

# Рублевые корпоративные облигации

4 сентября 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- 7К: новости нейтральны, бумаги привлекательны » *стр. 2*
- Магнит: финансовые результаты 1-го полугодия » *стр. 3*

## Индикаторы

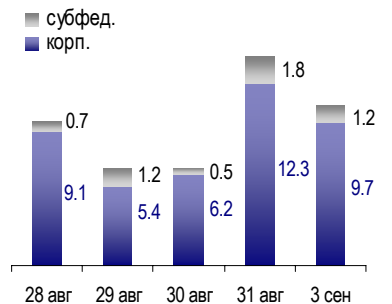
Долларов США за Евро	1.3620	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.6247	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 73.36	+ 1.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.53%	- 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.93%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	143	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	431.1	- 21.1
Остатки на д/с, млрд руб.	273.2	+ 67.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 40.0	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- НГК Итера планирует второй выпуск (5 млрд руб., 5 лет)

## Объем торгов на ММВБ

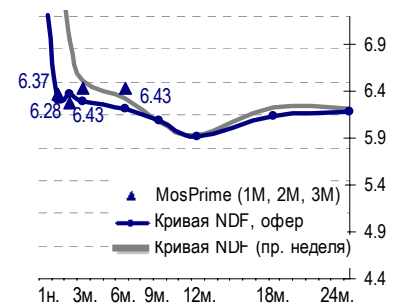


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (17 млрд руб., дюрация 8.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (22 млрд руб., дюрация 12.8 года)
17 сен	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Аукцион ОБР-3 (250 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	101.26	+ 51	4.7	*7.57%
АИЖК-7	101.20	+ 40	5.5	7.67%
ЛУКОЙЛ-4	101.40	+ 40	5.0	7.24%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	103.00	+ 50	1.4	8.12%
ХКФБ-3	99.19	+ 49	1.0	*10.68%
Русфинанс-4	98.75	+ 25	2.3	8.49%

## Лидеры падения

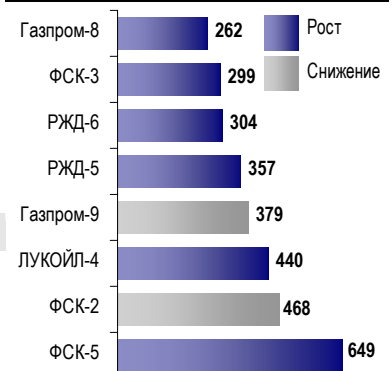
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	99.25	- 75	3.1	7.49%
АИЖК-6	100.05	- 22	4.7	7.60%
ФСК-2	102.93	- 9	2.5	7.20%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-5	97.00	- 48	1.0	*12.03%
Копейка-2	97.75	- 25	1.4	*10.78%
АК БАРС-2	99.70	- 23	1.3	8.39%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

**7К: новости нейтральны, бумаги привлекательны**

*Крупный западный инвестфонд может купить 60% холдинговой компании 7К*

Сегодня Коммерсант сообщает о подписании предварительного договора о продаже 60% холдинговой компании «7К-Инвестхолдинг» инвестиционному фонду TPG Capital. По информации газеты, сделка может быть закрыта до конца 2007 года, основные совладельцы компании – Владимир Груздев и Александр Занадворов - продадут равные пакеты и сохранят по 15-20% акций компании. По нашему мнению, новость пока нейтральна для кредитного профиля 7К, хотя в перспективе может позитивно повлиять на темпы роста бизнеса компании. Мы также считаем одним из важных последствий сделки фактическую интеграцию в состав группы недвижимость 65 магазинов 7К, которая сейчас находится в собственности Мкапитала.

*Сделка должна быть завершена до конца 2007 года, в настоящее время проводится due diligence*

В настоящее время ЗАО «7К-Инвестхолдинг» контролирует около 75% акций ОАО «Седьмой Континент», а также почти 100% ОАО «Мкапитал» - неконсолидированного держателя значительной части торговой недвижимости группы. TPG Capital – один из крупнейших фондов прямых инвестиций, известный по ряду многомиллиардных сделок LBO в различных отраслях. Информация о возможной сделке с TPG Capital появилась в прессе еще в июле, но тогда речь шла о продаже 50%-го пакета в холдинговой компании. Продажа 60% означает, что TPG получит контроль примерно над 45% акций ОАО «Седьмой Континент».

*Возможный позитив, связанный с новым акционером – скорее перспективы на будущее*

Мы полагаем, что до завершения сделки вряд ли стоит ожидать каких-либо активных действий со стороны TPG. По нашему мнению, до конца 2007 года долговая нагрузка 7К все же увеличится с уровня прошлого года, но останется ниже, чем у основных конкурентов – Х5 и Магнита. Потребности 7К в инвестициях на текущий год составляют 6-8 млрд руб. Пока нет более точной информации о структуре сделки с TPG Capital и возможных изменениях в менеджменте 7К, давать оценку ее потенциального влияния на финансовые показатели ритейлера достаточно сложно. Поэтому мы сохраняем прогноз по показателю Долг/EBITDA по итогам 2007 года на уровне 1.5-2.0х.

*Компания нуждается в ускорении роста, и TPG может помочь*

Мы считаем, что в случае успешного завершения сделки инвестиции TPG Capital могут быть направлены на финансирование M&A. С нашей точки зрения, 7К нуждается в увеличении темпов расширения сети, прежде всего, открытий новых магазинов. В 1-м полугодии 7К существенно уступал по этому показателю другим крупным ритейлерам, открыв только 1 супермаркет и 1 гипермаркет. Медленный органический рост может негативно отразиться на рентабельности, т.к. отдача от инвестиций в недвижимость и строительство гипермаркетов в регионах проявляется с существенным временным лагом.

*Для текущей оценки риска 7К новость нейтральна; ждем финансовых результатов*

Мы рассматриваем возможное появление нового мощного акционера как фактор, способный позитивно повлиять на кредитный профиль 7К, но в средне- и долгосрочной перспективе. Для текущей оценки риска 7К новость скорее нейтральна, поскольку не влечет за собой немедленного роста финансовых показателей. 7К, безусловно, является одним из сильнейших российских ритейлеров, однако для существенного изменения оценки его кредитного качества нужны более убедительные операционные и финансовые результаты.

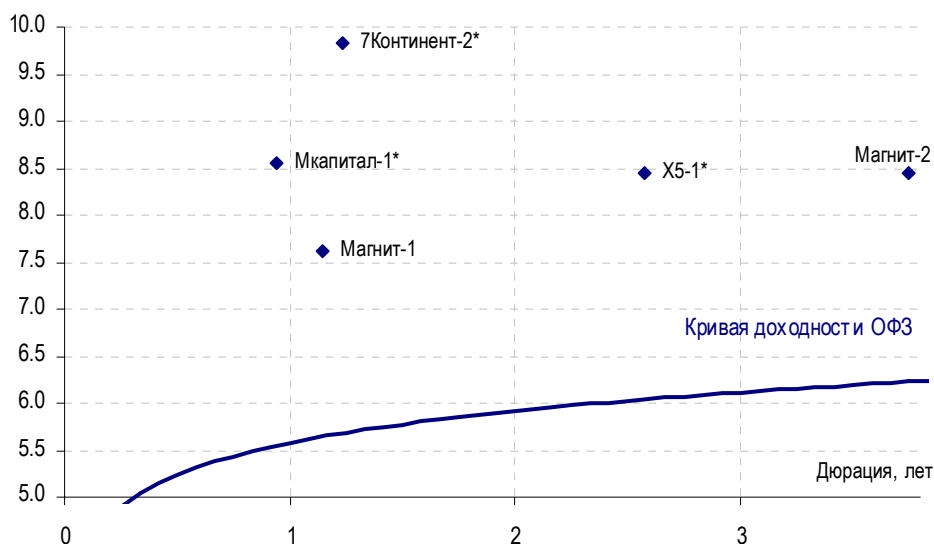
*Облигации значительно подешевели на волне продаж и выглядят привлекательно на новых уровнях*

Тем не менее, облигации 2-го выпуска по текущим ценам выглядят весьма привлекательно. Доходность бумаг резко увеличилась после выхода на вторичные торги, по всей видимости, из-за продаж ряда крупных держателей этих бумаг. В настоящее время бумаги торгуются с доходностью около 9.80% УТР при цене ниже номинала (97.85-98.50%), что явно не соответствует кредитному риску компании. Спрэды облигаций 7К расширились гораздо более существенно по сравнению с бумагами Х5 и Магнита, поэтому мы рекомендуем 2-й выпуск 7К к покупке на новых ценовых уровнях.

**Интерес к бумагам  
Мкапитала сдерживается  
низкой ликвидностью**

Облигации Мкапитала не очень ликвидны, поэтому расширение спредов коснулось их в меньшей степени. Как мы неоднократно отмечали, Мкапитал интересен с точки зрения возможной консолидации недвижимости в группе 7К. На наш взгляд, сделка с TPG может ускорить процесс перехода Мкапитала под прямой контроль группы, и его кредитный риск, таким образом, можно будет приравнять к риску 7К. Однако при текущей разнице в спредах и с учетом низкой ликвидности, облигации Мкапитала вряд ли могут представлять интерес для покупки.

### Доходность облигаций на 3 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

### Магнит: финансовые результаты 1-го полугодия

**Магнит отчитался по  
МСФО за 1-е полугодие:  
результаты вновь  
позитивны**

Сегодня утром Магнит опубликовал аудированные финансовые результаты по МСФО за 1 полугодие 2007 г. Мы отмечаем позитивную динамику основных показателей: компании удается поддерживать высокие темпы роста, эффективно контролировать рост издержек и сохранять умеренную долговую нагрузку. В то же время, мы не видим существенного потенциала для роста цен облигаций Магнита, т.к. их доходность в текущих условиях близка к «справедливому» уровню.

Основные финансовые результаты Магнита за 1 п/г 2007 г.:

- Выручка: 42.7 млрд руб. (+44% к 1 п/г 2006 г.);
- EBITDA: 2.2 млрд руб. (+62% к 1 п/г 2006 г.)
- EBITDA margin: 5.1% (4.5% в 1 п/г 2006 г.)
- Капвложения: \$249 млн (\$128 млн в 1 п/г 2006г.)
- Чистый долг: \$373 млн (\$165 млн на конец 2006 г.)
- Чистый долг/EBITDA: 2.2x (0.9x на конец 2006 г.)

**Отмечаем повышение  
рентабельности...**

Мы отмечаем рост рентабельности компании после незначительного снижения в 1кв2006. По нашему мнению, компании удастся компенсировать «инфляцию издержек», связанную с ростом расходов на персонал и аренду за счет очень высоких темпов роста выручки и успехам в логистической части бизнеса.

**...и планируем  
увеличение количества  
магазинов в  
собственности**

В течение 1-го полугодия компания открыла 116 магазинов и увеличила торговые площади на 9% по сравнению с началом года. По информации компании, около половины «магазинов у дома», открытых за 1 п/г 2007 г., находятся в собственности Магнита. Мы полагаем, что увеличение количества торговых объектов в собственности также положительно влияет на рентабельность компании.

---

<i>Капзатраты 1-го полугодия: \$249 млн</i>	Капитальные затраты 1-го полугодия составили \$249 млн, что в первую очередь связано с развитием нового формата гипермаркетов в регионах. Заявленный ранее план Магнита по инвестициям на 2007 г. составляет около \$400-500 млн.
<i>Долговая нагрузка: 2.2x Чистый долг/EBITDA</i>	Долговая нагрузка Магнита находится в рамках прогнозов: 2.2x Чистый долг/EBITDA по итогам 1-го полугодия. Исходя из инвестиционных планов компании, мы ожидаем, что до конца года долговая нагрузка существенно не увеличится, а показатель Долг/EBITDA останется в пределах 3.0x. Учитывая высокие темпы развития бизнеса Магнита, текущий уровень долговой нагрузки представляется нам вполне приемлемым.
<i>Облигации Магнита не представляют большого интереса по текущим ценам</i>	Мы позитивно оцениваем кредитный профиль Магнита, однако не видим существенного потенциала роста цен облигаций компании. Спрэд 1-го выпуска Магнита составляет около 200-210 б.п.; 2-ой выпуск торгуется с более широкими спредами, что является скорее премией за колл-опцион. Мы считаем, что облигации Магнита по текущим ценам трудно назвать недооцененными на фоне бумаг X5 и 7К, которые в гораздо большей степени «пострадали» от массовой продажи рублевых облигаций в последние недели.

---

**ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»**


---

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

**Аналитика**

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

---

**Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций**


---

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

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

**Выпуск облигаций**

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

**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.