

## КОНЪЮНКТУРА

Американские облигации в течение прошедшей недели корректировались: сначала в ожидании выхода данных по рынку труда, а потом и по факту публикации. Количество новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе США за июнь оказалось выше прогноза; кроме того, в большую сторону были пересмотрены майские результаты. Цифры, свидетельствующие о восстановлении экономики Штатов, открывают при необходимости дорогу для дальнейшего повышения учетной ставки. Поэтому последнее слово остается за инфляцией: только выход значительно отличающихся от прогнозов данных по росту потребительских цен способен «выбить» UST из торгуемого диапазона (для UST-10 это 5.00–5.30% годовых). Считаем, что на текущей неделе этот коридор benchmark точно не покинет.

На российском долговом рынке ситуация остается достаточно стабильной: спрос сохраняется, хотя темпы роста котировок существенно снизились.

## НОВОСТИ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Объем первичного размещения в секторе корпоративных займов на текущей неделе составит, по предварительной информации, 19.5 млрд рублей, из которых почти половина придется на выпуск Х5. Кроме того, планируются аукционы по займам ФинансБизнесГрупп, 1 на 3 млрд рублей, Макромир-Финанс, 2 на 1.5 млрд рублей, ПРОВИАНТ Финанс, 1 на 1 млрд рублей, ДОМОЦЕНТР, 1 на 1 млрд рублей, РосТ-Лайн, 1 на 1 млрд рублей, Энергоцентр, 1 на 3 млрд рублей.

## МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ НОВОСТИ

Инфляция по итогам июня составила 1%, что значительно превысило как предварительные официальные прогнозы (0.6–0.7%), так и показатель за аналогичный период 2006 года (0.3%). Основной причиной такого скачка, согласно опубликованным данным, стал рост цен на плодоовощную продукцию.

На фоне первой новости достаточно необычным стало ослабление в конце прошедшей недели рубля по отношению к корзине валют примерно на те же 0.5%, на которые национальная валюта укрепилась в конце июня. Впрочем, уже в понедельник данная аномалия разрешилась, и рубль вновь вырос.

## РЕКОМЕНДАЦИИ

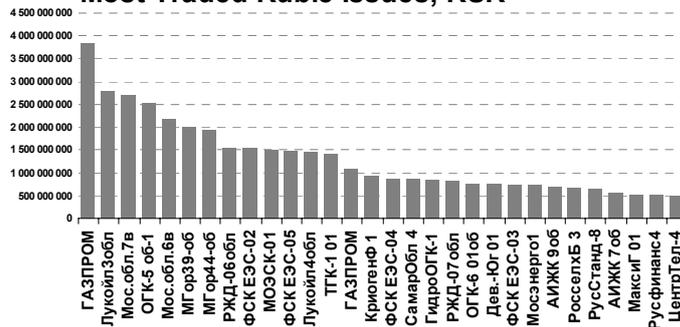
Локальный рост котировок на внутреннем рынке постепенно сокращает обороты. В этой связи рекомендуем постепенно снижать агрессивность покупок, сохраняя пока сформированные позиции в «длинных» бондах.

### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

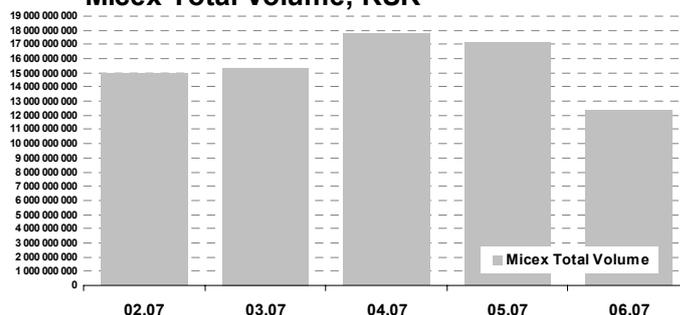
Внутренние облигации  
Еврооблигации

стр. 2-10  
стр. 11

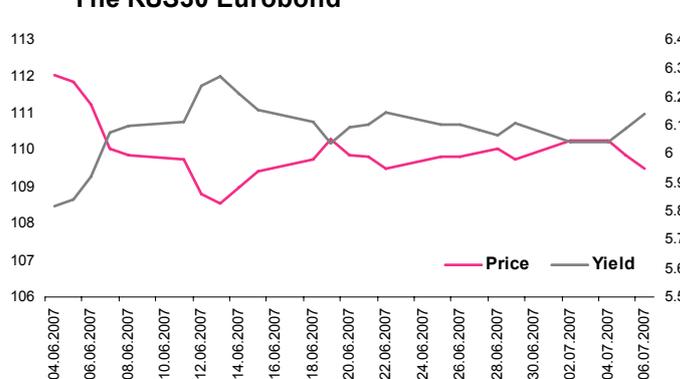
### Most Traded Ruble Issues, RUR



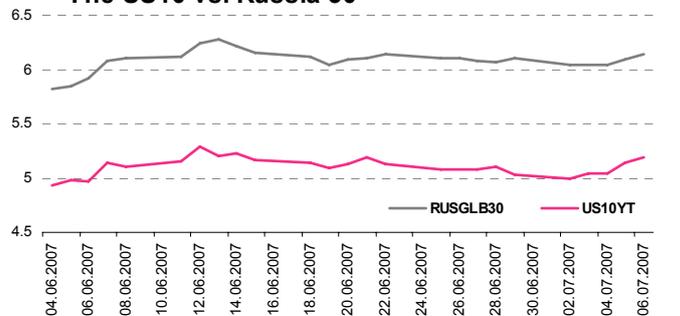
### Micex Total Volume, RUR



### The RUS30 Eurobond



### The US10 vs. Russia 30



### Контакты:

Отдел анализа долговых рынков +7 (495) 641 44 14

Владимир Малиновский  
Евгений Воробьев  
Александр Чайкун

V.Malinovskiy@cf.ru  
E.Vorobiev@cf.ru  
A.Chaykun@cf.ru

**РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ**

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

**Вторичный Рынок**

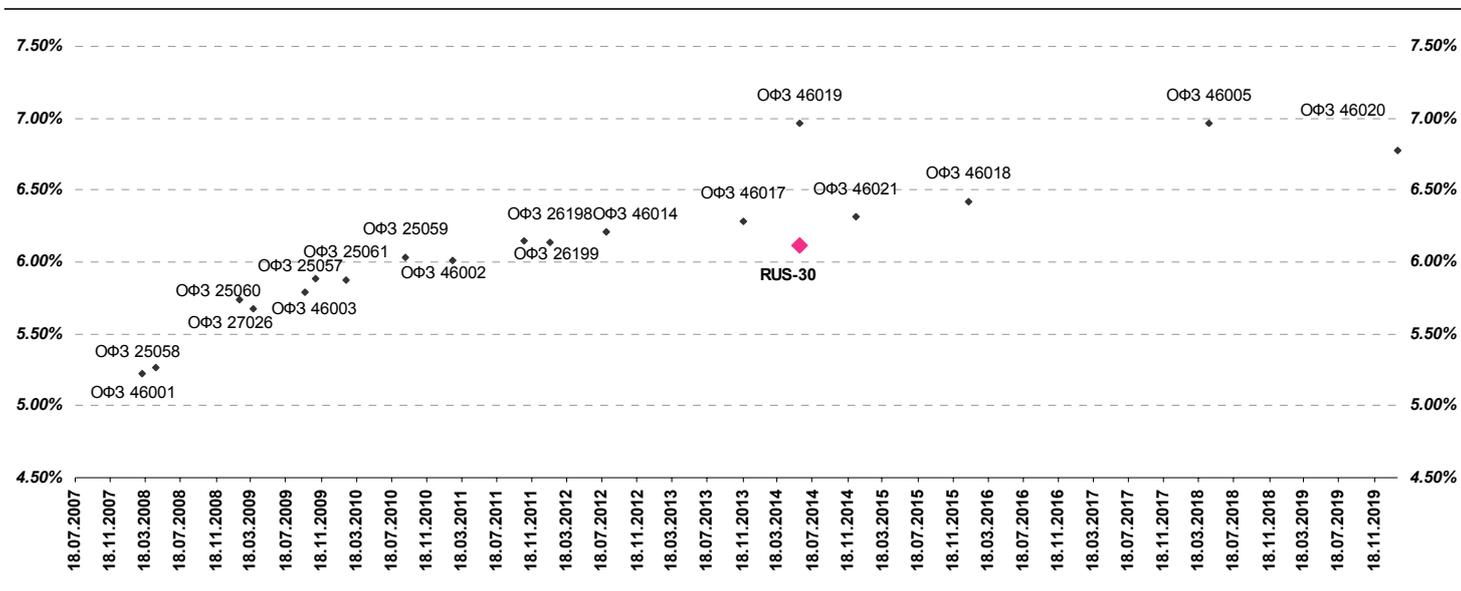
На прошедшей неделе были опубликованы данные по росту потребительских цен в России по итогам июня: оказалось, что инфляция в первый летний месяц составила 1% вместо ожидавшихся 0.6–0.7% и против 0.3% за июнь 2006 года. Результат похоже, стал неожиданным даже для ЦБ и Минфина. Так, например, Министр финансов РФ Алексей Кудрин уже поставил под сомнение дефляцию в июле–августе. Основной составляющей ускорения инфляции стал рост цен на плодоовощную продукцию, что некоторые эксперты связывают с ужесточением правил торговли на рынках. Судить об этом не беремся, но не исключаем такого варианта.

Ввиду предстоящих в следующем году президентских выборов борьба с инфляцией может выйти на первое место, поэтому мы полагаем, что ЦБ, возможно, еще не раз до конца года придется прибегнуть к одному из основных способов сдерживания цен — укреплению рубля. На этом фоне достаточно неожиданным стало падение рубля к корзине валют в прошедшую пятницу примерно на 0.5%. Вполне вероятно, это стало следствием крупной покупки долларов, например, той же «Роснефтью» для обслуживания своих обязательств. Как бы то ни было, уже в понедельник рубль вернул свои позиции по отношению к другим валютам.

В отношении рублевого рынка облигаций среди наиболее значимых факторов отметим сокращение спреда ОФЗ к российским суверенным еврооблигациям до нового минимума: так, разница в доходности RUS-30 и кривой ОФЗ составляет в настоящее время 15–20 б.п. Этому способствовали как рост ставок на внешнем рынке, так и покупки рублевых бондов. В принципе, с учетом ожиданий дальнейшего укрепления рубля и достаточной ликвидности рынка федеральных облигаций не исключаем исчезновения в среднесрочной перспективе разницы в доходности между валютными и рублевыми займами.

В целом рост котировок в сегменте торгов рублевыми облигациями значительно замедлился, агрессия покупателей спала. Скорее всего, рынок переходит в стадию очередной стабилизации и существенного снижения волатильности котировок. В данной ситуации предлагаем снизить активность покупок, но пока сохранять в портфеле набранную позицию «длинных» займов.

Среди позитивных факторов стоит назвать близкие к рекордным цены на нефть, которые будут обеспечивать стабильно высокий приток валюты в страну и служить дополнительной подпиткой текущему довольно высокому уровню денежной ликвидности.



## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

### Первичный рынок

Александр Чайкун  
A.Chaykun@cf.ru

Объем первичного размещения на текущей неделе составит 19.5 млрд рублей, из которых наиболее интересным наверняка станет займ X5.

Выпуск	Объем эмиссии, руб.	Дата начала размещения
ФинансБизнесГрупп, 1	3 000 000 000	09.07.2007
ИКС 5 ФИНАНС, 1	9 000 000 000	10.07.2007
Макромир-Финанс, 2	1 500 000 000	10.07.2007
ПРОВИАНТ Финанс, 1	1 000 000 000	10.07.2007
ДОМОЦЕНТР, 1	1 000 000 000	12.07.2007
РосТ-Лайн, 1	1 000 000 000	12.07.2007
Энергоцентр, 1	3 000 000 000	12.07.2007
<b>ИТОГО</b>	<b>19 500 000 000</b>	

Объем эмиссии	1 000 000 000 рублей
Дата начала размещения	12.07.2007
Поручительство	ООО «Рост-Олеон» ООО «Производственная компания "Петра"»
Оферта	ООО «Реактив»

### «Рост-Лайн», 01

#### Основные направления деятельности Группы «Стратегия РОСТ»:

– «пищевой» дивизион: импорт пальмового и кокосового масла, сложных жировых систем, какао-продуктов, пищевых добавок и ингредиентов (консервантов, ароматизаторов, красителей, соевых белков, специй и

маринадов). Обеспечил 50% выручки Группы за 2006 год;

– «химический» дивизион: импорт продукции промышленной химии (23% выручки);

– «автомобильный» дивизион: сеть дилерских центров, занимающихся реализацией автомобилей марки Honda (27% выручки).

Основные компании Группы: ООО «Рост-Лайн» (эмитент) и ООО «Рост-Олеон» (один из поручителей). ООО «Рост-Лайн» специализируется на реализации соевых белков, пищевых добавок, специй и маринадов (используются в мясоперерабатывающей отрасли); ООО «Рост-Олеон» — на реализации растительных жиров и масел, какао-продуктов и пищевых ингредиентов (применяются в масложировой, кондитерской и хлебопекарной отраслях). Основные складские и офисные помещения Группы расположены в г. Санкт-Петербург.

В структуре «пищевого» дивизиона присутствует производственное подразделение — ООО «Производственная компания "Петра"» (один из поручителей) — выпускающее пищевые добавки и текстурированные продукты из сои, крахмала, кукурузы и риса. Данных о размере и доле выручки, генерируемой собственным производством «пищевого» дивизиона, нет.

«Пищевой» и «химический» дивизионы обеспечивают суммарно около 73% выручки Группы и порядка 79% ее операционной прибыли (по данным за 2006 год). Как следует из меморандума, пищевой дивизион Группы занимает от 4% до 17% российского рынка по отдельным группам товаров.

Основными клиентами «пищевого» дивизиона Группы являются крупные отечественные мясопереработчики («Дарья», «Равиоли», «Сибирский Гурман», «Парнас», «Микояновский МК», «Великолукский МК», «КампоМос»); розничные сети («Карусель», «Лента», «Седьмой Континент», «Перекресток», «Патэрсон», «О'Кей») и другие.

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

Александр Чайкун  
A.Chaykun@cf.ru

Основные поставщики «пищевого» дивизиона Группы — Indasia (Германия), Shandong Sinaglory (Китай), Hatzor (Израиль), Wilmar (Индонезия), ICOF (Индонезия), NGO (Малайзия).

Собственниками Группы «Стратегия РОСТ» являются С.Н. Моренков и менеджмент Группы.

**Цель облигационного займа:** реализация инвестиционных проектов - создание специализированных складов и логистических центров в Москве и Санкт-Петербурге и перенос производства ООО «ПК «Петра» на новый адрес (50% выпуска), рефинансирование кредитного портфеля «пищевого» дивизиона Группы (25%), пополнение оборотных средств «пищевого» дивизиона Группы (25%).

#### Позитивные факторы:

- хорошие финансовые показатели по данным неаудированной отчетности по МСФО «пищевого» дивизиона за 2006 год:
  - рост выручки на 74% (+983 млн рублей)
  - рост EBITDA на 69% (+58 млн рублей)
  - рост чистой прибыли: 76% (+52 млн рублей)
  - рост активов: 57% (+312 млн рублей)
- Высокий уровень территориальной диверсификации сбыта «пищевого» дивизиона (90% продаж приходится на регионы);
- широкая база клиентов «пищевого» дивизиона Группы; доля крупнейшего потребителя не превышает 11% выручки (по данным за 2006 год);
- наличие производственного подразделения в «пищевом» дивизионе (данных о вкладе подразделения в бизнес Группы нет);
- значительный рост продаж легковых автомобилей в России (за 2006 год продажи новых иномарок увеличились на 66%).

#### Негативные факторы:

- зависимость «пищевого» и «автомобильного» дивизиона (суммарно 77% выручки Группы за 2006 год) от поставщиков:
  - на трех крупнейших контрагентов «пищевого» дивизиона приходится 62% всех поставок;
  - основные поставщики «пищевого» и «автомобильного» дивизионов — нерезиденты, то есть имеют место таможенные, транспортные, курсовые риски;
  - поставки автомобилей марки Honda на российский рынок котируются производителем.
- отсутствует отчетность в целом по Группе с консолидацией всех трех направлений бизнеса (доступна отчетность только по «пищевому» дивизиону Группы и по ОАО «Реактив» — одной из компаний «химического» дивизиона);
- неоптимизированное управление Группой (каждый дивизион представляет собой отдельный бизнес с обособленными финансовыми потоками);
- специфическая продукция «пищевого» дивизиона Группы (пальмовое масло, пищевые добавки);
- планируется перенос производственного подразделения «пищевого» дивизиона Группы (ООО «ПК «Петра»») на новый адрес в 2007 году, то есть будет перерыв в выпуске продукции;
- в Группе не закончена реструктуризация.

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

Александр Чайкун  
A.Chaykun@cf.ru

Показатели отчетности «пищевого» дивизиона Группы по неаудированной отчетности по МСФО за 2006 год (в млн рублей):

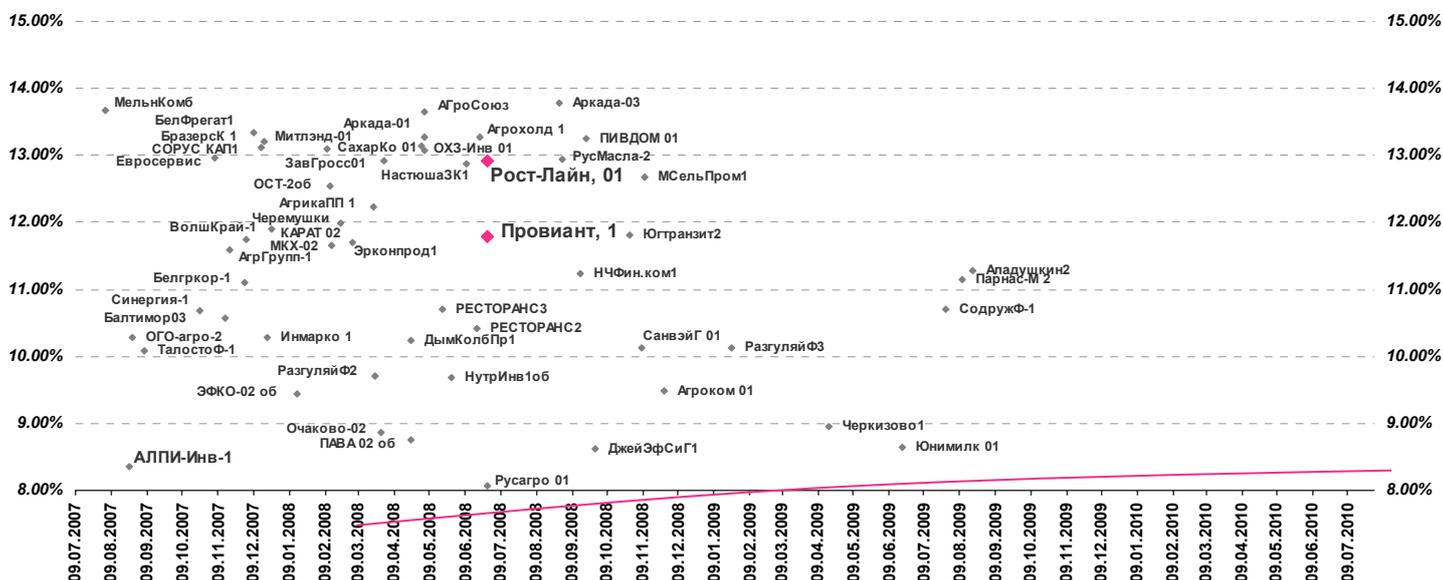
Показатель	Пищевой дивизион Группы «Стратегия РОСТ»	ОАО «Реактив» (справочно)
Выручка	2 303	751
ЕБИТДА	142	46
Чистая прибыль	120	33
Активы	860	951
Финансовый долг	245	209
Финансовый долг/Активы	28.5%	21.9%
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.7x	4.5x
Рентабельность по ЕБИТДА	6.2%	6.1%

**ОСНОВНЫЕ РИСКИ:** значительная зависимость Группы от импорта продукции (по всем трем дивизионам) и отсутствие консолидированной отчетности.

**ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ВЫПУСКА:** На текущем рынке нет выпусков облигаций, эмитированных компаниями – аналогами Группы «Стратегия РОСТ». Учитывая обозначенные выше риски, относительно небольшой масштаб деятельности «пищевого направления», а также факт, что Группа представляет собой три совершенно разных обособленных бизнеса, ориентируемся на доходность займа «Рост-Лайн», 1 к оферте через 1 год порядка 13% годовых (прогноз доходности организаторов — 12.4–12.9%).

**РЕКОМЕНДАЦИИ:** Считаем, что займ может быть интересен в основном для инвесторов, инвестирующих в соответствии со стратегией «повышенной доходности при повышенном риске вложений». В среднесрочной перспективе (в течение года) очевидных угроз деятельности Группы нет; однако и резкого увеличения ее кредитного качества и размера бизнеса ждать не стоит.

Считаем, что расширение «пищевого» дивизиона в целом коррелирует с развитием главных потребителей Группы (производителей пищевой продукции). За последние 3 года пищевая промышленность продемонстрировала умеренный рост (в среднем на 4–5% в год); по данным меморандума, на период 2007–2010 годов прогнозируется рост пищевой промышленности на 4% в год.



## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

Александр Чайкун  
A.Chaykun@cf.ru

Объем эмиссии	1 000 000 000 рублей
Дата начала размещения	10.07.2007
Поручительство	ООО «Розничная Сеть Провиант-1» ООО «Розничная Сеть Провиант-3» ООО «Коммерческая недвижимость»

### «Провиант-Финанс», 01

Группа «Провиант» — розничная продуктовая сеть; осуществляет деятельность под брендом «Провиант».

Магазины сети расположены в Белгородской (48 магазинов), Воронежской (39 магазинов), Курской (17 магазинов), Смоленской (8 магазинов) и Липецкой (1 магазин) областях. На Белгородскую и Воронежскую область приходится 75% выручки Группы.

Формат работы сети — «магазин у дома» (110 магазинов) и «супермаркет» (3 магазина); совокупная торговая площадь магазинов Группы — 36 тыс. кв. м.

Помимо Группы «Провиант» на территории Белгородской и Воронежской области в сфере продуктового ритейла представлены как крупнейшие продуктовые сети: «Магнит» (50 магазинов) и «Пятерочка» (29 магазинов), так и местные сети: «Меридиан» (54 магазина), «Десяточка» (33 магазина), «ЦентрТорг» (32 магазина), «Родник» (8 магазинов).

По данным меморандума, Группа «Провиант» занимает 20–25% рынка в Белгородской области и 7–8% — в Воронежской области.

Собственниками Группы являются предприниматели И.С. Моргунский, Е.В. Луканов и В.А. Мосур.

#### Цели облигационного выпуска:

- инвестиции в строительство центрального склада Группы (20% займа);
- инвестиции в расширение сети магазинов (40%);
- рефинансирование текущего кредитного портфеля (40%).

#### Позитивные факторы:

- Группа настроена на развитие бизнеса:
  - 60% привлеченных средств планируется направить на реализацию инвестиционной программы;
  - как сообщается в меморандуме, Группа достигла договоренности о приобретении 6-ти торговых объектов общей площадью 8.4 тыс. кв. м. (на момент написания меморандума эта недвижимость еще не вошла в состав Группы)
- Положительная динамика финансовых показателей Группы за 2006 год:
  - рост выручки на 49% (+\$58 млн);
  - рост EBITDA на 72% (+\$2.6 млн);
  - рост чистой прибыли на 44% (+\$0.8 млн);
  - рост активов Группы на 56% (+\$20 млн).
- Хорошие показатели финансовой устойчивости Группы: отношение «Финансовый долг/Активы» равняется 28.6%; «Финансовый долг/EBITDA» — 2.7x.
- 34% торговых площадей (12.5 тыс. кв. м.) находится в собственности Группы;
- Диверсифицированная база поставщиков Группы (доля крупнейшего не превышает 5%);
- Рост рынка продуктовой розницы России (в течение последних семи лет он рос в среднем на 10% в год, до 2010 года прогнозируется рост в среднем на 16% в год).

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

Александр Чайкун  
A.Chaykun@cf.ru

#### Негативные факторы:

- Небольшой размер Группы относительно основных игроков рынка пищевого ритейла (активы Группы — \$56 млн, выручка — \$177 млн, EBITDA — \$6 млн); планируемый к размещению займ равен 69% активов и примерно квартальной выручке Группы за 2006 год;
- Большинство магазинов Группы небольшого размера (средняя торговая площадь — 360 кв. м.);
- Компании Группы, выступающие поручителями по выпуску, генерируют 63% выручки и владеют 27% недвижимости Группы;
- В настоящее время не завершена реструктуризация Группы (перевод всей недвижимости на одну компанию и формирование материнской компании Группы);
- Существенный уровень конкуренции в регионах присутствия Группы, в том числе с крупнейшими игроками рынка пищевого ритейла («Магнит», «Пятерочка»);
- У Группы нет магазинов в Москве — наиболее крупном и перспективном рынке сбыта продуктов питания;
- На два региона (Белгородская и Воронежская области) приходится 75% торгового оборота Группы.

#### Показатели отчетности региональных розничных продуктовых сетей по неаудированной консолидированной отчетности за 2006 год (в \$ млн):

Показатель	Группа «Провиант»	Группа «Холидей»	Группа «Виктория» (справочно)
Выручка	177	379	835
ЕБИТДА	6	22	43
Чистая прибыль	3	6	19
Активы	56	232	314
Финансовый долг	16	80	140
Финансовый долг/Активы	28.6%	34.5%	45%
Финансовый долг/ЕБИТДА	2.7x	3.6x	3.3x
Рентабельность по ЕБИТДА	3.4%	5.8%	5.1%

**ОСНОВНЫЕ РИСКИ:** Основные негативные стороны Группы «Провиант» — небольшой размер бизнеса (относительно суммы выпускаемого займа и масштабов основных игроков продуктового ритейла) и малая площадь магазинов.

**ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ВЫПУСКА:** 05.04.07 был размещен выпуск Группы «Холидей» («Холидей Финанс», 1). Группа «Холидей» — региональная сеть продовольственных магазинов под брендами «Холидей Классик» и «Сибиряда» (30 супермаркетов и 30 магазинов формата «магазин у дома») в Новосибирской, Томской областях и Алтайском крае.

Масштабы Группы «Холидей» выше, чем у Группы «Провиант»: выручка больше в 2 раза, ЕБИТДА — в 3.7 раза, активы — в 4 раза, лучше эффективность деятельности, больше недвижимости в собственности. Кроме того, существует вероятность объединения Группы «Холидей» с крупной красноярской сетью «Кора» (19 магазинов, выручка за 2006 год — \$125 млн). На текущую дату выпуск «Холидей-Финанс», 1 торгуется с эффективной доходностью в 10.46% к оферте в октябре 2008 года.

**РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ****Первичный рынок**

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

Александр Чайкун  
A.Chaykun@cf.ru

С учетом вышесказанного считаем, что доходность облигаций «Провиант-Финанс»,<sup>1</sup> должна быть больше доходности облигаций Группы «Холидей» не менее чем на 70–120 пунктов, то есть ориентируемся на доходность займа «Провиант-Финанс»,<sup>1</sup> к оферте через 1 год на уровне 11.5–12% годовых (информации о прогнозе доходности от организаторов нет).

**РЕКОМЕНДАЦИИ:** Рынок продуктового ритейла в регионах присутствия Группы не исчерпал потенциала для роста, однако присутствие в регионе крупных конкурентов может стать препятствием для самостоятельного развития Группы. Кроме того, отрасль в настоящее время характеризуется большим количеством сделок M&A. Однако Группа в основном представлена небольшими «магазинами у дома», тогда как большинство ведущих игроков объявляло о намерениях увеличения регионального присутствия в форматах «супермаркет» и «гипермаркет», требующих больших площадей.

Наиболее благоприятный сценарий развития Группы — консолидация или поглощение местной продуктовой сетью. Выпуск «Провиант-Финанс»,<sup>1</sup> интересен исходя из такой возможности; в остальном же рекомендуем обратить внимание на бумаги более крупных игроков.

Объем эмиссии	9 000 000 000 рублей
Дата начала размещения	10.07.2007
Поручительство	ЗАО «Торговый дом «ПЕРЕКРЕСТОК»»

**«Икс 5 Финанс», 01**

Группа «X5 Retail Group N.V.» — крупнейшая продуктовая розничная сеть России с долей рынка в 21.9%. Была создана в мае 2006 года в результате слияния сетей «Перекресток» и «Пятерочка».

Владельцы «X5 Retail Group N.V.» — «Альфа-груп» и топ-менеджеры Группы.

Деятельность сети осуществляется в следующих форматах магазинов:

- Дискаунтеры под маркой «Пятерочка» — 512 магазинов (232 — в Москве, 215 — в Санкт-Петербурге и 65 — в других регионах России);
- Супер- и гипермаркеты под маркой «Перекресток» — 169 магазинов (99 — в Москве, 70 — в Центральном регионе России и в Украине).
- В России и Казахстане действуют еще 543 франчайзинговых магазина Группы. Большая часть выручки Группы приходится на Москву (56%) и Северо-Западный регион (32%).
- Среднесрочной стратегией X5 является создание самой крупной многоформатной продуктовой розничной сети в России и Украине с акцентом на форматы «дискаунтер» и «гипермаркет».

**Цель займа** — рефинансирование кредитного портфеля Группы и инвестирование в развитие розничной сети.

**Позитивные факторы:**

- Группа «X5 Retail Group N.V.» — лидер по выручке и числу магазинов на российском рынке продуктовой розничной торговли;

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

### Первичный рынок

Александр Чайкун  
A.Chaykun@cf.ru

- Группа настроение на развитие бизнеса:
  - за 2006 год сеть Группы увеличилась на 152 магазина, торговые площади — на 126 тыс. кв. м.;
  - Группа планирует открыть в течение 5–7 лет порядка 70-ти гипермаркетов под маркой «Франк»;
  - возможно приобретение сети гипермаркетов «Карусель» (более 20 магазинов) в начале 2008 года;
  - объем инвестиционной программы на 2007 год — \$700 млн;
  - ведется построение собственной логистической инфраструктуры; в течение 5 лет планируется вложить в это направление не менее \$1 млрд;
- Хорошие финансовые показатели Группы по отчетности pro-forma за 2006 год:
  - рост выручки на 49.6%;
  - рост EBITDA (без учета исполнения опционной программы по вознаграждению топ-менеджеров) на 55.9%;
  - рост чистой прибыли (без учета опционной программы) на 4.7%;
  - значительный объем собственных средств Группы (\$2.89 млрд, или 57% активов; 16-кратный прирост за 2006 год);
- Группа проводит политику оптимизации долговой нагрузки:
  - предполагается размещение российских депозитарных расписок на акции компании в объеме \$1 млрд.;
  - был привлечен кредит в размере \$1 млрд (экономия на процентных платежах составит около \$10–12 млн в год);
- Российский рынок продуктовой розницы — один из самых динамичных в мире (среднегодовые темпы роста в 2007–2011 годах прогнозируются на уровне 12%);
- Диверсифицированная база поставщиков: ни один контрагент не имеет более 10% в общем объеме поставок.

#### Сравнительные показатели отчетности розничных продуктовых сетей за 2006 год (в \$ млн)

Показатель	X5 Retail Group N.V.	Группа «Магнит»	Группа «Седьмой континент»	Группа «Виктория»
Отчетность	МСФО*	МСФО	МСФО	Прогнозная неаудированная отчетность
Выручка	3 552	2 505	958	840
ЕБИТДА	360**	122	104	50
Чистая прибыль	168**	57	68	25
Активы	5 092	898	748	308
Финансовый долг	1 167	243	51	158
Финансовый долг/Активы	22.9%	27.1%	6.8%	51.3%
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.24x	1.99x	0.5x	3.2x
Выручка/Финансовый долг	3.0x	10.3x	18.8x	5.3x
Рентабельность по ЕБИТДА	10.1%	4.9%	10.9%	6.0%

\*Отчетность включает показатели Пятерочки, как если бы она была присоединена с 01.01.2006г.

\*\*без учета исполнения опционной программы по вознаграждению топ-менеджеров и единовременной сделки по продаже торгового центра «Тушино-Плаза»

## РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

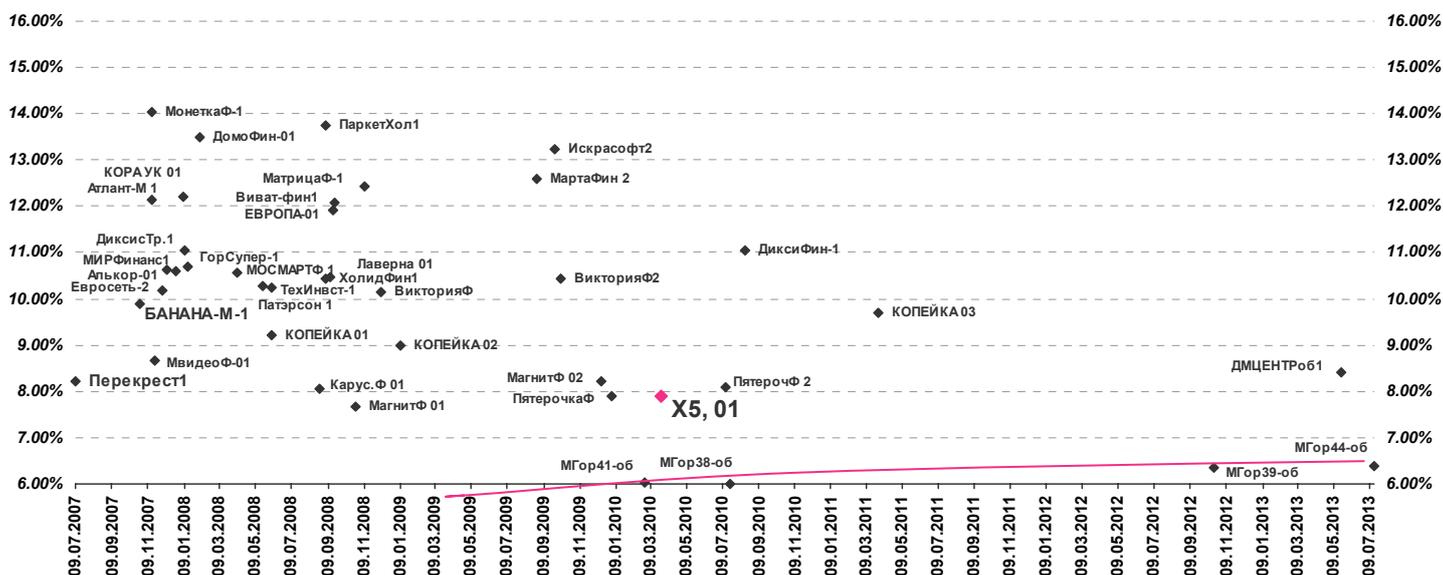
Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

Александр Чайкун  
A.Chaykun@cf.ru

**ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ВЫПУСКА:** Наиболее близкой к Группе по размеру бизнеса является Группа «Магнит», но кредитное качество Группы «X5 Retail Group N.V.» выше: выручка больше в 1.4 раза, EBITDA — в 3 раза, активы — в 2.7 раза, выше эффективность деятельности. Кроме того, Группа «X5 Retail Group N.V.» является лидером рынка с существенным отрывом от ближайшего конкурента (Группы «Магнит»). На текущую дату выпуск «Магнит-Финанс»,<sup>2</sup> торгуется с эффективной доходностью в 8.23% годовых к погашению в 2012 году.

С учетом вышесказанного считаем, что доходность облигаций «Икс 5 Финанс»,<sup>1</sup> должна быть ниже доходности облигаций Группы «Магнит» не менее чем на 35–45 пунктов, то есть ориентируемся на доходность займа «Икс 5 Финанс»,<sup>1</sup> к ofercie через 3 года на уровне 7.8–8.0% годовых (информации о прогнозе доходности от организаторов нет).

**РЕКОМЕНДАЦИИ:** Группа «X5 Retail Group N.V.» — лидер рынка в своем сегменте, имеет четкую стратегию развития, ее бизнес практически не имеет негативных сторон; рынок, отрасль, в которой оперирует Группа, растет не менее чем на 10% в год. Рекомендуем обратить внимание на выпуск «Икс 5 Финанс»,<sup>1</sup> инвесторов, проводящих политику низкого риска вложений.



## ЕВРООБЛИГАЦИИ

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

На прошедшей неделе цены на внешнем рынке корректировались — сначала в ожидании, а затем и по факту выхода важных данных с рынка труда. Количество новых рабочих мест (Nonfarm payrolls) превысило ожидания инвесторов; кроме того, в большую сторону (+33000) были пересмотрены результаты мая.

По итогам недели доходность UST-10 выросла почти на 20 б.п. — с 5.00% годовых до 5.20% годовых. Однако отметим, что колебания происходят в рамках коридора 5.00–5.30% годовых и пока не выходят за его границы, поэтому их можно считать не более чем конъюнктурными.

Кроме того, хотим напомнить, что в текущих условиях хорошие отчеты по экономике сами по себе еще не повод для повышения учетной ставки ФРС, а лишь ворота для таких действий. Инфляция — основа для ужесточения денежно-кредитной политики, в то время как замедление темпов экономического роста — это база для ее смягчения.

Таким образом, пока что речь идет лишь об уменьшении вероятности снижения учетной ставки, но не об ее увеличении. Соответственно, в ближайшей перспективе доходность «десятки» не должна превысить 5.25–5.30% годовых, то есть текущего уровня ставки.

Поэтому все большую значимость приобретают сведения, характеризующие инфляцию, публикация которых состоится в начале следующей неделе (17 июля — PPI, а следом за ним, 18 июля, — CPI). В этой связи не исключаем увеличения волатильности на внешнем рынке в четверг–пятницу, к тому же на эти дни намечена публикация данных по сальдо торгового баланса США, исполнению федерального бюджета США в июне (12 июля), а также по розничным продажам и ценам на импорт/экспорт (13 июля).

### Календарь выхода макроэкономических показателей в США

дата	Время, Мск		период	прогноз	прежнее
10.юл	16.55	Розничные продажи в США за неделю (Redbook, мес/мес)	---	----	-1,10%
	18.00	Оптовые запасы в США	май	+0,40%	+0,30%
	18.00	Оптовые продажи в США	май	----	+1,30%
11.юл	01.00	Доверие потребителей в США за неделю от ABC/WashP	---	----	-7,00%
	15.00	Индекс ипотечного кредитования в США за неделю	---	----	619,40
	18.30	Запасы нефти в США за неделю			
12.юл	----	Решение Банка Японии о ставке			
	16.30	Обращения за пособием по безработице в США за неделю	---	315.000	318.000
	16.30	Общее число безработных в США (млн)	---	2,50	2,569
	16.30	Сальдо торгового баланса США (млрд \$)	май	-60,00	-58,50
	22.22	Исполнение федерального бюджета США (млрд \$)	июн	+30,00	+20,52
13.юл	16.30	Цены на экспорт из США	июн	+0,30%	+0,10%
	16.30	Цены на импорт в США	июн	+0,70%	+0,90%
	16.30	Розничные продажи в США без учета автомобилей (мес/мес)	июн	+0,20%	+1,30%
	16.30	Розничные продажи в США (мес/мес)	июн	+0,10%	+1,40%
	18.00	Запасы предприятий США	май	+0,30%	+0,40%
	18.00	Индекс Университета Мичигана (предв.)	июл	86,00	85,30

Источник: Reuter

## Департамент долговых Рынков

### Отдел Продаж

+ 7 (495) 641 4414

Анна Грицаенко

Андрей Марюшкин

Антон Кихаев

Михаил Хазан

Наталья Газиева

Ирина Зеленцова

### Международные Продажи

Дмитрий Большов

+ 7 (495) 783 31 75

Дмитрий Романов

+ 7 (495) 783 31 75

Вероника Щедрина

+ 7 (812) 332 35 28

## Аналитическое Управление

+ 7 (495) 641 4414

### Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств

[V.Malinovskiy@cf.ru](mailto:V.Malinovskiy@cf.ru)

### Евгений Воробьев

Старший аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

[E.Vorobiev@cf.ru](mailto:E.Vorobiev@cf.ru)

### Александр Чайкун

Аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

[A.Chaykun@cf.ru](mailto:A.Chaykun@cf.ru)

г. Москва,  
ул. Знаменка, д.7, стр.3  
тел. (495) 641 4414

г.Санкт-Петербург,  
Невский пр., д. 38  
тел. (812) 326 13 05, (812) 702 41 02

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и «КИТ Финанс» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Настоящий обзор и рекомендации, содержащиеся в нем, отражают мнение аналитика на момент публикации, и могут быть дополнены и/или изменены вплоть до абсолютно противоположных по усмотрению аналитика без соответствующего уведомления читателей. «КИТ Финанс» оставляет за собой право не приводить предыдущих оценок и рекомендации при публикации новых.

Настоящий обзор предназначен для использования профессиональными участниками фондового рынка, которые могут адекватно оценить риски в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг. «КИТ Финанс» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации. Некоторые российские акции подвержены высокой волатильности, что повышает риски, связанные с инвестициями в данные бумаги, т.к. их стоимость может существенно упасть, что может привести к убыткам, если соответствующие инвестиции были осуществлены ранее. Многие российские акции отличаются низкой ликвидностью, что затрудняет их реализацию на рынке в случае принятия решения о продаже соответствующих ценных бумаг. Не все российские акции имеют ежедневные рыночные котировки, что затрудняет оценку их справедливой стоимости. «КИТ Финанс» не предоставляет сведений относительно абсолютной волатильности или ликвидности какой-либо российской бумаги, а также не дает информации в отношении справедливой стоимости неликвидных ценных бумаг. Стоимость всех российских акций, номинированных в рублях, зависит не только от ситуации на фондовом рынке, но также определяется колебаниями на валютном рынке. В процессе принятия решений, инвестор должен самостоятельно изучить объект вложений, а также оценить риски, связанные с инвестициями в данный инструмент.

КИТ Финанс имеет право осуществлять любые операции в рамках собственного портфеля, основываясь на кратко- и долгосрочных рекомендациях и инвестиционных идеях. КИТ Финанс может принимать любые инвестиционные решения в отношении указанных в обзоре ценных бумаг вне зависимости от опубликованных оценок и рекомендаций.

Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения «КИТ Финанс».