

Рублевые корпоративные облигации

2 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Карусель: кто успел, тот присел » стр.2

ЭКОНОМИКА

- Деньги Роснано-тех поступили в систему » стр.4

Индикаторы

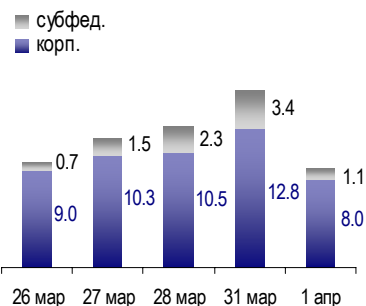
Долларов США за Евро	1.5772	- 0.2 %
Рублей за доллар США	23.4911	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 100.29	+ 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.75%	+ 26 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.32%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	183	- 11 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	621.8	+ 25.7
Остатки на д/с, млрд руб.	153.2	+ 30.5
Сальдо операций с ЦБ	- 53.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 9 апреля планируется размещение выпуска Уралсвязьинформ-8 (2 млрд руб., 5 лет, с амортизацией)

Объем торгов на ММВБ

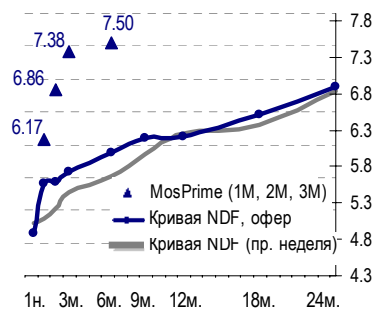


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

3 апр	Размещение МБРР-2 (3 млрд руб., годовая оферта)
	Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)
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 ½ суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	93.50	+ 38	5.1	9.30%
АИЖК-8	93.50	+ 25	4.3	*9.53%
РЖД-5	100.15	+ 15	0.8	6.57%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-5	100.20	+ 30	0.4	*7.72%
ЮТК-4	100.50	+ 27	1.1	9.87%
МОЭСК-1	98.85	+ 20	3.0	8.62%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	98.50	- 45	3.1	7.62%
Газпром-6	100.20	- 40	1.3	6.90%
Газпромбанк-1	95.48	- 35	2.6	9.14%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	98.25	- 100	2.0	*9.50%
Х5-1	95.50	- 50	2.1	*10.10%
ЦентрТел-4	105.88	- 32	1.3	9.38%

Лидеры по оборотам

УРСА Банк-3	191	Рост
УРСА Банк-7	202	Снижение
Энергоцентр-1	211	
ТМК-2	224	
РЖД-5	315	
МОИТК-2	359	
ЕБРР-2	559	
Москоммерц-2	645	

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Карусель: кто успел, тот присел

Финансовые показатели говорят об укреплении кредитного профиля Карусели

Вчера была опубликована отчетность группы Карусель по МСФО за 2007 год. Финансовые результаты отражают успешное развитие сети: темпы роста продаж оказались близки к запланированному ориентиру, при этом операционная рентабельность сохранилась на уровне 2006 года. Компании удалось заметно укрепить кредитный профиль, снизив долговую нагрузку до 3.5х Долг/EBITDA, за счет сокращения темпов расширения сети.

Финансовые результаты Карусели по МСФО (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2006	361	29	8.1%	229	7.9	3.3
I кв-е 2007	343	29	8.5%	269	4.6	3.2
2007	831	70	8.4%	247	3.5	5.5

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

По итогам года компания продемонстрировала позитивные результаты с точки зрения кредитного качества:

- Выручка выросла в 2.3 раза к 2006 году, приблизившись к запланированному уровню \$900 млн. В течение года компания открыла только 3 новых гипермаркета (всего 22 – на конец года), поэтому увеличение доходов было достигнуто в основном за счет «созревания» открытых ранее магазинов. Рост сопоставимых продаж Like-for-like (23% за 4-ый квартал) отражает высокие темпы развития сети. По этому показателю Карусель находится на одном уровне с группой X5 (26%).
- Невысокие темпы расширения сети способствовали некоторому улучшению операционной эффективности по сравнению с предыдущим годом. В результате, рентабельность Карусели сопоставима с сильнейшими ритейлерами: 24.9% на уровне валовой прибыли (25.9% у группы X5), маржа EBITDA 8.4% (X5 – 9.0%).
- Прибыль на уровне EBITDA сопоставима с инвестиционными затратами в 2007 г. В связи с этим объем долга Карусели практически не изменился с начала года, а долговая нагрузка Долг/EBITDA снизилась до умеренного уровня 3.5х.
- Структура финансирования Карусели представляется нам достаточно логичной: 87% краткосрочного долга представлено облигационным выпуском на 3 млрд руб. с офертой в сентябре 2008 года. Долгосрочная задолженность состоит из займов и кредитных линий банков, открытых на достаточно длительный срок (6-8 лет) и обеспеченных, как правило, недвижимостью и строящимися зданиями.

Дальнейшее развитие Карусели определяется в первую очередь вероятностью исполнения группой X5 опциона на приобретение сети гипермаркетов, срок действия которого истекает 30 июня 2008 года. Далее мы рассмотрим два возможных варианта развития событий и, соответственно, дадим прогнозы изменения кредитного профиля компании:

Группа X5 исполнит опцион

Привлечение финансирования для исполнения опциона не приведет к росту долговой нагрузки X5

Основную сложность в исполнении опциона для группы X5 представляет вопрос финансирования сделки. По данным газеты РБК-Daily, в соответствии по условиям синдицированного кредита на \$1.1 млрд, долговая нагрузка X5 Долг/EBITDA ограничена уровнем 4х. Мы считаем, что финансирование покупки Карусели невозможно только за счет долговых источников, поэтому X5 будет привлекать деньги у акционеров. В недавнем пресс-релизе группа X5 объявила о возможном проведении SPO, объем которого сопоставим с ценой опциона. Таким образом, вне зависимости от решения акционеров о приобретении Карусели, мы не ожидаем роста долговой нагрузки X5.

Также мы отмечаем, что приобретение Карусели повлечет за собой возникновение дополнительных обязательств группы Х5. Так, по данным международной отчетности, в 1-ом квартале текущего года Карусель заключила договор на строительство 5 гипермаркетов в 2009-2010 гг. (\$223 млн) и, предварительно, 15 магазинов в 2010-2012 гг. Девелоперская компания не входит в состав группы Карусель, однако принадлежит ее текущим акционерам. Заключение последних контрактов, возможно, не в полной мере отвечает интересам Х5: фактически они лишают группу возможности приобрести часть бизнеса в рамках опционного соглашения.

В случае исполнения опциона группой Х5 (BB-/B1/-), основные финансовые показатели объединенной компании мы примерно оцениваем следующим образом:

- годовая выручка \$6.1 млрд;
- прибыль EBITDA \$550 млн;
- долговая нагрузка Долг/EBITDA 3-3.5х.

Потенциал роста цены облигаций Карусели в 1-ом сценарии: 15-30 б.п.

Кредитное качество Карусели, безусловно, укрепится в результате возможной покупки группой Х5. Инвесторам, которые рассчитывают на реализацию этого сценария, мы не рекомендуем дожидаться истечения срока действия опциона, а покупать бумаги уже сейчас. В этом случае мы оцениваем потенциал роста цены облигаций в 15-30 б.п.

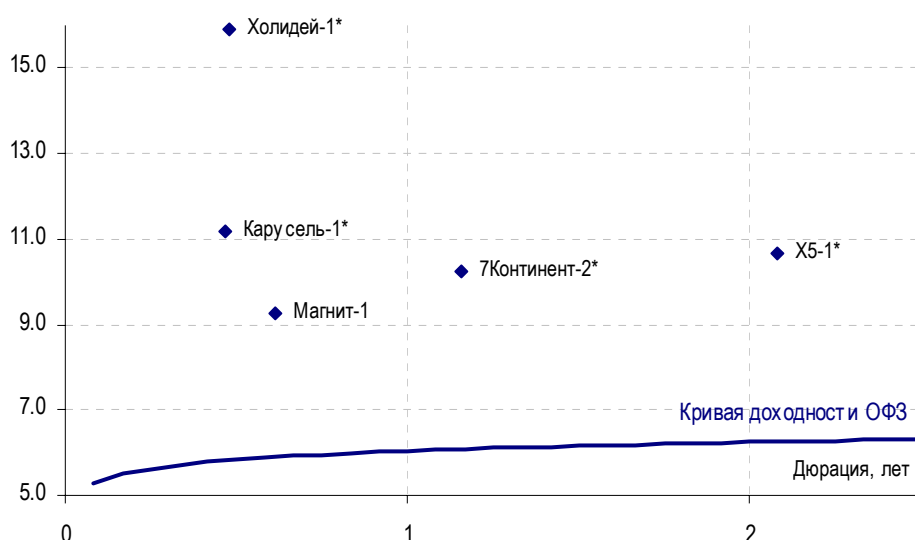
Структура акционеров не изменится

Ожидаем размещения новых выпусков Карусели

С целью дальнейшего повышения стоимости бизнеса нынешние акционеры Карусели, очевидно, захотят продолжить активное расширение торговой сети (в 2006 году было открыто 10 гипермаркетов). Размеры инвестиционной программы будут представлены после даты истечения опциона, что позволит более точно оценить кредитные риски компании. Тем не менее, открытие новых магазинов неизбежно приведет к росту долговой нагрузки, поэтому можно ожидать размещения новых выпусков Карусели в ближайшем будущем.

При реализации второго варианта, доходность облигаций Карусели должна быть несколько выше текущего уровня (11.16% УТР). Выпуск розничной сети Холидей, сопоставимой с Каруселью по ключевым по финансовым показателям, в настоящий момент торгуется с доходностью 15.90% к оферте.

Доходность облигаций на 1 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Деньги Роснано́теха поступили в систему

**31 марта средства
Роснано́теха поступили
на счета банков...**

Вчера из заявлений Алексея Кудрина и Леонида Меламеда стало известно, что средства Роснано́теха уже поступили на расчетные счета коммерческих банков. По нашим оценкам это произошло 31 марта, когда на фоне высоких объемов операций РЕПО с Банком России корреспондентские счета кредитных организаций увеличились почти на 80 млрд. руб. Похоже, для многих игроков это стало неожиданностью, и они взяли у Банка России слишком много рублевой ликвидности по 6.25%-6.50%, а уже к вечеру 31 марта ставки МБК снизились до 4-5%.

**...и дефицит
ликвидности исчез**

1 апреля средства Роснано́теха окончательно успокоили денежный рынок. Хотя операции РЕПО с Банком России были на уровне 77 млрд. рублей, мы считаем, что в настоящее время дефицита ликвидности в системе нет, а есть проблемы одного-двух банков, которые по каким-то причинам не хотят занимать дешевые деньги у своих коллег и берут дорогие у Банка России.

**В апреле денежным
властям необходимо
будет предоставить
банкам еще
350 млрд. руб.**

Таким образом, российские денежные власти начали использовать имеющиеся у них дополнительные возможности по предоставлению ликвидности. Теперь банковская система, насытившаяся рублями Роснано́теха, будет чувствовать себя спокойно до начала налоговых платежей в 20-ых числе апреля. К этому времени Минфин и Банк России обещают запустить механизм размещения бюджетных средств в депозиты. По нашим оценкам, в апреле денежным властям общими усилиями необходимо будет предоставить банковскому сектору еще около 350 млрд. руб., что, в общем, им по силам. Однако эти деньги будут предоставляться не менее чем по 6%. Поэтому мы ожидаем, что после начала апрельских налоговых платежей, краткосрочные ставки денежного рынка будут находиться на уровне 6-7% по крайней мере до начала лета.

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.