

Монитор первичного рынка

АИЖК – хорошая премия при минимальном риске

Размещение первых ипотечных облигаций АИЖК – знаковое событие. Инвесторам предлагается выпуск объемом 2,9 млрд. руб. с официальной датой погашения 15.02.2039 г.. Moody's присвоило выпуску предварительный рейтинг «А3» - на две ступени выше суверенного рейтинга России. Ожидаемая дюрация по выпуску составит 3,5 года, доходность - 7,25 – 7,50% годовых, что на 100 – 125 б.п. выше кривой ОФЗ. Выпуск интересен даже при покупке облигаций по нижней границе предварительного диапазона доходности.

Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru
Залеская Анастасия
Zaleskaya_AV@mmbank.ru
Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Объединенные кондитеры – шоколадное царство

Объединенные кондитеры – крупнейший производитель кондитерских изделий, объединяющий 15 российских предприятий. Общий объем продаж холдинга в натуральном выражении в 2006г. составил 284,7 тыс. тонн, рост к 2005г. – 4,6%.

Организатор займа (Райффайзенбанк) оценивает справедливую доходность Кондитеров на уровне 8.1%-8.5% к оферте через 3 года. На наш взгляд, оптимальная доходность выпуска составляет 8,2%-8,4%, что предоставляет инвесторам премию к ВБД в размере 40-60б.п.

Спортмастер – товары для спорта в каждую семью

Спортмастер – лидер российского рынка спортивных товаров. По данным компании доля рынка составляет 26.7%, при этом Спортмастер уверенно обгоняет конкурентов, ближайший из которых – Adidas – занимает 10,6%. Кроме России, Группа реализует спорттовары на Украине (7% торгового оборота) и в Белоруссии (1%).

Организатор выпуска (Тройка-Диалог) прогнозирует доходность в диапазоне 10,09%-10,62% к оферте через 1,5 года. Наша оценка справедливой доходности выпуска Спортмастер составляет 10,30-10,50%. Мы не рекомендуем инвесторам покупать Спортмастер ниже обозначенного диапазона, т.к. ценовой апсайд выпуска может быть впоследствии ограничен невысокой дюрацией размещаемого бонда.

Бахетле – розница по-татарски

Группа «Бахетле», одна из ведущих сетей супермаркетов в республике Татарстан, в российском масштабе является относительно небольшой сетью розничной торговли. Организатор займа (Банк Зенит) ориентирует рынок на доходность к годовой оферте на уровне 11,6 – 12,2% годовых. На наш взгляд, Бахетле представляет собой типичного эмитента третьего эшелона. Мы нейтрально оцениваем грядущее размещение, поскольку не уверены в том, что объявленный диапазон доходности в полной мере учитывает все риски Бахетле, а также ограниченный спрос на облигации третьего эшелона.

Содержание

АИЖК – хорошая премия при минимальном риске	2
Объединенные кондитеры – шоколадное царство	6
Спортмастер – непрозрачный лидер.....	9
Бахетле – розница по-татарски.....	12

Выпуск	ООО "Спортмастер Финанс"	ООО "Объединенные кондитеры-Финанс"	ООО "Бахетле - 1"
Серия выпуска	1	1	1
Объем выпуска, млн. руб.	3000	3000	1000
Гос. номер	4-01-36252-R	4-01-36190-R	4-01- 36249-R
Дата начала размещения	25.05.2007	23.05.2007	23.05.2007
Срок погашения/ оферта, лет	3 года/ 1,5 года	5 лет/ 3 года	3 года/ год
Дата погашения	21.05.2010	23.05.2007	19.05.2010
Организатор(ы)	Тройка Диалог	Райффайзенбанк	Банк ЗЕНИТ
Место обращения (Listing)	ММВБ	ММВБ	ММВБ
Web	www.sportmaster.ru	www.uniconf.ru	www.bahetle.com
Прогнозы Банка Москвы			
Ставка купона, % год.	10.05-10.24%	8.04-8.23%	11.52 - 11.71%
Доходность к оферте/ погашению, %	10.30-10.50	8.20-8.40	11.85 - 12.05
Базов. актив	ОФЗ 25060	ОФЗ 25061	ОФЗ 25058
Спрэд, б.п.	443-463	216-236	600 - 620 б.п.

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

АИЖК – хорошая премия при минимальном риске

Выпуск	ГПБ Ипотека	ПИА АИЖК
Серия выпуска	1	1
Объем выпуска, млн. руб.	3000	2900
Гос. номер	4-01-11429-A	4-01-63079-H
Дата начала размещения	20.12.06	23.05.07
Срок обращения (юридический), лет	30 лет	31,5 лет
Дата погашения (юридическая), лет	29.12.36	15.02.39
Ожидаемый срок обращения*, лет	4,8 года	3,5 года
Организатор(ы)	Газпромбанк	Ситибанк
Место обращения (Listing)	ММВБ	ММВБ
Web	http://www.gpb-mortgage.ru	http://www.ahml.ru
Итоги аукциона по размещению облигаций:		прогноз
Ставка купона [Цена, % от номинала], % год.	[102;18]	около 7.05
Доходность к оферте/ погашению, %	7.27	около 7.25
Базов. актив	ОФЗ 25059	ОФЗ 25059
Спрэд, б.п.	98	около 95 б.п.

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

*Ожидаемый срок до погашения при размещении, с учетом, что CPR (коэффициент досрочного погашения по закладным составит 15%)

Дебютный выпуск ипотечных облигаций АИЖК

Одним из ключевых событий этого месяца мы считаем размещение первых ипотечных облигаций АИЖК, которое состоится 23 мая. Инвесторам будет предложен выпуск ООО «Первый ипотечный агент АИЖК» (далее ПИА АИЖК) класса «А» объемом 2,9 млрд. руб. с официальной датой погашения – 15 февраля 2039 года. Тем не менее, затраты на покупку облигаций должны окупиться гораздо раньше - ожидаемая дюрация по выпуску составит 3,5 года (при расчетном коэффициенте досрочного погашения CPR - 15%). Ожидаемая доходность при этом должна составить 7,25 – 7,50% годовых – на 100 – 125 б.п. выше кривой ОФЗ при том, что агентство Moody's присвоило выпуску предварительный рейтинг «А3» - на две ступени выше суверенного рейтинга России. На наш взгляд, выпуск интересен даже при покупке облигаций по нижней границе предварительного диапазона доходности.

Основные сведения по АИЖК

Агентство по ипотечному жилищному кредитованию создано в 1997 г. по аналогу международных ипотечных агентств (Fannie Mae) в целях возросшей необходимости рефинансирования долгосрочных ипотечных кредитов. Единственным акционером АИЖК является государство в лице Росимущества. Основная функция агентства – предоставление средств банкам-кредиторам для рефинансирования ипотечных кредитов.

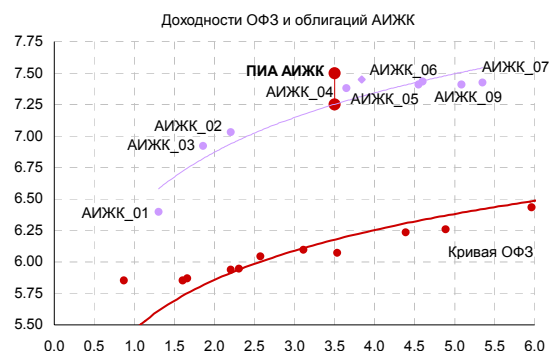
На сегодняшний день компания является второй по объему портфеля ипотечных кредитов после Сбербанка. В 2006 году объем выкупа ипотечных закладных АИЖК увеличился в 3,5 раза. К началу мая 2007 г. АИЖК рефинансировало ипотечные кредиты и займы на сумму 53,6 млрд. руб.

По состоянию на 01.04.2007 совокупные активы АИЖК составили 42 млрд. руб., в т.ч. 37,4 млрд. руб. (89,0%) приходилось на ипотечные кредиты и займы. Собственный капитал компании составляет 5,5 млрд. руб.

Ранее АИЖК выходило на внутренний долговой рынок с выпусками облигаций, гарантии по которым предоставлял Минфин. Планируемый объем госгарантий по корпоративным облигациям АИЖК на период 2007 – 2010 г. составляет 124 млрд. руб. (\$5,1 млрд.).

В настоящее время на рынке обращаются 9 выпусков облигаций на сумму 24,42 млрд. руб. с доходностью 6,4-7,5% годовых и дюрацией 1,3-6,0 лет. Спрэд кривой облигаций АИЖК к кривой ОФЗ составляет порядка 100-125 б.п.

Выпуск ипотечных облигации – дебютный для АИЖК, но не последний в 2007 году. В ходе роад-шоу руководство компании заявило, что готовит более «внушительный» выпуск ипотечных облигаций объемом 10 млрд. руб. Агентство готовит отчетность по МСФО (аудированная отчетность за 2005 год была представлена в конце декабря 2006г.). В 2007 году агентство рассчитывает получить кредитный рейтинг от международных рейтинговых агентств.



Базовый актив

Облигации обеспечены пулом ипотечных закладных, права на который принадлежат ООО «Первый ипотечный агент АИЖК», созданному специально для размещения выпуска. По состоянию на 28.04.2007 года объем ипотечного покрытия составил 7,6 млрд. руб. Т.е. превышал объем выпуска в 2,3 раза. Реестр ипотечного покрытия (РИП) компания раскрывает на ежемесячной основе. Обязательства по основному долгу составляли 42% от объема РИП, 57% - обязательства по процентным платежам по закладным.

Основные характеристики и качество пула закладных

Общее количество закладных, лежащих в обеспечении по данным эмитента составляет 8168 шт. Текущий совокупный остаток основного долга - 3294.8 млн. руб., средний остаток основного долга по закладной 403.4 тыс. руб. Средняя процентная ставка 14,3%.

Средневзвешенный коэффициент LTV (отношение кредита к стоимости имущества) составляет 53,4%. Обычно считается нормальным, если это соотношение не превышает 75%.

Характеристики закладных

Средневзвешенный срок жизни закладной, лет	2.0
Средневзвешенный договорный срок до погашения, лет	15.2
Средневзвешенное текущее значение LTV, %	53.4
Средневзвешенное первоначальное значение LTV, %	57.8
Средневзвешенная годовая процентная ставка, %	14.3

Источники: данные эмитента

Усиление кредитного качества в рамках российского законодательства

Структура выпуска является уникальной для рублевых выпусков облигаций и приближена к международным стандартам, но в части права – полностью регулируется российским законодательством.

Выпуск облигаций выпускается от имени ООО «Первый ипотечный агент АИЖК», созданного согласно законодательству специально для размещения трех траншей (выпусков) облигаций класса «А», «Б», и «В») совокупным объемом 3294,79 млн. руб. и разной степенью субординированности. Наиболее защищенный из них – транш облигаций класса «А» будет предлагаться инвесторам. Облигации класса «Б» и класса «В» предназначены для усиления кредитного качества выпуска. Объем выпусков класса «Б» и «В» составляет 264 млн. руб. и 130,8 млн. руб. соответственно. Все платежи по основному долгу и процентам будут в первую очередь направляться на погашение платежей и основного долга облигаций класса «А». Распределение убытков ложится на облигации разных классов обратным образом.

Ключевой риск – риск досрочного погашения

Одной из ключевых проблем при инвестировании в ипотечные облигации является риск досрочного погашения (prepayment risk), что не позволяет точно оценить дюрацию выпуска, а, следовательно, и доходность инвесторов. Денежный поток по облигациям связан с потоком по исполнению обязательств по закладным, ключевой особенностью которого является досрочное погашение. В этом плане российская статистика еще не очень показательна и организаторы ориентируются на статистику США и небольшую историю рынка ипотечного кредитования в России. Как и в случае с ГПБ-Ипотекой расчетный ожидаемый срок обращения рассчитан исходя из коэффициента досрочного погашения (CPR), составляющим 15% в год, что соответствует сложившейся практике АИЖК. В таком случае ожидаемый срок обращения бумаг должен составить в районе 3,5 лет.

Сравнение АИЖК –Ипотека с ГПБ-Ипотека

Первые рублевые ипотечные облигации были размещены в прошлом году. В конце 2006 года Газпромбанк разместил выпуск облигаций ОАО «Ипотечная специализированная организация ГПБ-Ипотека» на сумму 3,0 млрд. руб. Агентство Moody's присвоило облигациям рейтинг «Baa2», что на две ступени ниже рейтинга, присвоенного ипотечным облигациям АИЖК. В настоящий момент облигации торгуются с доходностью в около 7,5% годовых и дюрацией 3,5 года (при расчетном CPR также составляющим 15%).

Разумно сравнивать выпуски ипотечных облигаций ГПБ-Ипотека и АИЖК с точки зрения качества пула ипотечных закладных и других характеристик, присущих этим выпускам, например, особенности структуры или налогообложения выпусков.

Налогообложение

С точки зрения налогообложения облигации «ПИА АИЖК» облагаются налогом на общих основаниях, в то время как владельцы облигаций ГПБ-Ипотека уплачивают налог по доходам в виде процентов по льготной ставке в 9,0%. Согласно Налоговому Кодексу РФ, доходы по процентным платежам выпусков ипотечных облигаций, размещенных до 1 января 2007 года облагаются налогом по ставке 9,0%.

Структура выпуска

Наличие траншевой субординированной структуры выпуска в случае с ипотечными облигациями АИЖК позволяет инвесторам быть более защищенными от рисков неуплаты. Этот фактор по всей видимости сыграл ключевую роль в более высокой оценке кредитного качества выпуска по версии Moody's

Качество пула закладных

С точки зрения обеспечения и качества пула закладных выпуски ипотечных облигаций АИЖК и ГПБ практически идентичны. Стоит отметить несколько большую «выдержку» портфеля закладных у АИЖК (2 года), более высокую средневзвешенную ставку 14,3% против 13,8% у ГПБ, а также более низкое текущее значение коэффициента LTV (отношение задолженности к стоимости имущества). Такое соотношение в перспективе может привести

Характеристики закладных

	ПИА АИЖК	ГПБ-Ипотека
Средневзвешенный срок жизни закладной, лет	2.0	0.9
Средневзвешенный договорный срок до погашения, лет	15.2	16.5
Средневзвешенное текущее значение LTV*, %	53.4	57.2
Средневзвешенное первоначальное значение LTV, %	57.8	59.1
Средневзвешенная годовая процентная ставка, %	14.3	13.8

Источники: данные эмитента

* LTV - Loan to Value Ratio (Отношение кредита к стоимости имущества). Считается нормальным если это соотношение не превышает 75%.

Состояние ипотечного покрытия на отчетную дату

По состоянию на конец апреля 2007 г. размер ипотечного покрытия более чем в два раза покрывал объем выпусков. Стоит отметить высокий объем денежных средств в реестре ГПБ-Ипотеки (524 млн. руб.), что составляет 17% от объема выпуска и на 2% превышает размер от заявленной величины неамортизируемого резервного фонда.

С точки зрения покрытия облигаций денежными средствами лидерство, безусловно, принадлежит за ГПБ-Ипотекой. Напомним, что максимальная величина резервного фонда «ПИА АИЖК» составляет 7% от объема выпуска.

Ключевые сведения реестра ипотечного покрытия (по сост. на 28.04.2007 г.)

Эмитент	ЗАО "Первый ипотечный агент АИЖК"			ОАО "ИСО ГПБ-Ипотека"		
	млн. руб.	% покрытия	% от выпуска	млн. руб.	%	% от выпуска
Обязательства по ипотечным закладным	7519.1	0.99	228%	6655.7	0.93	222%
Обязательства по основному долгу	3178.5	0.42	96%	н.д.	-	-
Обязательства по процентам	4340.6	0.57	132%	н.д.	-	-
Денежные средства	47.1	0.01	1%	524.0	0.07	17%
Размер ипотечного покрытия (РИП)	7566.2	100.0	230%	7179.7	100.0	218%

Источники: данные реестров ипотечного покрытия эмитентов

«ПИА АИЖК» или ГПБ-Ипотека: что лучше?

На наш взгляд, с точки зрения будущих перспектив привлекательны оба выпуска. ГПБ-Ипотека выглядит лучше с точки зрения обеспеченности и доходности. Объем резервного фонда составляет 15% от объема выпуска против 7% у ПИА АИЖК, а доходность составляет 7,5% годовых против ожидаемой доходности в диапазоне 7,25 – 7,50% по АИЖК и сопоставимой дюрации.

В то же время рейтинг Moody's, на который ориентируются инвесторы, будет являться препятствием для сужения спреда между выпусками. Мы полагаем, что выпуск облигаций «ПИА АИЖК» станет своего рода эталоном для последующих выпусков ипотечных облигаций АИЖК. В то же время, мы ждем потенциал сужения спреда ипотечных облигаций АИЖК к кривой ОФЗ, что приведет к ответной реакции в облигациях ГПБ-Ипотека.

Отношение риск/ доходность «ПИА АИЖК» весьма привлекательны

Выпуск облигаций «ПИА АИЖК» представляется нам очень привлекательным с точки зрения оценки риск/доходность. Агентство Moody's присвоило облигациям предварительный рейтинг А3 (что на две ступени выше оценки суверенного рейтинга Ваа3), в то же время, озвученный организаторами диапазон доходности при размещении в 7,05 – 7,35% годовых предлагает дисконт к кривой АИЖК (около 5 - 35 б.п.) и премию в размере 100 – 125 б.п.(!) к кривой ОФЗ (на участке 3,5 года). На наш взгляд, при ожидаемом сроке в 3,5 года премия за дебютный выпуск, новую структуру, prepayment risk (досрочное погашение) и возможное ограничение в ликвидности (объема в 2,9 млрд. руб. не хватит, чтобы удовлетворить аппетит серьезных игроков) – является слишком привлекательной для того, чтобы игнорировать участие в этом выпуске.

Размещение должно пройти весьма удачно

Мы полагаем, что выпуск будет интересен многим инвесторам, начиная от страховых компаний, частных УК, занимающихся управлением средств пенсионных накоплений и заканчивая коммерческими банками и нерезидентами.

На наш взгляд, выпуск интересен даже при покупке облигаций по нижней границе предварительного диапазона доходности.

Объединенные кондитеры – шоколадное царство**Выпуск облигаций серии 01**

Эмитент	ООО "Объединенные кондитеры-Финанс"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	3000
Гос. номер	4-01-36190-R
Дата начала размещения	23.05.2007
Срок погашения/ оферта, лет	5 лет/ 3 года
Дата погашения	23.05.2007
Организатор(ы)	Райффайзенбанк
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	www.uniconf.ru
Прогноз на аукцион	
Ставка купона, % год.	8.04-8.23%
Доходность к оферте/ погашению, %	8.20-8.40
Базов. актив	ОФЗ 25061
Спрэд, б.п.	216-236

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Объединенные кондитеры (далее Кондитеры, Компания) – крупнейший производитель кондитерских изделий, объединяющий 15 российских предприятий. Общий объем продаж холдинга в натуральном выражении в 2006г. составил 284,7 тыс. тонн, рост к 2005г. – 4,6%.

Доля рынка

На начало 2007г. года Объединенные кондитеры занимали следующие доли рынка:

- конфет в коробках (доля рынка – 20%),
- весовых конфет (доля рынка – 37%)
- карамели (доля рынка – 24%)
- шоколадных плиток (доля рынка -15%).

Всего Кондитеры занимают 14% рынка российских кондитерских изделий.

Ключевыми фабриками Компании являются Красный Октябрь (27,6% от совокупного оборота), Бабаевский (26,9%) и Рот-Фронт (22,2%), генерирующие более 77% выручки.

Акционеры

ОАО «Холдинговая компания «Объединенные кондитеры» была создана в 2001г. для объединения активов кондитерской промышленности. С 2002 по 2005г. Холдинг консолидировал на своем балансе контрольные пакеты 11 компаний, включая фабрику Красный Октябрь. В марте 2005г. была создана компания ОАО Объединенные кондитеры, в которой Холдинговая компания получила 75%-1 акций, правительство Москвы – 25%+1. Помимо уже консолидированных кондитерских активов в состав новой компании вошли Рот-Фронт и Бабаевский.

Продукция

Ассортимент производимой продукции включает шоколад, конфеты весовые и фасованные, карамель, ирис, вафли, халва, печенье, пряники, драже, какао-порошок, мармелад, зефир, торты и восточные сладости.

Основным видом продукции являются наиболее востребованные на рынке конфеты и карамель, производство которых выросло по сравнению с 2005г.

Основные брэнды Кондитеров: Аленка, Бабаевский, Рот-Фронт и Вдохновение, причем Аленка существенно опережает остальные брэнды по объему продаж в натуральном выражении.

Продукция компании ориентирована на средне- и низкоценовой сегменты, на которые приходится 63.82% и 36.18% продаж соответственно.

Дистрибуция

Посредством организованных торговых сетей реализуется всего лишь 10.2%. Большая часть продаж – 86% – проходит через оптовых поставщиков и независимых дистрибьюторов.

Инвестиционная программа

Общий объем инвестиций в 2006-2008гг. утвержден в размере 9 млрд. руб. В 2006г. компания потратила 3,2 млрд. руб. Таким образом, необходимые инвестиции на 2007-2008гг. составят 5.8 млрд. руб.

Основной проблемой Кондитеров на сегодняшний день является перебазирование производства Красного Октября на площадку Бабаевского. Затраты по строительству нового корпуса под производственные мощности Красного Октября составят около 2,3 млрд. руб.

Цель займа

Средства, привлеченные с помощью данного облигационного займа, компания планирует направить на реализацию инвестиционной программы (70%) и на реструктуризацию кредитного портфеля (30%). Таким образом, долговая нагрузка эмитента увеличится на 2,1 млрд. руб. (~73 млн. долл.).

Финансовые показатели

Начиная с 2003г., ОАО «Холдинговая Компания «Объединенные Кондитеры» составляет консолидированную отчетность согласно МСФО. В нашем распоряжении имеется аудированная отчетность Кондитеров за 2004-2005гг., консолидированная неаудированная отчетность компании за 9 мес. 2006г., а также прогнозные оценки отдельных финансовых показателей эмитента за 2006-2007гг.

Основные финансовые показатели Объединенных Кондитеров, млн. долл.

	2004	2005	9М2006	2006П	2007П
Выручка	572	636	476	759	921
ЕБИТДА	93	110	71	114	138
Чистая прибыль	50	68	41	76	89
Активы	323	382	491	508	796
Долг	20	18	33	49	204
Долгоср. долг/ Долг	33%	83%	59%	59%	100%
Рент-ть по ЕБИТДА	16.2%	17.2%	15.0%	15.0%	15.0%
Чистая рент-ть	9%	11%	9%	10%	10%
Долг/ЕБИТДА	0.2	0.2	0.3	0.4	1.5
ЕБИТДА/Проценты	-19.7	276.1	59.0	38.7	
Долг/Активы	6%	5%	7%	10%	26%
Долг/Выручка	3%	3%	7%	6%	22%

Источник: данные Группы

Красным цветом выделены оценки Банка Москвы

Активы

По состоянию на 1 октября 2006г. активы компании составляли 491 млн. долл. Рост активов в 2005-2006г. связан с описанной нами ранее реорганизацией.

Долг

На начало 2007г. объем долга составлял 49 млн. долл., 59% которого было представлено долгосрочными займами с погашением в 2011-2014гг. К 2007г. Группа собирается довести долю краткосрочных кредитов до нуля.

Поскольку компания генерирует существенный денежный поток от операционной деятельности, Объединенные Кондитеры имеют возможность развиваться за счет собственных средств. Мы отмечаем крайне умеренный рост долга в 2004-2006гг., однако обращаем внимание на скачок в долговой нагрузке по прогнозу компании на конец 2007г. Кроме облигационного займа, компания планирует дополнительно занять около 80 млн. долл. Большая часть привлекаемых средств необходима для финансирования проекта по переносу производства с площадки Красный Октябрь на территорию концерна Бабаевский.

Несмотря на рост долга в 2006-2007гг. долговая нагрузка Объединенных кондитеров – редкий пример консервативной долговой политики, поскольку эмитентов с показателем Долг/ЕБИТДА в рамках 1-2X можно пересчитать по пальцам.

Отчет о прибылях и убытках

Выручка за 2006г. составила 759 млн. долл., показав рост в 19% по сравнению с прошлым годом. По итогам 2007г. компания прогнозирует дальнейший рост объемов продаж.

ЕБИТДА в абсолютном выражении продолжает увеличиваться – в 2006г. показатель достиг 114 млн. долл. В то же время рентабельность по ЕБИТДА снижается – с 17.2% в 2005г. до 15% в 2006г. Тем не менее, эффективность бизнеса остается высокой.

Чистая рентабельность сохраняется на уровне 9-10%.

Вывод:

Мы оцениваем кредитное качество Компании как высокое. Благодаря стабильному операционному потоку и хорошей рентабельности Объединенные кондитеры имеют возможность финансирования за счет собственных средств. Значительный рост стороннего финансирования не вызывает у нас опасений, поскольку даже с учетом привлеченных займов, долговая нагрузка Кондитеров остается низкой.

Сравнительный анализ

Кондитерская отрасль пока не представлена на рублевом рынке облигаций, поэтому в качестве бенчмарка для Кондитеров из компаний, уже представленных на рынке

Финансовые показатели Кондитеров и ВБД в 2006г.

Показатель	Объединенные кондитеры	ВБД
Выручка	476	1 762
ЕБИТДА	71	234
Чистая прибыль	41	109
Активы	491	1 176
Долг	33	428
Долгоср. долг/ Долг	59%	70%
Рент-ть по ЕБИТДА	15.0%	13.3%
Чистая рент-ть	8.7%	6.2%
Долг/ЕБИТДА	0.3	1.8
ЕБИТДА/Проценты	59.0	15.1
Долг/Активы	6.7%	36.4%
Долг/Выручка	6.9%	24.3%

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

облигаций, мы выбираем ВБД, подходящего для сравнения с Кондитерами благодаря ведущим позициям в сфере своего присутствия, а также хорошему кредитному качеству. Кроме того, облигации ВБД являются традиционным ориентиром для бумаг качественных эмитентов пищевого сектора.

Как видно из таблицы справа, ВБД уступает Объединенным кондитерам по рентабельности. Кондитеры также имеют лучшее покрытие процентов и соотношение долга к выручке и активам. Что касается показателя Долг/ЕБИТДА, то мы знаем, что у Объединенных кондитеров он превысит 2X и достигнет 200 млн. долл. по итогам 2007г., поэтому говорить о более высокой долговой нагрузке ВБД справедливо лишь в рамках 2006г., держа в голове 6-кратный рост долговой нагрузке у Кондитеров.

Сравнивая ВБД и Кондитеров необходимо также учесть публичность ВБД и высокую степень раскрытия информации. Акции компании обращаются на фондовом рынке, ВБД имеет рейтинги от международных рейтинговых агентств (В+/Ва3), публикует ежеквартальную отчетность согласно стандартам US GAAP.

Несмотря на то, что ряд ключевых финансовых показателей Кондитеров превосходит ВБД, мы считаем, что кредитное качество последней без сомнения выше благодаря большей финансовой прозрачности ВБД, поэтому выпуск Кондитеров должен размещаться с премией к ВБД.

Ценообразование – вопрос справедливости спреда к ВБД

Организатор займа (Райффайзенбанка) оценивает справедливую доходность Кондитеров на уровне 8.1%-8.5% к оферте через 3 года. Столь широкий интервал, на наш взгляд, указывает на невысокую степень уверенности организатора в том, что бумага будет размещена неподалеку от нижней планки.

Выпуск ВБД в настоящее время торгуется с доходностью 7,84% к погашению через 44 мес., спред к кривой ОФЗ составляет 170 б.п. Соответствующая доходность на срок в 36 месяцев будет составлять 7.80%.

Премия Кондитеров к ВБД складывается из следующих факторов:

- Премия за меньшую прозрачность компании и отсутствие рейтингов
- Премия за дебют

Таким образом, оптимальная доходность выпуска, на наш взгляд, составляет 8,2%-8,4%, что предоставляет инвесторам премию к ВБД в размере 40-60б.п. и премию за дебют к федеральным сетям, которые по кредитным характеристикам выглядят слабее Кондитеров.

Плюсы

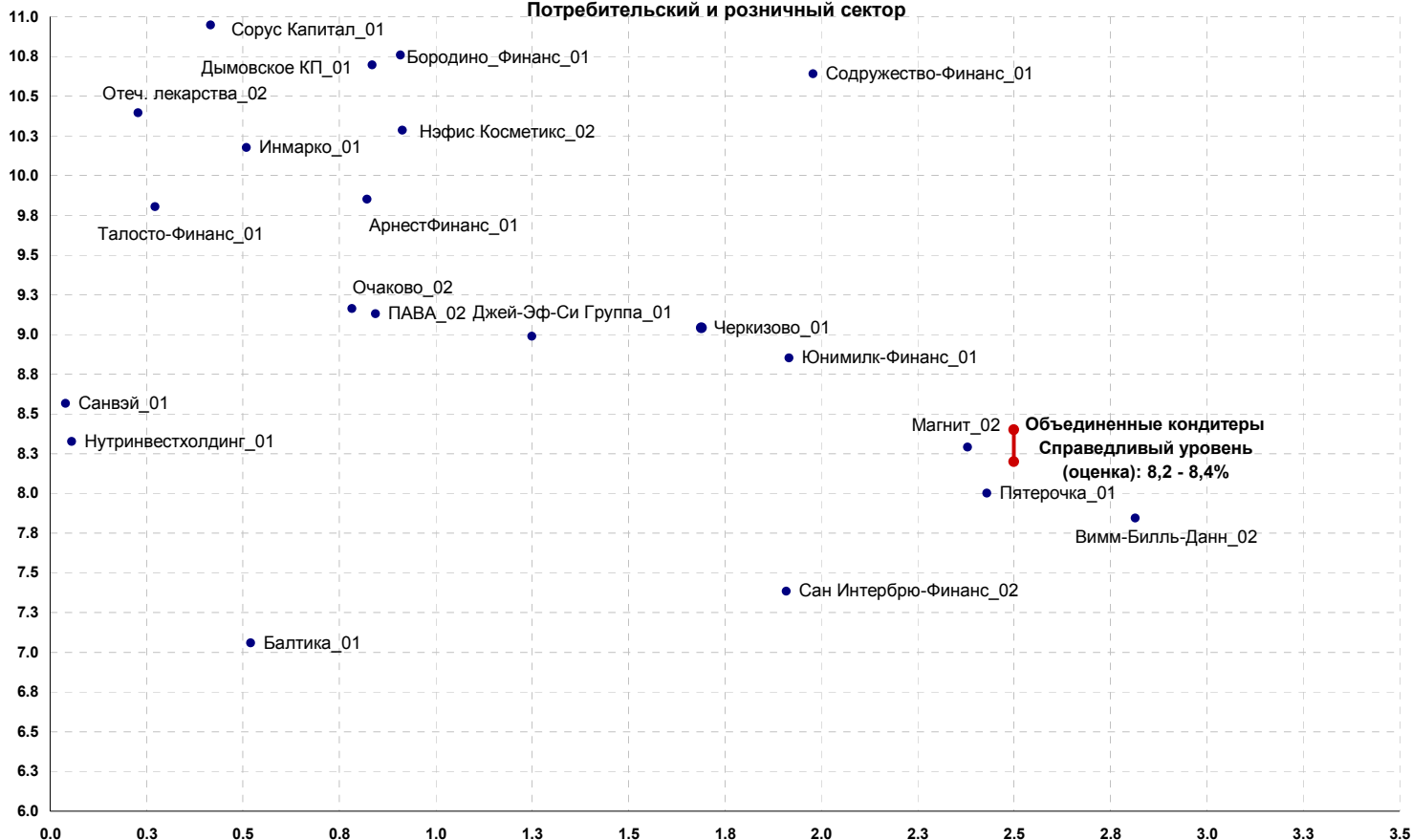
- Высокая для пищевого сектора рентабельность
- Низкая долговая нагрузка
- Лидирующие позиции на рынке кондитерских изделий
- Бренды, приверженность к которым формировалась десятилетиями

Минусы

- Отсутствие консолидированной отчетности по МСФО за 2006г.
- По информационной прозрачности Кондитеры существенно уступают компаниям класса ВБД

Источники: REUTERS, Банк Москвы

Потребительский и розничный сектор



Спортмастер – непрозрачный лидер

Выпуск облигаций серии 01

Эмитент	ООО "Спортмастер Финанс"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	3000
Гос. номер	4-01-36252-R
Дата начала размещения	25.05.2007
Срок погашения/ оферта, лет	3 года/ 1,5 года
Дата погашения	21.05.2010
Организатор(ы)	Тройка Диалог
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	www.sportmaster.ru
Прогноз на аукцион	
Ставка купона, % год.	10.05-10.24%
Доходность к оферте/ погашению, %	10.30-10.50
Базов. актив	ОФЗ 25060
Спрэд, б.п.	443-463

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Профиль эмитента

Группа компаний Спортмастер (Группа) – лидер российского рынка спортивных товаров, представляет собой мультибрендовую сеть. По данным компании доля рынка составляет 26.7%, при этом Спортмастер уверенно обгоняет конкурентов, ближайший из которых – Adidas – занимает 10,6%. Кроме России, Группа реализует спорттовары на Украине (7% торгового оборота) и в Белоруссии (1%).

По состоянию на 1 апреля 2007г. розничная сеть магазинов Спортмастер и Спортмастер-Дисконт насчитывала 101 магазин, в том числе 39 магазинов в Москве и 25 магазинов в Санкт-Петербурге.

Бизнес Спортмастер можно разбить на 3 основных сегмента:

- розничные продажи спортивных товаров (70% оборота Группы) – представлены торговой сетью «Спортмастер»
- дистрибуция спортивных брэндов (24% оборота), в том числе в франчайзинговые сети Спортландия, Foottera, Columbia
- одежда стиля «casual» (6% оборота) – торговая сеть "O'Stin".

Акционеры

Конечные бенефициары Спортмастера не раскрываются в информационном меморандуме, однако, по всей видимости, контрольный пакет Группы сосредоточен в руках топ-менеджеров – основателей компании.

Рынок спорттоваров

Рынок спорттоваров отличается от продуктовых сетей более высокой долей продаж при помощи организованного формата. Доля вещевых рынков в розничных продажах спортивных товаров составляет всего 34%. Еще одно кардинальное отличие от продуктовых сетей – величина среднего чека. В магазинах Спортмастера средний чек составляет 65-75 долл., для сравнения для продуктовых торговых сетей это значение составляет около 20 долл.

Недвижимость и торговая площадь

На начало 2007г. в собственности Спортмастера находилось 43 магазина. С учетом магазинов Спортмастер-Дисконт суммарная торговая площадь составила 132 тыс. кв. м.

Цель займа

На рефинансирование краткосрочных кредитов и займов будет направлено 40% займа или 1.2 млрд. руб. (~47 млн. долл.). Таким образом, долг Спортмастера увеличится на 70 млн. долл.

Остальные средства будут использованы для финансирования развития

- региональной сети магазинов Спортмастер,
- складской инфраструктуры
- нового формата гипермаркета спортивных товаров

С помощью облигационного займа Спортмастер также хочет снизить долю активов, находящуюся в залоге под банковские кредиты.

Планы компании

К 2011г. Спортмастер планирует занять не менее 30% рынка спортивных товаров России, при этом рентабельность операций должна сохраниться на высоком уровне. Кроме того, компания намерена войти в пятерку крупнейших спортивных розничных

сетей Европы.

В рамках сегмента «casual», Спортмастер намерен к 2011г. попасть в тройку ведущих брендов на рынке «casual».

Инвестиции

Ключевым направлением для инвестиций является расширение торговой сети. В 2007г. компания планирует направить более 120 млн. долл. на приобретение недвижимости и оборудования для открытия новых магазинов.

Основные финансовые показатели Спортмастера, млн. долл.

	2004	2005	2006	2007П
Выручка	361	521	668	887
ЕБИТДА	70	100	104	145
Чистая прибыль	46	67	73	94
Активы	270	399	533	724
Долг	57	103	151	231
Рент-ть по ЕБИТДА	19.4%	19.2%	15.6%	16.4%
Чистая рент-ть	13%	13%	11%	11%
Долг/ЕБИТДА	0.8	1.0	1.4	1.6
ЕБИТДА/Проценты	9.3	10.0	8.6	8.4
Долг/Активы	21%	26%	28%	32%
Долг/Выручка	16%	20%	23%	26%

Источник: данные и прогноз Группы

Финансовые показатели

Спортмастер не имеет аудированной отчетности по МСФО. В информационном меморандуме приводится консолидированная управленческая отчетность Группы за 2004-2006гг. и прогноз за 2007г. Компания подчеркивает, что принципы составления этой отчетности отличаются от стандартов МСФО.

Активы

Рост активов в 2006г. составил 33%, что обусловлено органическим ростом внеоборотных и оборотных активов по мере открытия новых магазинов. За год число магазинов выросло с 82 до 101.

Основные средства представлены магазинами и складами, принадлежащие Спортмастеру (59% ОС) и оборудованием (34%). На начало года сумма заложенных внеоборотных активов Группы составляла 26.1 млн. долл. или 13% всех ОС.

Сумма заложенных оборотных средств на тот же период составила 152 млн. долл. или более 90% запасов Группы.

Долг

По состоянию на конец 2006г. кредитный портфель Спортмастера составлял 151 млн. долл., увеличившись по сравнению с 2005г. на 47%. Доля краткосрочного долга снизилась – с 92% в 2005г. до 87% в 2006г. Облигационный заем не сможет удлинить долг компании, поскольку выпуск имеет 1,5 годовую оферту. По прогнозу Группы долг на конец года составит 231 млн. долл., а это значит только 10 млн. долл. сверх рублевого займа.

Ликвидность

Большой объем обязательств вынуждает компанию наращивать денежные средства. Покрытие процентов (ЕБИТДА/%) сохраняется на достаточном уровне в 8.4X-8.6X. Коэффициент текущей ликвидности в 2006г. снизился – с 0,6 до 0,5; что является довольно низким показателем и связано с большой долей краткосрочного долга в кредитном портфеле Спортмастера.

Капитал

Собственный капитал Компании стабильно рос – за 2004-2006гг. рост составил 76%. Благодаря этому, несмотря на довольно высокий объем долга, соотношение Долг/Активы остается на умеренном уровне.

Отчет о прибылях и убытках

В ходе презентации займа менеджмент Спортмастера отметил, что сеть не гонится за экстенсивным ростом и не заинтересована в открытии магазинов ради собственно открытия магазинов. Несмотря на это, рост выручки в 2006г. составил 29%, что ниже показателей продуктовых сетей, однако существенно выше, чем можно было бы ожидать после таких заявлений. Рост оборота был обусловлен открытием новых магазинов, а также успешной маркетинговой стратегией Компании. По итогам 2007г. Спортмастер ожидает выручки в размере 887 млн. долл.

ЕБИТДА в 2006г. увеличилась всего на 4.4%, отражая снижение рентабельности операций Спортмастера. Так, в 2005г. рентабельность по ЕБИТДА составляла 19,2%, а

Плюсы

- Лидирующая позиция на российском рынке спорттоваров
- Высокая рентабельность бизнеса
- Хорошие перспективы рынка за счет роста продаж организованного формата
- Узнаваемый бренд сети
- Магазины Спортмастера представлены в большинстве регионов России

Минусы

- Непрозрачная структура деятельности – центр консолидации прибыли расположен в оффшорной зоне

в 2006г. уже 15,6%. Провал в рентабельности Компания объясняет выросшими операционными издержками, в частности затратами на персонал и аренду. Согласно прогнозу на 2007г. рентабельность по EBITDA восстановится и составит 16,4%.

Вывод: Финансовые показатели компании отражают высокомаржинальный бизнес в сочетании с умеренной долговой нагрузкой. Основная претензия к Спортмастеру – отсутствие аудита и непрозрачная структура Группы.

Ценообразование

Организатор выпуска (Тройка-Диалог) прогнозирует доходность в диапазоне 10,09%-10,62% к оферте через 1,5 года.

Сравнительный анализ

Поскольку на облигационном рынке отсутствуют прямые аналоги Спортмастера, для сравнения мы используем торговые сети потребительского сектора.

Мы считаем неправильным сопоставление показателей Спортмастера с продуктовыми сетями. Во-первых, солидная доля товаров Компании ориентирована на среднюю ценовую категорию и не представляет собой товары первой необходимости, что в корне отличается от продукции, представленной в большинстве продуктовых сетей. Вдобавок, Спортмастер делает большой акцент на брэнд продаваемой продукции, доплачивать за который, к примеру, не готовы в сетях дискаунтеров или магазинах эконом-класса.

На наш взгляд, облигации Спортмастера должны размещаться с дисконтом к облигациям сетей, продающих электронику и бытовую технику, благодаря более сильному кредитному качеству Спортмастера.

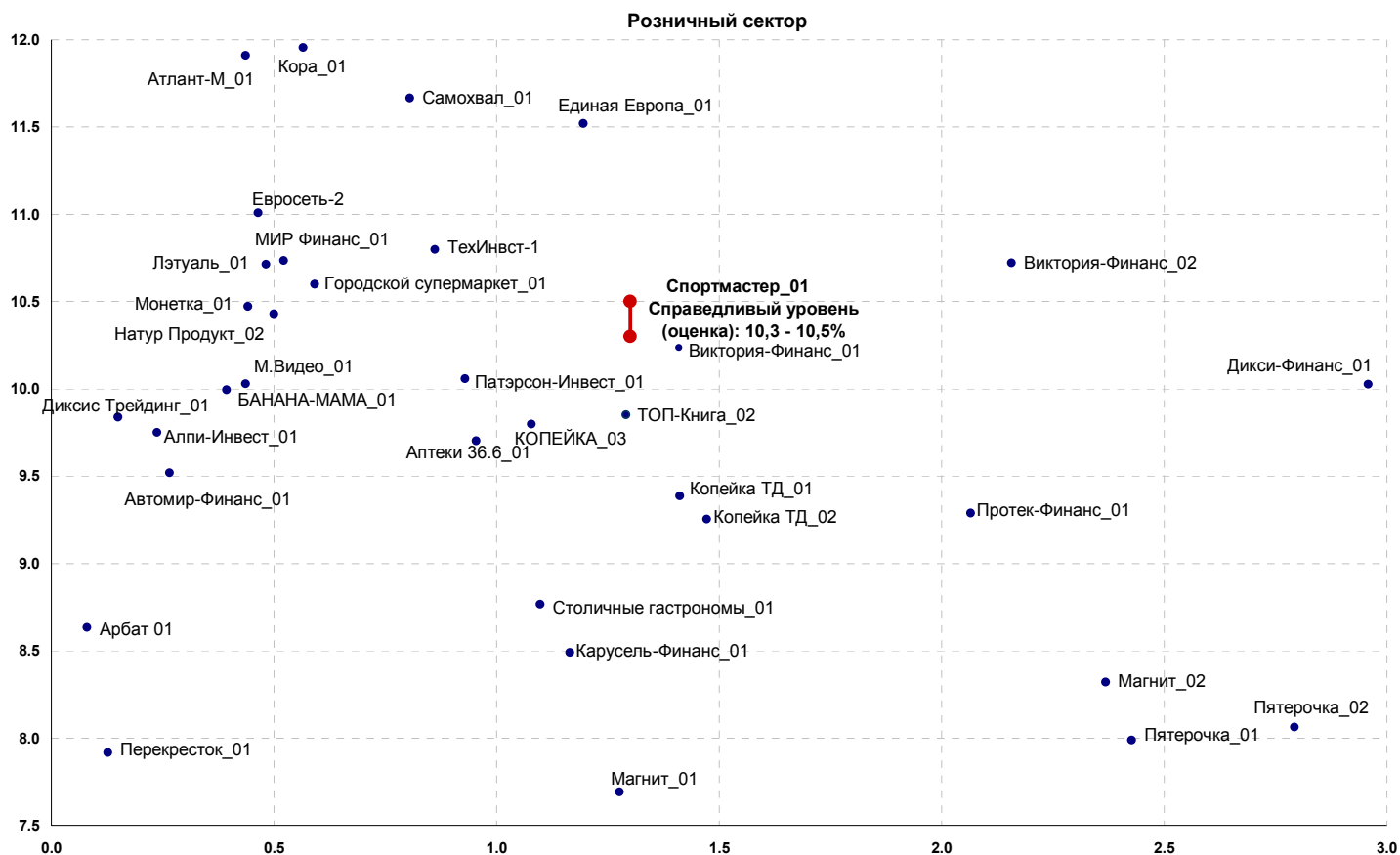
Мы считаем, что ориентиром по нижней границе диапазона может служить выпуск М-Видео, который, по нашему мнению, немного переоценен участниками рынка. Доходность бумаги сейчас составляет около 10,0% на срок в 6.2 мес., для соответствующей дюрации Спортмастера сопоставимая доходность составит 10,3%. Прибавив 20 б.п. в доходности в качестве премии за первичное размещение, получаем 10,5% в качестве верхней границы диапазона. Таким образом, справедливая доходность Спортмастера находится на уровне 10,3%-10,5%.

Мы не рекомендуем инвесторам покупать Спортмастер ниже обозначенного диапазона, т.к. ценовой апсайд выпуска может быть впоследствии ограничен невысокой дюрацией размещаемого бонда.

Финансовые показатели Спортмастера и М-Видео в 2006г.

Показатель	Спортмастер	М-Видео
Выручка	668	1 586
ЕБИТДА	104	75
Чистая прибыль	73	34
Активы	533	536
Долг	151	277
Рент-ть по EBITDA	15.6%	4.8%
Чистая рент-ть	11.0%	2.1%
Долг/ЕБИТДА	1.4	3.7
ЕБИТДА/Проценты	8.6	3.4
Долг/Активы	28%	52%
Долг/Выручка	23%	17%

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Бахетле – розница по-татарски**Выпуск облигаций серии 01**

Эмитент	ООО "Бахетле - 1" (г. Казань)
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	1000
Гос. номер	4-01-36249-R
Дата начала размещения	23.05.2007
Срок погашения/оферта, лет	3 года/год
Дата погашения	19.05.2010
Организатор	Банк ЗЕНИТ
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	http://www.bahetle.com
Прогноз	
Ставка купона, % год.	11.52 - 11.71
Доходность к оферте/погашению, %	11.85 - 12.05
Базов. актив	ОФЗ 25058
Спрэд, б.п.	600 - 620 б.п.

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

Группа «Бахетле», одна из ведущих сетей супермаркетов в республике Татарстан, в российском масштабе является относительно небольшой сетью розничной торговли. Группа работает в сегменте «премиум класса» и в настоящий момент насчитывает 10 супермаркетов: 7 – в Казани и по одному в Нижнекамске, Набережных Челнах и Москве. Помимо основного направления деятельности Группа также получает доход от сдачи недвижимости в аренду, производства продукции животноводства и растениеводства (Бахетле-Агро), кафе и ресторанов. Розничная торговля генерирует порядка 95% всей выручки (по консолидируемым направлениям). Спецификой компании является большая доля в выручке продовольственной продукции собственного производства (около 33%).

В дальнейшем компания планирует по-прежнему оставаться в данном формате, небольшим отступлением может стать только открытие кафе-минимаркетов домашней еды при автозаправках компании «Татнефть». К 2010 г. компания планирует открыть еще 19 магазинов (9 в Москве).

Эмитентом облигационного займа выступает торговый оператор сети супермаркетов ООО «Бахетле-1». Все остальные ключевые единицы Группы, включая ООО «Бахетле-Агро», чьи данные не консолидируются в предоставленной управленческой отчетности, выступают поручителями по займу. Среди них 3 основных собственника имущества Группы - ООО «Крез и К», ООО «Бахетле-3» и ООО «Бахетле».

Акционеры

Основной собственник компании – ее генеральный директор Латыпова М.Х. Другие акционеры предприятий, входящих в Группу «Бахетле» занимают ключевые позиции в менеджменте компании.

Цель займа

- Реструктуризация кредитного портфеля на 500 млн. руб.
- Финансирование инвестпрограммы – приобретение и строительство объектов недвижимости для открытия новых супермаркетов на 500 млн. руб.

По прогнозам Компании финансовый долг по итогам 2007г. составит 2016,7 млн. руб. (около 79,1 млрд. долл.), что выглядит вполне адекватно.

Недвижимость

Из 10 открытых в настоящее время магазинов 7 находятся в собственности компании, а 3 арендуются. В дальнейшем Группа планирует сохранять соотношение собственных и арендуемых площадей в пропорции 70/30. В 2007 году планируется открытие 4 магазинов (3 – в республике Татарстан, 1 – в Москве), только 1 московский магазин будет функционировать на правах аренды. Такое соотношение, на наш взгляд, можно отнести к сильным сторонам компании. Однако на настоящий момент его нивелирует и даже перевешивает тот факт, что в залоге под выданные банками кредиты находится около 51% собственной недвижимости (по площади, по данным информационного меморандума). Совокупная торговая площадь по итогам 2006 года составляла 12,9 тыс. кв. м. (7,9 тыс. кв. м. - в собственности. При этом размер общей площади в собственности 47,3 тыс. кв.м., из которых 51% заложен.

Финансовые показатели

Информационную прозрачность Группы на текущий момент можно оценить как низкую, что, на наш взгляд, является основным минусом компании. Группа

предоставляет только консолидированную управленческую отчетность и при этом не консолидирует одного из поручителей.

Необходимо отметить, что выручка в предоставленных компанией данных дана с НДС, расшифровка по чистой выручке есть только для 2006 года. Таким образом, при сопоставлении с аналогами мы использовали традиционный показатель рентабельности по EBITDA, рассчитанный по чистой выручке, при анализе динамики развития компании – показатель на основе валовой выручки.

В 2006 году выручка (валовая) Группы выросла на 39%, составив 119,9 млн. долл. В 2007 году Группа планирует увеличение этого показателя на 78%. Работа в премиум-сегменте и высокая доля собственной продукции обеспечивает компании высокую рентабельность по EBITDA. По итогам 2006 года показатель составил 12,4% (по чистой выручке). Компания прогнозирует умеренный рост рентабельности по EBITDA, что вполне согласуется с ее планами оставаться в данном сегменте и не следовать модной тенденции мультиформатности.

Финансовые показатели Бахетле, упр. отч. (млн. долл.)

	2005	2006
Выручка с НДС	86.2	119.9
Выручка чистая	-	105.0
ЕВИТ	-	8.7
ЕВИТДА	-	13.0
Чистые процентные расходы	-	4.7
Активы	65.0	124.6
Краткосрочный долг	9.2	27.6
Долгосрочный долг	21.7	34.1
Капитал и резервы	25.3	50.6
Рентабельность по EBITDA*	-	12.4%
Совокупный долг	31.0	61.7
Совокупный долг/ Активы	48%	50%
Совокупный долг/ EBITDA	-	4.8
Долгоср. долг/ Совокупный долг	70%	55%
EBITDA/ Процентные платежи	-	2.7

* рассчитанная по чистой выручке

Источник: данные компании, информационного меморандума, оценки Банка Москвы

Прогнозные показатели Бахетле по данным компании, млн. долл.

	2006	2007П	2008П	2009П
Выручка	119.9	213.6	337.3	566.2
Выручка чистая	105.0	-	-	-
ЕВИТ	8.7	15.1	25.0	53.2
ЕВИТДА	13.0	24.3	44.6	82.0
Чистые процентные расходы	4.7	9.0	13.5	15.7
Рентабельность по EBITDA	10.8%	11.4%	13.2%	14.5%
Рентабельность по EBITDA*	12.4%	-	-	-
Совокупный долг	61.7	79.1	117.5	137.6
Совокупный долг/ EBITDA	4.8	3.3	2.6	1.7
EBITDA/ Процентные платежи	2.7	2.7	3.3	5.2
Выручка/ Совокупный долг	1.9	2.7	2.9	4.1

* рассчитанная по чистой выручке

Источник: данные компании, информационного меморандума, оценки Банка Москвы

Долговая нагрузка

Долговая нагрузка компании на настоящий момент достаточно высока. В 2006 году совокупный долг компании увеличился фактически в 2 раза, составив \$61,7 млн. Показатель долг/EBITDA в 2006 году составил 4,8х. В то же время, учитывая, что 50% займа пойдет на рефинансирование задолженности прогноз Группы по долгу в размере 2016,7 млн. руб. (около 79,1 млн. долл.) представляется реальным. При этом при заложенном небольшом росте рентабельности Долг/EBITDA должен снизиться до 3,3х, что для компаний розничного сектора является приемлемым показателем.

Одно из преимуществ компании, а именно так называемая «нишевость» продукции, частичная ориентация на национальную кухню в собственном производстве (в частности, продажа национальных татарских сладостей) имеет «оборотную сторону медали». С одной стороны, компания может продолжать успешно развиваться в данном формате, получая «дивиденды» в виде высокой рентабельности. С другой стороны, такая специфика деятельности в некоторой степени снижает ее привлекательность для крупных розничных сетей. В связи с возможными сложностями стандартизации снижается вероятность покупки компании «гигантами» розничного бизнеса.

К минусам компании можно отнести относительную непрозрачность и очень высокую долговую нагрузку **поручителя**, отчетность которого не включена в консолидацию.

Финансовые показатели ООО "Бахетле-Агро", млн. долл.

	2005	2006
Дебиторская задолженность	4.06	9.00
Запасы	5.68	9.98
Основные средства и ИС	12.41	28.49
Активы	24.67	53.18
Кредиторская задолженность	6.91	10.74
Совокупный долг	14.45	35.85
Капитал	0.16	0.20
Выручка	8.44	11.55
Валовая прибыль	0.51	1.15
Валовая рентабельность	6%	10%
Долг/Выручка	1.71	3.10

Источник: данные инф. меморандума, расчеты Банка Москвы

Позиционирование займа

Ближайшими среди региональных розничных сетей, присутствующих на облигационном рынке, по размеру выручки являются компании: Виват, Мосмарт и Кора.

Сравнительные показатели компаний розничного сектора за 2006 г., млн. долл.

	Рентабельность				Количество торговых точек			Формат	
	Выручка	ЕВИТДА	по EBITDA	Долг	Долг/выручка	Долг/EBITDA	Регион присутствия		
Бахетле	105	13	12.4%	62	0.51	4.75	Татарстан	10	супермаркеты
Виват	168	13	8.0%	28	0.17	2.11	Пермь и Пермский край	43	мультиформатная
Мосмарт	190	7	3.8%	22	0.12	3.10	Несколько крупных городов, вкл. Москву и Санкт-Петербург	15	мультиформатная
Кора	194	18	9.4%	85	0.44	4.65	Сибирь	19	мультиформатная
Холидей	373	22	5.9%	81	0.22	3.68	Сибирь	60	мультиформатная

Источник: данные компаний, информационных меморандумов, оценки Банка Москвы

Размещения дебютных облигационных выпусков Мосмарт объемом 2 млрд. руб. с офертой исполнением в апреле 2008 года и Виват-Финанс объемом 1 млрд. руб. с офертой в октябре 2008 года состоялись во второй половине апреля. Обе бумаги еще не появились на вторичном рынке. На аукционе по размещению выпуска Мосмарт-01 доходность составила 11,3% годовых, спрэд к кривой ОФЗ 566 б.п. При размещении Виват-Финанс доходность составила 12,36% годовых, спрэд к ОФЗ – 641 б.п. Однако столь существенная разница, на наш взгляд, является необоснованной.

Выпуск Кора_01 обращается с доходностью около 12% годовых к оферте исполнением в январе 2008 года. С точки зрения долговой нагрузки компании близки друг к другу, при этом рентабельность Кору несколько меньше. Однако, весомым аргументом в пользу Кору говорит недавнее объявление об объединении компании с другим крупным сибирским торговым оператором Холидей, что, по нашему мнению, дает бумаге апсайд порядка еще как минимум 50 б.п.

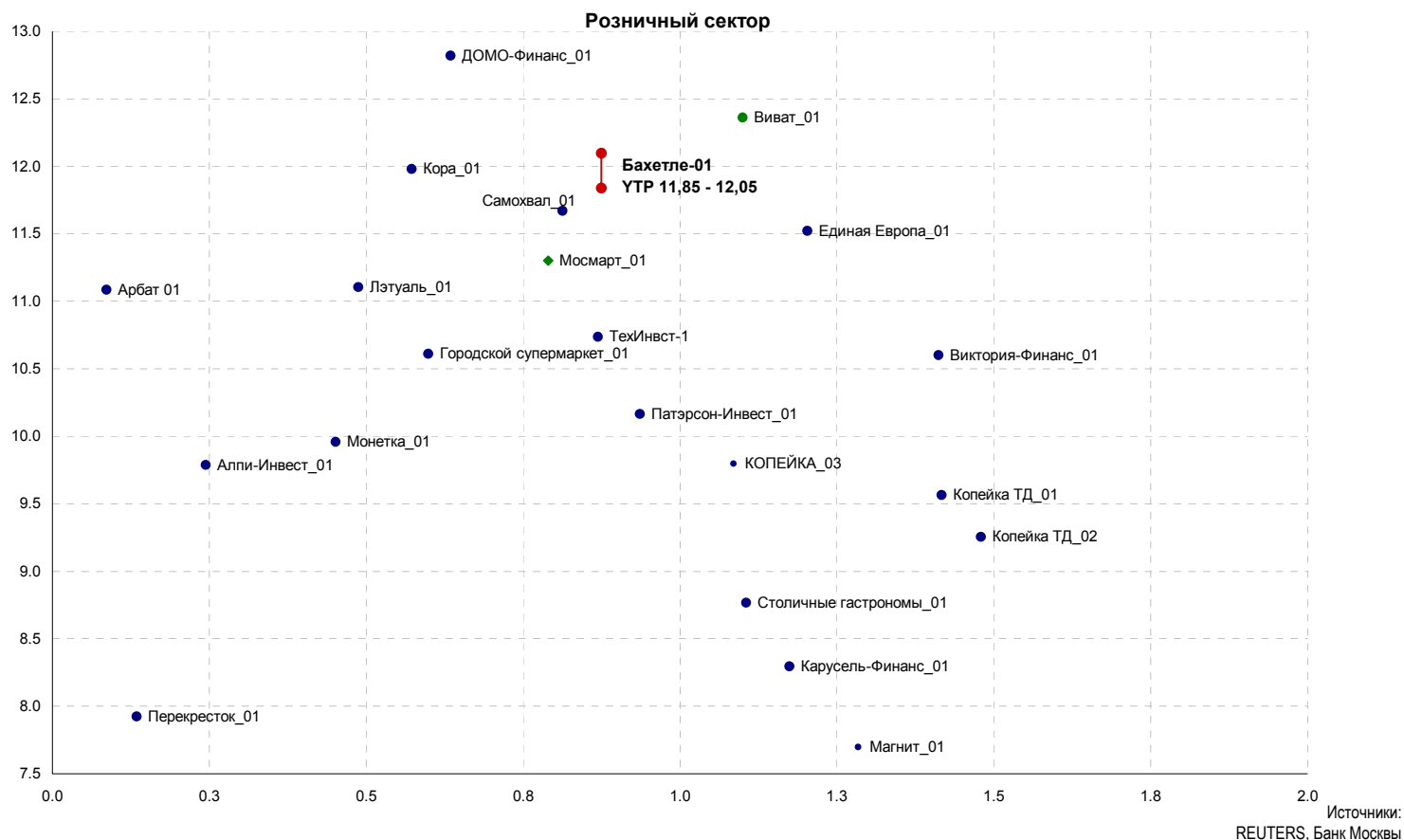
На наш взгляд, на наступающий момент справедливо оценен только выпуск Мосмарта. Как выпуск Кору, так и выпуск Виват-Финанса недооценены рынком и имеют дальнейший апсайд.

С точки зрения информационной прозрачности Мосмарт и Бахетле выглядят примерно одинаково – для обеих групп этот фактор является минусом. Обе компании не консолидируют отчетность по отдельным поручителям. С точки зрения долговой нагрузки Мосмарт выглядит лучше. В то же время поручитель по займу Мосмарта Гиперцентр и один из поручителей по займу Бахетле в гораздо большей степени обременены долгами. Плюсом Мосмарта, который мы заложили в оценке справедливого спреда, является тот факт, что по выручке он превышает Бахетле почти в 2 раза. Меньшая долговая нагрузка Мосмарта компенсируется существенно большей рентабельностью Бахетле.

Ценообразование

Организатор займа (Банк Зенит) ориентирует рынок на доходность к годовой оферте на уровне 11,6 – 12,2% годовых.

На наш взгляд, Бахетле представляет собой типичного эмитента третьего эшелона. Мы нейтрально оцениваем грядущее размещение, поскольку не уверены в том, что объявленный организатором диапазон доходности в полной мере учитывает все риски Бахетле, а также ограниченный спрос на эмитентов третьего эшелона в последнее время.



Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Нефтехимия и нефтепереработка
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Телекоммуникации
Мусяенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Стратегия
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор
Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Отдел анализа рынка облигаций

Стратегия/ кредитный анализ
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru
Стратегия
Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Кредитный анализ
Залеская Анастасия
Zalenskaya_AV@mmbank.ru
Стратегия
Чупрына Татьяна
Chupryna_TV@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.