

# Рублевые корпоративные облигации

21 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Мосмарт: не худший выбор среди высокоходных бумаг » стр.2

### ЭКОНОМИКА

- Не угадали с НДС » стр.4

## Индикаторы

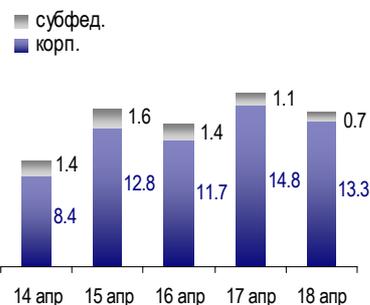
Долларов США за Евро	1.5813	- 0.5 %
Рублей за доллар США	23.3680	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 113.54	+ 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.74%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.38%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	168	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	597.2	- 37.5
Остатки на д/с, млрд руб.	152.2	+ 11.2
Сальдо операций с ЦБ	+ 142.5	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### В ПЯТНИЦУ

- Выпуск Амурметалл (3 млрд руб.) размещен под 13.16% годовых к оферте через 1 год

## Объем торгов на ММВБ

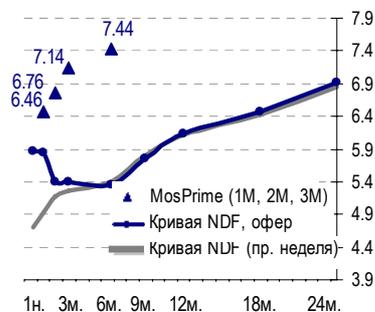


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 21 апр Уплата НДС
- 23 апр Размещение Объединенные Кондитеры-2 (3 млрд руб., годовая оферта)  
Размещение ХКФ Банк-5 (4 млрд руб., годовая оферта)  
Размещение ГЛОБЭКС-1 (4 млрд руб., годовая оферта)  
Размещение ОФЗ-ПД 26200 (6 млрд руб., дюрация 4.5 года)  
Размещение ОФЗ-АД 46022 (10 млрд руб., дюрация 9.2 года)
- 24 апр Размещение Желдорипотека-2 (2.5 млрд руб., годовая оферта)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	98.35	+ 55	3.4	*8.32%
Мосэнерго-1	99.90	+ 40	1.4	*7.75%
РСХБ-2	97.75	+ 40	2.5	9.04%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	99.95	+ 45	2.0	*8.59%
РусСтандарт-8	98.45	+ 45	0.5	*11.87%
СаНОС-2	101.53	+ 43	1.4	9.12%

## Лидеры падения

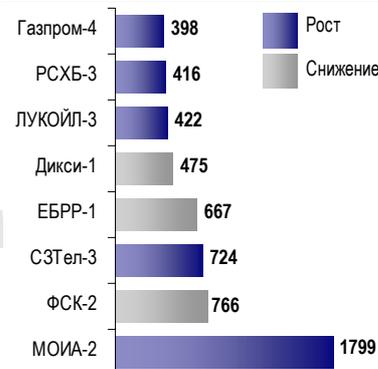
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	95.50	- 15	5.5	9.34%
ЛУКОЙЛ-4	99.95	- 15	4.6	7.55%
РЖД-7	101.00	- 15	3.8	7.42%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
7Континент-2	98.30	- 35	1.1	*9.57%
ХКФБ-3	99.20	- 27	0.4	*11.91%
ЦентрТел-4	106.20	- 27	1.2	8.97%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Мосмарт: не худший выбор среди высокодоходных бумаг

*Финансовые показатели далеко не блестящие, но с доходностью около 16% и дюрацией 0.5 года бумаги Мосмарта могут быть интересны buy-and-hold инвесторам*

Розничная сеть Мосмарт установила новую ставку купона и промежуточную оферту по своему единственному облигационному займу - купон 15.5%, новая оферта через 6 месяцев. Компания также раскрыла основные консолидированные показатели за 2007 год. Результаты оказались предсказуемо слабыми: чистый денежный поток сети по-прежнему находится в отрицательной области, рентабельность розничного подразделения – одна из самых низких в отрасли, долговая нагрузка составила около 4х Долг/ЕБИТДА.

Тем не менее, мы подтверждаем свое мнение о том, что Мосмарт без существенных проблем пройдет через оферту в ближайшую среду. После прохождения оферты облигации Мосмарта с доходностью 15.60% УТР и дюрацией 0.5 года могут выглядеть достаточно привлекательно для покупки с целью «держать до погашения» на фоне бумаг других ритейлеров с агрессивной моделью развития (Дикси, ГорСупермаркет, Холидей, Копейка).

Основные финансовые показатели сети Мосмарт\*:

- Выручка: 9.7 млрд руб. (+63% к 2006 г.)
- ЕБИТДА: 781 млн руб.
- Рентабельность ЕБИТДА по ЗАО «Мосмарт»: 3.1%
- Долг/ЕБИТДА: 4х (на уровне ЗАО «Мосмарт» - 7х).

*\* по данным консолидированной управленческой отчетности по РСБУ за 2007 год*

*Показатели рассчитаны по управленческой отчетности за 2007 год*

Напомним, что ЗАО «Мосмарт» и ЗАО «Гиперцентр» являются поручителями по облигационному займу. При этом ЗАО «Мосмарт» - оператор розничного бизнеса, на который приходится около 97% от консолидированной выручки, а ЗАО «Гиперцентр» - балансодержатель части недвижимости компании. Сводная отчетность двух компаний по РСБУ пока остается наиболее информативным источником финансовых данных по Мосмарту. В течение 2008 года компания обещает выпустить аудированную отчетность по МСФО, но она будет распространяться только на ЗАО «Мосмарт».

*Рост выручки на 63% сопровождался низкой рентабельностью*

Низкий операционный результат розничного бизнеса компании обусловлен ранним этапом развития бизнеса: компания несет значительные затраты, связанные с наймом персонала, арендой и техническим оснащением, еще до запуска магазинов. В прошлом году компания открывала, в основном, магазины средней ценовой категории, поэтому менеджмент ожидает, что рентабельность ЕБИТДА вырастет уже в 2008 году. Однако мы полагаем, что активная экспансия в регионах вряд ли позволит существенно улучшить показатели: издержки новых магазинов перекрывают прибыль «зрелых» объектов, в то время как показатели сопоставимых продаж и среднего чека практически неизменны.

*Агрессивные планы реализовались в прошлом году лишь частично, но Мосмарт планирует ускориться в 2008-м*

Интересно, что первоначально Мосмарт планировал компенсировать низкую операционную рентабельность именно за счет агрессивной экспансии. В меморандуме к размещению облигаций был заявлен план по открытию 73 новых магазинов уже в течение 2007 года. Реальные темпы роста сети оказались гораздо скромнее: по итогам года у Мосмарта было всего 45 магазинов (за год открыто 35), общая торговая площадь составила около 84 тыс кв м. против запланированных 112 тыс. Кроме того, значительная часть открытий новых точек пришлось на конец года, некоторые были перенесены на 2008 год.

*Долговая нагрузка возросла до 4х Долг/ЕБИТДА, в дальнейшем будет зависеть от структуры финансирования*

На фоне невысоких операционных результатов заметно возросла долговая нагрузка. По состоянию на конец 2007 года финансовый долг ЗАО «Мосмарт» составил 2.1 млрд руб., включая 1.8 млрд руб. от облигационного займа, долг ЗАО «Гиперцентр» - 1.3 млрд руб. Мы предполагаем, что консолидированный долг компании не изменился существенно за 1-й квартал 2008 года. Наша оценка кредитных характеристик Мосмарта базируется на следующих основных факторах:

- Показатель Долг/ЕБИТДА составляет около 4х. Данный уровень не является критическим для быстрорастущего розничного бизнеса, однако около 75% от

совокупного долга носит краткосрочный характер (за исключением облигационного займа, основной объем погашений приходится на вторую половину 2008 года).

- Большая часть недвижимости «Гиперцентра» (помещения гипермаркетов) находится в залоге по кредитам Сбербанка. При этом сложно оценить, есть ли у Мосмарта «запас» необремененных активов (в т.ч. акций), и на сколько общая стоимость активов Мосмарта превышает ее финансовый долг.
- По сравнению с предыдущими годами, в 2007 г. Мосмарт стал активно открывать магазины на арендуемых площадях, причем арендодателем в ряде случаев выступает девелоперская компания Hypercenter Investments SA. Вероятнее всего, компания является аффилированной, однако в структуру обеспечения облигаций не входит, а механизм определения арендных ставок для Мосмарта непрозрачен.

*Компания вполне способна рефинансировать текущий долг, включая облигации...*

С учетом этих факторов, не вполне очевидно, за счет каких источников может быть профинансирована инвестпрограмма Мосмарта на 2008 год. По предварительным оценкам, компания потратит на инвестиционные цели порядка 4 млрд руб., что как минимум вчетверо превышает консолидированный показатель EBITDA. С нашей точки зрения, за счет долговых источников в 2008 году компания может только рефинансировать текущую задолженность – в т.ч. исполнить обязательства по оферте в полном объеме. Для того, чтобы привлекать средства по приемлемой ставке на развитие бизнеса (и таким образом, наращивать долг), Мосмарт должен продемонстрировать реальное улучшение финансовых показателей.

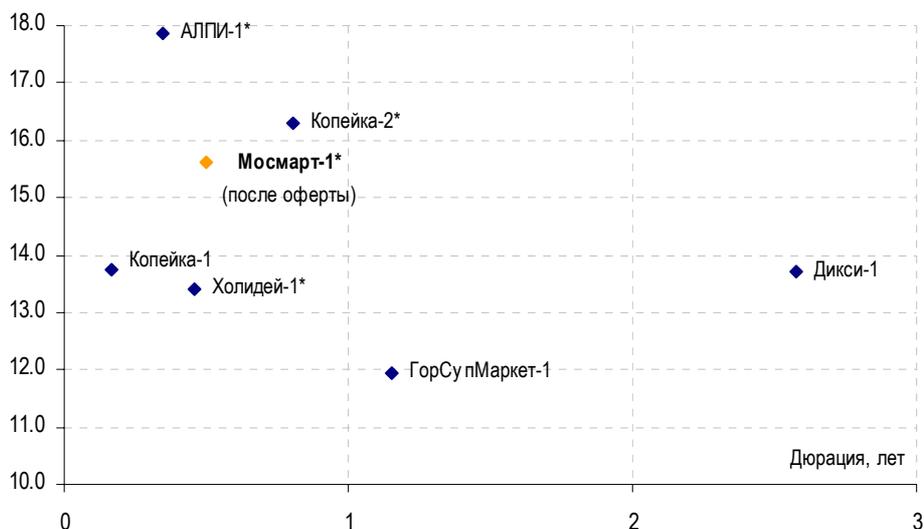
*...однако масштабная инвестпрограмма требует вливания капитала*

Альтернативным источником средств для Мосмарта может стать привлечение акционерного капитала. На сегодняшний день у нас нет информации относительно планов акционеров Мосмарта по увеличению капитала; связанный девелоперский бизнес также вряд ли имеет смысл рассматривать в качестве потенциального источника финансирования для розницы. Тем не менее, мы считаем, что прямое финансирование со стороны акционеров может в перспективе улучшить оценку кредитного профиля Мосмарта.

*В сегменте коротких бумаг с доходностью выше 15% - бумаги Мосмарта, возможно, один из самых интересных вариантов*

Мы полагаем, что новая ставка купона по облигациям Мосмарта в целом адекватна кредитному риску. По нашему мнению, Мосмарт имеет достаточные возможности по привлечению ресурсов для рефинансирования долга. При условии проведения умеренной инвестиционной политики и поддержки акционеров, у компании не должно возникнуть существенных проблем и при исполнении дополнительной оферты в конце августа 2008 г. В то же время, мы не видим потенциала роста цены бумаг – по сути Мосмарт остается start-up проектом, который генерирует слабый операционный денежный поток, что будет сдерживать переоценку кредитного качества компании рынком в течение длительного времени.

### Доходность облигаций на 18 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ЭКОНОМИКА

### Не угадали с НДС

*В пятницу на МБК было очень много денег, по какой-то причине крупных платежей по НДС в этот день не было*

В пятницу на межбанковском рынке было поразительно много денег, несмотря на то, что в этот день должны были пройти крупные предварительные платежи по НДС. Тем не менее, значимого изъятия ликвидности не было: корсчета и депозиты кредитных организаций в ЦБ снизились всего на 26 млрд. руб. Банки оказались в сложной ситуации: на руках у них находилось около сотни миллиардов рублей свободной ликвидности, но разместить их на депозиты в ЦБ до понедельника было уже невозможно, так как Банк России не принимает средства на срок «overnight». В результате средние ставки денежного рынка опустились до 2%.

*Сегодня мы также не ожидаем серьезного дефицита ликвидности*

Однако, судя по тому, как активно банки продавали валюту в пятницу, крупные платежи по НДС сегодня все же будут. По нашим оценкам в конце прошлой недели ЦБ купил примерно \$4 млрд. С учетом этих денег, в понедельник у кредитных организаций будет около 220 млрд. руб. свободной ликвидности. Мы считаем, что оставшийся неуплаченным объем НДС лежит примерно в таком же диапазоне. Поэтому сегодня мы не ожидаем серьезного дефицита банковской ликвидности, а объем РЕПО с Банком России по нашему мнению будет в пределах 20-40 млрд. руб.

*Банки продают неожиданно много валюты в ЦБ, в связи с чем дефицит ликвидности в апреле может быть значительно ниже наших прогнозов*

Пока при любом возникновении угрозы дефицита ликвидности, банки легко закрывают свою потребность в рублевых средствах продажами долларов в ЦБ. Во время предыдущих трех месяцев они накопили достаточно высокий объем валютной ликвидности. За этот период валютные активы банковского сектора увеличились на \$15 млрд., но мы не склонны считать, что все эти средства могут быть легко трансформированы в рублевую ликвидность. В то же время мы не можем игнорировать наблюдаемые сейчас высокие темпы продаж валюты в ЦБ и признаем, что в апреле этот показатель с высокой вероятностью может существенно превысить наш прогноз в \$14 млрд. В этом случае дефицит банковской ликвидности к концу этого месяца будет значительно ниже наших прогнозов.

## 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.