

# Рублевые корпоративные облигации

26 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Магнолия: комментарий к размещению » *стр. 3*
- Холидей: M&A – пока не повод для волнений » *стр. 4*
- УРСА-Банк: новый долг снова переоценен » *стр. 5*

## Индикаторы

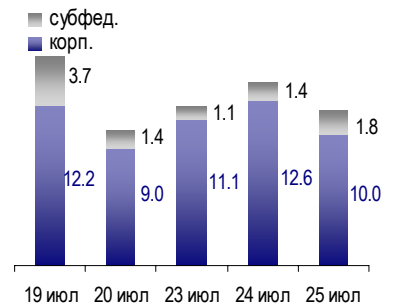
Долларов США за Евро	1.3722	- 0.8 %
Рублей за доллар США	25.4279	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 77.06	+ 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.32%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.04%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	113	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	533.4	- 31.4
Остатки на д/с, млрд руб.	447.5	- 28.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 50.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ВЧЕРА

- Дебютный выпуск Кубаньэнерго (3 млрд руб.) размещен под 7.85% годовых к погашению через 3 года
- Выпуск Северсталь-авто-2 (3 млрд руб.) размещен под 7.7% годовых к ofercie через 3 года
- Дебютный выпуск Роскат-Капитал (1.2 млрд руб.) размещен под 10.3% годовых к ofercie через 1.5 года

## Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

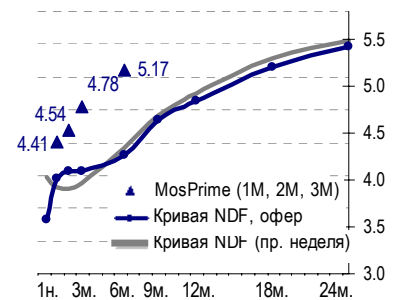
- 26 июл Размещение УРСА Банк-7 (5 млрд руб., oferta через 2.5 года)  
Размещение Синергия-2 (2 млрд руб., oferta через 1.5 года)  
Размещение Магнолия-1 (1 млрд руб., годовая oferta)

30 июл Уплата налога на прибыль

31 июл Платеж за пользование недрами за 2 кв. 2006 г.

31 июл Размещение Держава-Финанс-1 (1 млрд руб., годовая oferta)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	104.25	+ 25	4.8	*6.93%
Газпром-4	105.08	+ 18	2.3	6.13%
ФСК-3	101.15	+ 15	1.3	6.31%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибкадед-3	103.30	+ 30	1.7	7.80%
Пермэнерго-1	100.78	+ 28	2.6	*7.98%
Сибкадед-5	106.50	+ 25	3.5	8.36%

## Лидеры падения

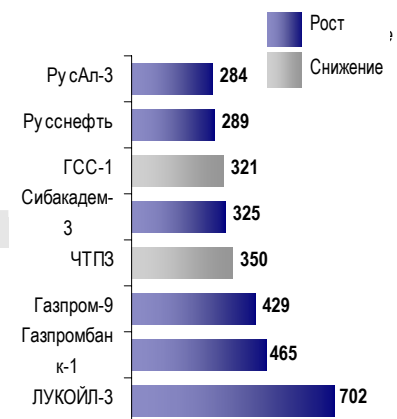
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	103.50	- 19	5.2	6.83%
АИЖК-7	104.47	- 18	5.7	7.08%
АИЖК-3	105.70	- 15	1.8	6.48%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОИА-1	100.85	- 40	2.4	8.82%
Копейка-2	100.04	- 36	1.5	*8.95%
Магнит-1	102.00	- 25	1.3	7.86%

## Лидеры по оборотам



ры по оборотам за день, млн руб.

\*к ofercie

## Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
<b>Трубные компании</b>									
ТМК-2	05/09	Держать	101.30	100.60	6.87	1.56	134	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.80	100.70	6.60	0.56	166	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.75	101.95	7.24	0.87	204	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.25	102.25	7.00	0.88	179	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.35	8.86	1.74	327	350	↑
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	101.15	101.50	7.27	2.11	156	140	↓
<b>ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.</b>									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.45	103.35-103.65	7.27	1.52	176	230-250	↑
<b>Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности</b>									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.35-100.55	8.10	2.33	234	240-250	↑
<b>Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.</b>									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.70	103.25-103.55	8.89	1.52	338	280-300	↓
Интегра-2	19/06	Покупать	103.65	104.55-104.95	9.14	2.12	343	280-300	↓
<b>Электроэнергетика</b>									
<b>Башкирэнерго: кредитный профиль компании ничем не уступает ТГК</b>									
Башкирэнерго-3	23/06	Покупать	101.25	101.50	7.70	1.56	217	200	↓
<b>Тюменьэнерго: недооценена относительно МОЭСК и ТГК/ОГК</b>									
Тюменьэнерго-2	23/06	Покупать	100.50	100.60-100.85	7.63	2.43	184	170-180	↓
<b>ТГК-10: привлекательна по текущим ценам, но потенциал сужения спредов относительно невелик</b>									
ТГК-10	23/06	Покупать	100.40	100.65	7.50	1.80	189	175	↓
<b>ОГК-6: оценена справедливо</b>									
ОГК-6	23/06	Держать	100.20	100.45	7.60	2.49	180	170	↔
<b>ТГК-1: новости по допэмиссии оправдывают текущие высокие цены</b>									
ТГК-1	23/06	Держать	101.00	100.75-100.95	7.45	2.38	168	170-180	↔
<b>ТГК-4: оценена справедливо</b>									
ТГК-4	23/06	Держать	100.50	100.40-100.55	7.44	1.76	184	180-190	↔
<b>ОГК-5: бумаги существенно переоценены относительно других ОГК и сильнейших ТГК</b>									
ОГК-5	23/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.50	7.27	2.02	159	170	↑
<b>ТГК-8: существенно переоценена на волне ажиотажного спроса</b>									
ТГК-8	23/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.60	7.71	1.70	213	220	↑
<b>МОЭСК: текущий спред слишком узок относительно предлагаемого нового долга</b>									
МОЭСК-1	23/06	Фиксировать прибыль	101.65	101.75	7.72	3.50	172	170	↔

## Магнолия: комментарий к размещению

**Ориентир организатора по ставке купона: 12% (доходность к оферте 12.36%)**

Сегодня состоится размещение облигаций продуктовой розничной сети Магнолия (1 млрд руб., оферта через 2 года). В качестве основных рисков, связанных с данными бумагами мы выделяем: очень небольшой размер бизнеса компании, низкую финансовую прозрачность, ожидаемый рост долговой нагрузки и низкую долю собственной недвижимости на балансе компаний группы.

*Организатор ориентирует рынок на ставку купона около 12% (доходность: 12.36%, спрэд к ОФЗ: около 670 б.п.). На наш взгляд, этот уровень доходности в целом адекватен кредитному качеству займа, при этом мы считаем бумаги Магнолии интересными только для инвесторов с очень высоким аппетитом к риску.*

Магнолия – московская продуктовая розничная сеть. Основные характеристики:

- количество магазинов: 74 шт. (+20 – в стадии подготовки к открытию), торговая площадь: 14.4 тыс. кв. м.
- средний размер магазина: 200 кв. м., формат – «магазин у дома»;
- выручка за 2006 г.: около \$110 млн.

**Валовая маржа - ниже, чем у других дискаунтеров**

С точки зрения бизнес-модели Магнолия принципиально не отличается от других розничных сетей. Однако очень малый масштаб бизнеса определяет ряд специфических финансовых особенностей компании:

- существенно более низкая валовая маржа по сравнению с другими ритейлерами, работающими в формате дискаунтера: около 18% за 2006 г. против 21% у Дикси и 21.5% у Виктории;
- положительный оборотный капитал: длительность отсрочки платежа, получаемой Магнолией от поставщиков меньше, чем срок оборачиваемости товарных запасов – из-за этого компании приходится тратить дополнительные финансовые ресурсы на финансирование оборотного капитала. У большинства крупных ритейлеров ситуация обратная.

**Большая часть недвижимости находится в аренде**

Еще один негативный аспект с точки зрения кредитного качества облигаций связан со структурой владения недвижимостью. По данным информационного меморандума, основная часть недвижимости группы (66 магазинов, более 70%) находится в аренде. Из собственных 28 магазинов всего 8 принадлежат структурам Магнолии, а оставшимися 20 напрямую владеют акционеры компании. Таким образом, основная часть недвижимости группы находится за пределами кредитной базы облигационного займа.

Основные финансовые показатели Магнолии (по сводной отчетности, РСБУ) за 2006 г.:

- выручка: 2.8 млрд руб., валовая маржа: около 18%, операционная маржа: 1.5%;
- долг: около 530 млн руб., Долг/ЕБИТ: более 12х.

**Финансовые показатели, рассчитанные по управленческой отчетности, сильно расходятся с показателями по РСБУ**

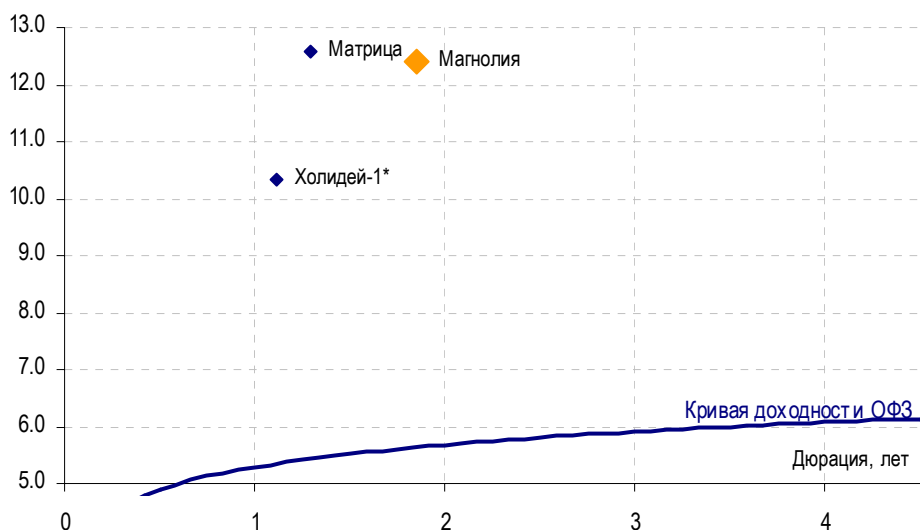
Основной элемент финансовой непрозрачности группы мы видим в существенном расхождении показателей прибыли между отчетностью компаний группы по РСБУ и управленческими данными. По управленческим показателям маржа ЕБИТДА за 2006 г. составила 6.50%, в то время как по российской отчетности этот показатель составил не более 2%. Причина таких расхождений, по нашему мнению, связана с особенностями владения недвижимостью в группе. Из-за этого долговая нагрузка Магнолии, рассчитанная по официальной отчетности (около 10х Долг/ЕБИТДА), также будет существенно отличаться от управленческого показателя (3х Долг/ЕБИТДА).

<i>Планы по инвестициям могут оказаться заниженными</i>	Планы группы достаточно агрессивны: в 2007-2008 г. Магнолия рассчитывает увеличить выручку на 80%. В связи с этим планы по инвестициям в размере около 1 млрд руб., на наш взгляд, являются несколько заниженными. Мы полагаем, что для достижения столь высоких темпов роста компании могут потребоваться существенно более масштабные капитальные затраты на горизонте 2 лет. Также мы с осторожностью относимся к заявленным планам Магнолии по расширению регионального присутствия. По нашему мнению, они также могут привести к существенному росту долга.
<i>Долговая нагрузка в ближайшие 2 года, скорее всего, вырастет</i>	Мы не даем прогнозов долговой нагрузки компании, но полагаем, что в течение ближайших 2 долг компании существенно вырастет по сравнению с текущим уровнем. На фоне низкой рентабельности, отраженной в официальной отчетности это может привести к тому, что долговая нагрузка окажется более чем агрессивной.
<i>Сравниваем Магнолию с Матрицей</i>	Среди ритейлеров, представленных на долговом рынке, по масштабам бизнеса и основным кредитным характеристикам Магнолия в наибольшей степени сходна с Матрицей. Обе компании являются очень небольшими по сравнению с большинством игроков, характеризуются достаточно высокими инвестиционными аппетитами и «специфическими» структурами владения недвижимостью.
<i>Ориентир в целом адекватен кредитному качеству, однако вряд ли стоит рассчитывать на рост цены облигаций</i>	Текущий спрэд облигаций Матрицы составляет около 700 б.п. к ОФЗ, (УТМ: 12.60% к погашению через 1.5 года) что представляется нам вполне адекватной оценкой кредитного риска компании. На наш взгляд, облигации Магнолии должны торговаться на сопоставимых уровнях доходности. В связи с этим ориентир по купону на уровне 12.00-12.10% представляется нам вполне адекватным. Однако мы отмечаем, что инвесторам вряд ли стоит ожидать переоценки кредитного риска компании в течение ближайшего времени. Поэтому мы не видим спекулятивного потенциала роста цены облигаций Магнолии.

### **Холидей: М&А – пока не повод для волнений**

<i>М&amp;А-активность Холидея пока не является существенным фактором риска</i>	Сегодня Коммерсант опубликовал информацию о том, что сибирский ритейлер Холидей планирует приобрести относительно небольшую по масштабам сеть «Лидер», расположенную в Новокузнецке. Помимо этого Холидей, судя по всему, близок к завершению сделки по покупке сети «Кора». В целом М&А активность Холидея, по нашему мнению, способна привести к существенному росту долга компании. Однако мы не считаем этот фактор существенным поводом для опасений держателей облигаций компании.
<i>Ждем подробностей по финансированию сделок</i>	Одна из ключевых особенностей Холидея – стремление финансировать инвестиции не только за счет долговых источников: <ul style="list-style-type: none"><li>• компания активно привлекает private equity инвесторов в капитал, за счет чего уменьшает долговую нагрузку;</li><li>• также у Холидея есть значительный портфель недвижимости крупных форматов, которую компания планирует постепенно продавать для уменьшения долга.</li></ul> Мы ожидаем, что после завершения сделок компания познакомит инвесторов с подробностями относительно схемы финансирования приобретений и озвучит планы по уменьшению долговой нагрузки.
<i>Рост долговой нагрузки уже учтен в спредах облигаций Холидея</i>	Поскольку при оценке «справедливой» доходности мы закладывали фактор временного роста долговой нагрузки в цену облигаций, мы не видим причин для пересмотра отношения к бумагам компании. По нашему мнению, текущие спрэды Холидея в 500 б.п. к ОФЗ (УТР: 10.33% к оферте в октябре 2008 г.) вполне соответствуют кредитному качеству компании.

## Доходность облигаций на 25 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## УРСА-Банк: новый долг снова переоценен

**Ориентир организаторов по ставке купона: 8.40%**

Сегодня состоится размещение 7-го выпуска облигаций УРСА-Банка (Moody's Ba3, Fitch B, объем 5 млрд руб., оферта через 2.5 года). Несмотря на впечатляющий рост активов банка, мы не видим потенциала для повышения его кредитных рейтингов. По нашему мнению, основной проблемой кредитного качества банка остается рост просрочки по портфелю потребительских кредитов. Мы полагаем, что текущие спреды облигаций УРСА-Банка к бумагам ХКФБ неоправданно широки. Ориентир организаторов по ставке купона (8.4%) представляется нам заниженным.

**Агрессивный рост розничного портфеля продолжается**

Отчетность УРСА-Банка по МСФО за 1-е полугодие 2007 года пока недоступна. Банк растет очень быстрыми темпами, поэтому мы считаем отчетность по РСБУ на 01.07.2007г. более репрезентативной по сравнению с МСФО-отчетностью за предыдущие периоды. За 1-е полугодие активы УРСА-Банка увеличились на 37%, собственный капитал (по методике ЦБ) удвоился, а розничный кредитный портфель вырос на 63%.

Основные финансовые показатели УРСА-Банка по РСБУ за I п/г 2007:

- Активы 143.7 млрд руб. (+37% к концу 2006 г.);
- Совокупный кредитный портфель 104.9 млрд руб. (+35%);
- Кредиты физ.лицам 43.8 млрд руб. (+63%);
- Собственный капитал 24.4 млрд руб. (+95%)

**Рентабельность по-прежнему достаточно высокая...**

Если темпы роста сохранятся во 2-м полугодии, банк вполне способен выполнить собственный план по увеличению активов к концу 2007 года не менее чем в 2 раза. При этом банку удастся показывать достаточно высокую рентабельность капитала: предварительное значение ROAE за 1-е полугодие – около 30%.

**...однако проблема роста просрочки по розничным кредитам остается актуальной**

По нашему мнению, основные факторы риска кредитного профиля УРСА-Банка связаны именно с его агрессивным ростом. Российская отчетность не содержит детальных сведений о структуре просроченной задолженности, поэтому мы ориентируемся на данные по итогам 1кв2007, представленные в материалах организаторов:

- доля NPL (более 90 дней просрочки) по розничным кредитам составила на конец 1кв2007 8.0% (против 7.2% на конец 2006 года);
- доля просрочки по собственному розничному портфелю (без учета кредитов, приобретенных у других банков) увеличилась в 1-м квартале с 13.9% до 14.7%.

Мы полагаем, что переход банка на новую систему классификации NPL мог несколько исказить картину по кредитам, выданным в предыдущие периоды. Однако, независимо от выбора алгоритма расчета, говорить о стабилизации или повышении качества розничного портфеля банка преждевременно.

*Пока нет оснований ожидать повышения рейтингов*

По нашим оценкам, доля розничных кредитов в активах УРСА-Банка может превысить 40% к концу года, поэтому проблема роста просрочки в розничном сегменте будет для банка весьма актуальной. Мы по-прежнему считаем, что банк способен преподнести неприятные сюрпризы по результатам текущего года. Несмотря на впечатляющий рост активов, мы не видим потенциала для повышения кредитных рейтингов банка.

*Капитал увеличился в основном за счет гибридных инструментов*

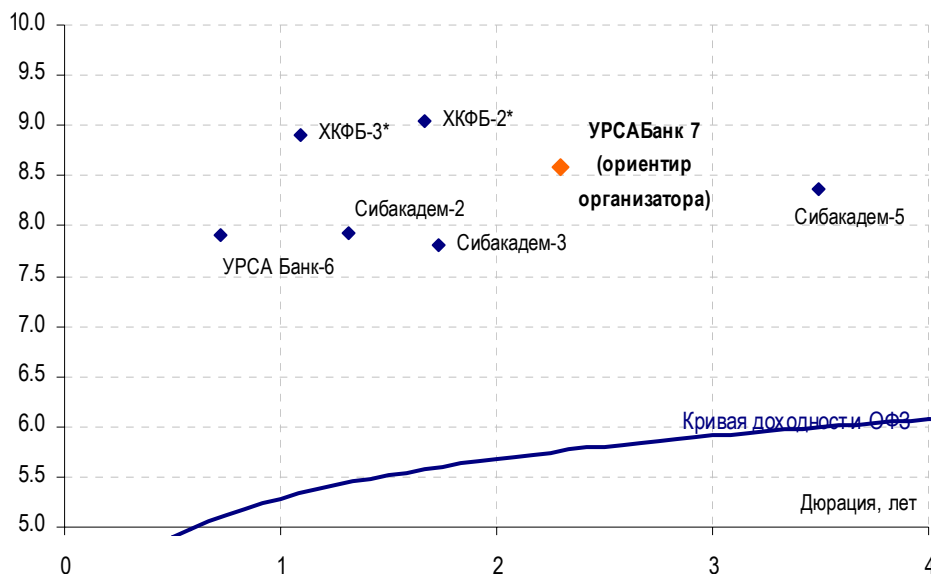
Позитивным фактором является стремление основных акционеров к постоянному увеличению капитализации банка. В июне 2007 собственный капитал увеличился почти вдвое за счет размещения привилегированных акций примерно на \$400 млн. В то же время, мы ожидаем, что рейтинговые агентства будут рассматривать привилегированные акции как гибридный инструмент. Соответственно, достаточность капитала будет оцениваться достаточно консервативно.

Дополнительным фактором, снижающим оценку достаточности капитала будет высокая доля нематериальных активов, связанных с поглощением Уралвнешторгбанка. Приобретение было осуществлено посредством обмена акций, в итоге на балансе УРСА-Банка появился гудвилл примерно на \$250 млн., который может рассматриваться в качестве иммобилизации капитала.

*Бумаги УРСА-Банка не привлекательны по текущим доходностям*

С учетом постоянного предложения нового рублевого долга, сформировавшийся уровень доходности облигаций УРСА-Банка представляется нам заниженными. Мы не считаем оправданными с кредитной точки зрения столь существенные спреды бумаг УРСА-Банка к бумагам ХКФБ. В связи с этим, ориентир по ставке купона нового выпуска (8.40%), по нашему мнению, не выглядит привлекательным.

#### Доходность облигаций на 25 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

---

**ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»**


---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

**Аналитика**

Максим Раскоснов	mrasnosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

---

**Операции на рынке корпоративных облигаций**


---

**Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

**Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
-----------------	----------------------	-------------------

---

**Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций**


---

**Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

**Выпуск облигаций**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.