также выделяем ряд моментов, которые, на наш взгляд, будут в среднесрочной перспективе определять кредитный профиль компании:

- Финансирование может быть осуществлено только за счет долговых источников, т.к. операционный поток группы пока недостаточен. С учетом оценки стоимости группы в \$1,5 млрд (приводилась в прессе со ссылкой на один из инвестбанков), продажа блокпакета акций позволила бы профинансировать инвестпрограмму текущего года. Однако, по сообщениям прессы, АЛПИ отказалась от проведения IPO в 2008 г.
- Существенный рост рентабельности группы в ближайшие один-два года маловероятен. Операционная рентабельность розничного направления остается невысокой – по нашим оценкам, около 6-7%.
- Преимущества экспансии группы на московский рынок пока не очевидны. Из-за специфики московского рынка коммерческой недвижимости АЛПИ, вероятнее всего, будет открывать магазины на арендуемых площадях, что будет оказывать дополнительное давление на рентабельность.
- Объем и источники финансирования пока не определены и для банковского бизнеса. В 2007 году капитал банка был увеличен на 200 млн руб., дополнительно объявлено о планах нарастить капитал до 1 млрд руб. для быстрого развития сети филиалов и допфилов.

**После публикации годовых результатов бумаги АЛПИ могут стать привлекательными в своем сегменте**

Мы не ожидаем, что рынок переоценит стоимость риска АЛПИ до оферты в августе 2008 года. В то же время, мы полагаем, что бумаги АЛПИ вполне могут перейти в категорию привлекательных в сегменте высокодоходных облигаций в рамках стратегии «купить и держать до оферты» после того, как их дюрация станет меньше 6 месяцев. Позитивный эффект на оценку кредитного качества компании может также оказать публикация годовых результатов и отчетности по МСФО.

### Доходность облигаций на 1 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Дикси: новый спутник Меркурия

*Группа компаний Меркурий завершает покупку контроля в Дикси*

В пятницу группа компаний Меркурий и группа Дикси распространили совместный пресс-релиз, в котором сообщается о закрытии сделки по приобретению контрольного пакета акций ОАО «Дикси Групп» группой компаний Меркурий.

Мы полагаем, что рынок сдержанно отреагирует на новость, поскольку информация о деталях сделки пока не опубликована. Однако переход контроля к крупной холдинговой структуре потенциально благоприятен для оценки кредитного профиля Дикси, даже несмотря на относительно невысокую финансовую прозрачность Меркурия.

*Меркурий – крупный холдинг, годовой оборот которого оценивается в \$8 млрд*

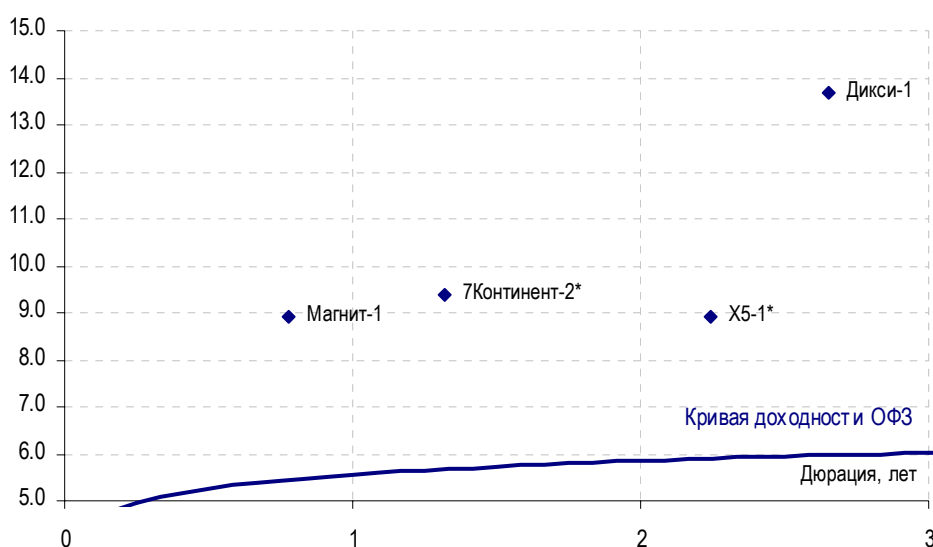
Годовой оборот группы Меркурий в 2007 году составил, по информации компании, более \$8 млрд. Основными активами холдинга являются торговая компания «Мегаполис» (крупнейший дистрибутор табачной, пивной и бакалейной продукции, 270 филиалов в России, выручка за 2007 год - около \$5,5 млрд), компания Orton Oil (держатель крупного пакета акций Sibir Energy), а также «Меркурий Девелопмент», ОАО «Завод им. В.А.Дегтярева» и Московский вино-коньячный завод КиН. В перспективе, возможен синергетический эффект за счет разветвленной сети продаж ТК «Мегаполис» и участия девелоперского подразделения Меркурия в развитии сети Дикси.

*Если сделка не подразумевает увеличения долга Дикси, эффект для кредитного качества ритейлера будет позитивным*

Более точно оценить влияние сделки на кредитный профиль Дикси можно будет только после раскрытия информации о ее структуре и источниках финансирования. На конец сентября 2007 года долг Дикси составлял \$207 млн, а соотношение Долг/ЕБИТДА - около 3х – значительно ниже чем на момент размещения облигаций (около 6х). В 2007 году компании удалось снизить долговую нагрузку, и в настоящее время риск рефинансирования для Дикси минимален. В случае, если сделка не подразумевает увеличения долга компании, эффект для кредитного качества Дикси будет положительным.

Таким образом, в краткосрочной перспективе динамика котировок облигаций Дикси будет во многом зависеть от структуры сделки с Меркурием. С учетом потенциального позитивного эффекта и постепенного улучшения финансовых показателей, текущие цены облигаций Дикси (90.00-91.00%, дюрация 2.65) выглядят достаточно привлекательно, хотя из-за длинной дюрации потенциал роста практически отсутствует.

### Доходность облигаций на 1 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

---

## НОВОСТИ КОМПАНИЙ

---

### Инмарко войдет в состав Unilever

Сегодня группа Unilever объявила о покупке одного из крупнейших российских производителей мороженого – компании Инмарко. Сделка должна усилить позиции Unilever на российском рынке, поскольку у группы в настоящее время нет собственного производства мороженого в России. Компании планируют закрыть сделку в первой половине 2008 году при условии получения одобрения регуляторов.

Особенность Инмарко – «монопродуктовый» характер бизнеса: на производство и продажу мороженого приходится примерно 90% выручки. Выручка Инмарко за 2006 год составила около \$131 млн, рентабельность EBITDA – чуть выше 11%, соотношение Долг/EBITDA – 3.1x. Исходя из роста инвестиционных затрат Инмарко, усиления конкуренции на рынке мороженого и неблагоприятной конъюнктуры на рынке сухого молока, мы полагаем, что в 2007 году показатели операционной прибыли и рентабельности в лучшем случае не превысили уровень 2006 года, а долговая нагрузка, вероятнее всего, существенно возросла.

До конца 2007 года Инмарко планировала завершить реструктуризацию и создание прозрачной холдинговой структуры в целях подготовки к IPO или продажи стратегическому инвестору. Около 29% акций Инмарко принадлежит венчурному фонду ЕБРР Norum, который, по всей видимости, выйдет из капитала в случае продажи компании. В прессе публиковались сообщения о возможном проведении частного размещения Инмарко на \$100 млн, однако эти планы не получили подтверждения.

Инмарко прошла через оферту в конце декабря 2007 года. По официальной информации, компания выкупила всего 17% от общего объема выпуска (1 млрд руб.). Доходность бумаг составляет в настоящее время 12.20-12.60% к оферте в июне 2008 года. Несмотря на низкую ликвидность и короткую дюрацию выпуска, мы ожидаем повышение интереса инвесторов к бумагам и существенное сужение спредов.

---

### СОК хочет продать Ижмаш

В пятницу стало известно о переговорах группы СОК и АвтоВАЗа о продаже автосборочного завода Ижавто. По данным прессы, оферта на приобретение Ижавто действительна до 15 февраля, стоимость предприятия оценивается нынешними владельцами в 12 млрд руб.

Факт ведения переговоров о продаже демонстрирует, на наш взгляд, два принципиально важных фактора кредитного качества Ижавто:

- *Усиление конкуренции на отечественном автомобильном рынке.* Относительно небольшим компаниям становится все труднее показывать высокую рентабельность по мере расширения присутствия на российском рынке иностранных игроков.
- *Универсальность завода Ижавто.* На предприятии налажены три основные производственные линии: сварка, окраска кузова и сборка. Путем относительно небольших затрат завод может быть переоборудован для сборки других моделей автомобилей. По этой причине Ижавто является потенциально привлекательным активом для крупных автопроизводителей.

В целом, новость носит позитивный характер в отношении кредитного качества компании: выставление оферты АвтоВАЗу свидетельствует о готовности нынешних владельцев Ижавто обсуждать возможность продажи предприятия. Поэтому вне зависимости от результатов текущих переговоров, в среднесрочной перспективе можно ожидать перехода предприятия в собственность крупного производителя и, как следствие, усиления кредитного качества Ижавто.

---

## Противоречивая информация о переговорах 7К и TPG

В пятницу Reuters, ссылаясь на «близкий к TPG» анонимный источник, сообщил, что основной владелец Седьмого Континента г-н Занадворов отклонил предложение TPG о покупке компании. Данная информация противоречит опубликованному всего днем ранее сообщению Интерфакса – также со ссылкой на близкий к фонду источник – о том, что подготовка к сделке продолжается «в условиях конфиденциальности» и через некоторое время ее детали будут раскрыты.

Неопределенность относительно будущей структуры собственности и модели финансирования бизнеса затрудняет оценку кредитного профиля 7К. Мы не исключаем, что противоречивые новости и слухи о ходе переговоров между акционерами 7К и фондом TPG могут вызвать спекулятивные движения котировок облигаций 7К. В последние дни котировки 2-го выпуска облигаций повысились на 5-10 б.п., что могло быть связано с ожиданиями новостей по компании. Однако, исходя из фундаментальных характеристик 7К, мы не видим существенного потенциала роста цен облигаций компании, независимо от исхода переговоров с TPG.

---



## ЭКОНОМИКА

---

### ЦБ повысил ставки в борьбе с инфляцией

Центробанк РФ повысил с сегодняшнего дня все процентные ставки на 25 б.п. Новое значение ставки рефинансирования - 10.25%, также повышены процентные ставки по основным рыночным операциям Банка России:

- по кредитам овернайт – 10.25%;
- по кредитам, обеспеченным залогом векселей, прав требования по кредитным договорам или поручительствами: до 90 дней – 7.25%; от 91 до 180 дней – 8.25%;
- по кредитам, обеспеченным активами, предоставляемым в соответствии с Положениями 312-П и 122-П – 9.25%;
- по ломбардным кредитам на срок 1 день – 8.25%;
- по депозитным операциям в соответствии с Положением 203-П: tom/next, spot/next – 3%, spot/week – 3.5%.
- по сделкам «валютный своп» сроком на один день (рублевая часть) – 8.25%.
- по операциям прямого репо: на 7 дней – 7.25%; на 1 день – 8.25%.

Кроме того, с 1 марта 2008 года повышаются нормативы обязательных резервов:

- по обязательствам банков перед физическими лицами в рублях – с 4.0% до 4.5%;
- по обязательствам перед банками-нерезидентами – с 4.5% до 5.5%;
- по иным обязательствам – с 4.5% до 5.0%.

Одновременно коэффициент усреднения для расчета усредненной величины обязательных резервов будет повышен с 1 марта с 0.4 до 0.45.

Этим шагом Банк России показал готовности внести свой вклад в борьбу с инфляцией. В то же время, основной причиной роста инфляции, по нашему мнению, являются бюджетные расходы, поэтому эффективность принятых мер с точки зрения воздействия на инфляцию не очевидна. Мы полагаем, что действия ЦБ носят в значительной степени индикативный характер, но будут оказать и серьезный психологический эффект.

С нашей точки зрения, повышение норм обязательного резервирования существенно не повлияет на ликвидность банковского сектора – суммарное изъятие составит, по нашим оценкам, около 25 млрд руб. Мы полагаем, что такой объем не принципиален с точки зрения стабильности системы в целом, хотя может привести к сокращению ликвидности небольших банков.

Повышение депозитных ставок, по всей видимости, имеет целью стерилизацию избытка денежных средств, который периодически возникает у крупнейших банков. Вследствие высокого уровня концентрации ресурсов в банковской системе, повышение депозитных ставок ЦБ на 25 б.п. может привести к повышению общего уровня ставок денежного рынка.

Однако, наиболее важные последствия будет иметь повышение ставки прямого однодневного РЕПО - с 6% до 6.25%. Данный инструмент играет важнейшую роль в обеспечении ликвидности банковской системы в кризисных ситуациях. На наш взгляд, повышение ставки (а точнее – демонстрация самой возможности повышения ставки ЦБ) ведет к большей волатильности денежного рынка. Мы полагаем, что рынок будет острее реагировать на возникновение дефицита ликвидности и соответствующие заявления руководителей Банка России.

Повышение ставок также вызовет спекулятивные продажи в наиболее ликвидных выпусках – прежде всего, ОФЗ и корпоративных бумаг 1-го эшелона, доходности которых чувствительны к ставке РЕПО. В этих условиях доразмещение двух выпусков ОФЗ (25062 и 46021), намеченное на ближайшую среду, скорее всего, будет достаточно сложным.

## 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.