

Рублевые корпоративные облигации

11 сентября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Холидей: комментарий к отчетности за 1 п/г 2007 » *стр. 2*
- Карусель: цена опциона и новые гипермаркеты » *стр. 4*
- Список РЕПО: ожидаем изменений в нормативной базе » *стр. 4*

Индикаторы

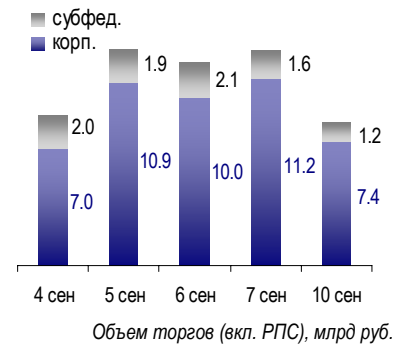
Долларов США за Евро	1.3797	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	25.5639	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 76.15	+ 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.66%	+ 7 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.84%	- 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	152	+ 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	449.1	- 14.2
Остатки на д/с, млрд руб.	232.5	- 2.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 56.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Балтинвестбанк-1 (1 млрд руб., 3 года)

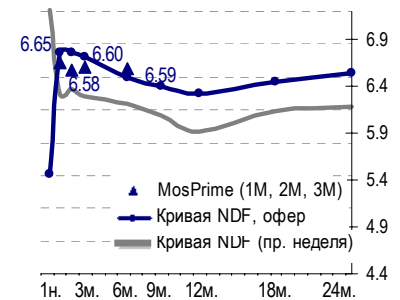
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

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
20 сен	Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-5	100.30	+ 24	0.1	3.74%
ФСК-5	99.60	+ 8	2.1	7.53%
Газпром-4	102.92	+ 1	2.2	7.01%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЧТПЗ	100.70	+ 20	0.7	*8.69%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	100.30	- 140	2.0	7.22%
ЛУКОЙЛ-3	99.13	- 42	3.7	7.47%
РЖД-7	101.25	- 35	4.3	7.38%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-4	97.73	- 119	0.5	13.72%
Петроком-2	98.50	- 50	1.8	9.56%
Сибкадем-3	100.00	- 50	1.6	9.81%

Лидеры по оборотам

Облигация	Обороты (млн руб.)	Динамика
РСХБ-2	215	Рост
АБ Россия-1	229	Снижение
ФСК-5	311	Рост
ЛУКОЙЛ-3	326	Рост
ОГК-6	344	Рост
ВТБ-4	350	Рост
РусСтандарт-6	430	Рост
ВТБ-6	494	Рост

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Холидей: комментарий к отчетности за 1 п/г 2007

Отчетность за 1-е полугодие соответствует прогнозам

На прошлой неделе розничная сеть Холидей ознакомила нас с управленческой отчетностью за 1 п/г 2007. Финансовые результаты в целом соответствуют плановым показателям, заявленным компанией при размещении дебютного облигационного займа. По моему мнению, Холидей может в среднесрочной перспективе стать центром консолидации розничного бизнеса в Сибирском регионе. При этом компания выгодно отличается от многих региональных розничных сетей сравнительно высоким уровнем открытости для инвесторов. Мы полагаем, что бумаги Холидея остаются достаточно привлекательным вариантом при выборе среди облигаций региональных ритейлеров.

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

- Выручка: 5.9 млрд руб. (+28% к 1 п/г 2006 г.);
- EBITDA: 317 млн руб., маржа EBITDA: 5.4%;
- Долг: 3 млрд руб.;
- Долг/EBITDA: около 4.7x

Компания очень активна на рынке M&A в розничном бизнесе

Сравнение с результатами предыдущих лет малоинформативно, т.к. компания активно приобретает менее крупных операторов, и консолидация их финансовых показателей происходит с некоторой задержкой. В 2006 году Холидей купил новосибирскую сеть «Сибириада», а в начале 2007 года закрыл сделку по приобретению омской сети «Экономный». До конца 3-го квартала 2007 г. компания планирует официально объявить об еще одной сделке M&A. Вероятнее всего, речь идет об объединении с крупной красноярской сетью «Кора».

В 1-м полугодии продажи увеличились на 28%; ожидаем ускорение роста после завершения следующей сделки M&A

По мере интеграции сетей мы ожидаем публикации консолидированной отчетности. С учетом новых приобретений (в т.ч. будущей сделки), компания ожидает среднегодовой темп роста выручки примерно на уровне 60%. Мы считаем этот ориентир реалистичным, хотя эффект от будущих приобретений просчитать достаточно сложно. В 1-м полугодии компания показала 28%-й рост выручки по сравнению с pro-forma результатом Холидея и Сибириады за 1 п/г 2006 г.

Рост операционных расходов негативно отражается на рентабельности...

Снижение рентабельности до 5.4% с 6.1% по итогам 2006 года компания объясняет управленческими расходами, связанными с консолидацией сетей, а также особенностями учета скидок и бонусов поставщиков. По итогам 2007 года Холидей планирует восстановить рентабельность до уровня 6-7% за счет повышения эффективности приобретенных магазинов, централизации закупок, оптимизации логистической системы.

...но в целом стратегия компании выглядит вполне убедительно

По моему мнению, стратегия экспансии Холидея выглядит достаточно логичной и фактически следует модели, которой на ранних этапах придерживались федеральные сети. Мы отмечаем ряд ключевых моментов, которые могут определить дальнейшее развитие:

- компания отказалась от направления девелопмента и полностью сконцентрируется на розничном бизнесе – Холидей продает «непрофильную» недвижимость, несмотря на возможное снижение доходов от аренды;
- доля торговой недвижимости в собственности компании составит 30-40% - компания считает данный уровень близким к оптимальному, в т.ч. с точки зрения возможностей по привлечению финансирования;
- для финансирования экспансии Холидей готов также привлекать новых private equity инвесторов по образцу сделки по продаже пакета фонду Ренова Капитал.

Оценка долговой нагрузки по итогам 6 месяцев: 4.7x Долг/EBITDA

Долговая нагрузка компании снизилась в 1-м полугодии с 5.6x до примерно 4.7x Долг/EBITDA. Большая часть средств, полученных от размещения облигаций, была направлена на реструктуризацию кредитного портфеля. Доля долгосрочного долга увеличилась почти до 90% от совокупного долга компании.

Возможное слияние с «Корой» может привести к росту долговой нагрузки...

Инвестиции 1-го полугодия 2007 г. составили 1.1 млрд руб. Сумма включает в себя предоплату по сделке M&A, о которой компания планирует объявить в 3-м квартале. Предоплата стала причиной заметного роста дебиторской задолженности Холидея (на 454 млн руб во 2-м квартале). Поэтому мы полагаем, что схема финансирования сделки все же будет иметь существенную денежную составляющую. Таким образом, M&A-активность Холидея может привести к росту долговой нагрузки по итогам 2007 года.

...которая в значительной степени будет зависеть от структуры сделок M&A...

Помимо сделок M&A, инвестиции направляются на запуск новых и ребрендинг приобретенных магазинов, формирование региональной системы продаж, а также разработку концепции «суперстор» (формат магазинов более высокой ценовой категории «Турне»). Мы считаем, что текущие потребности в финансировании могут быть в значительной степени покрыты за счет недолговых источников, а рост выручки (в том числе за счет приобретений) позволит компенсировать возможный рост долговой нагрузки.

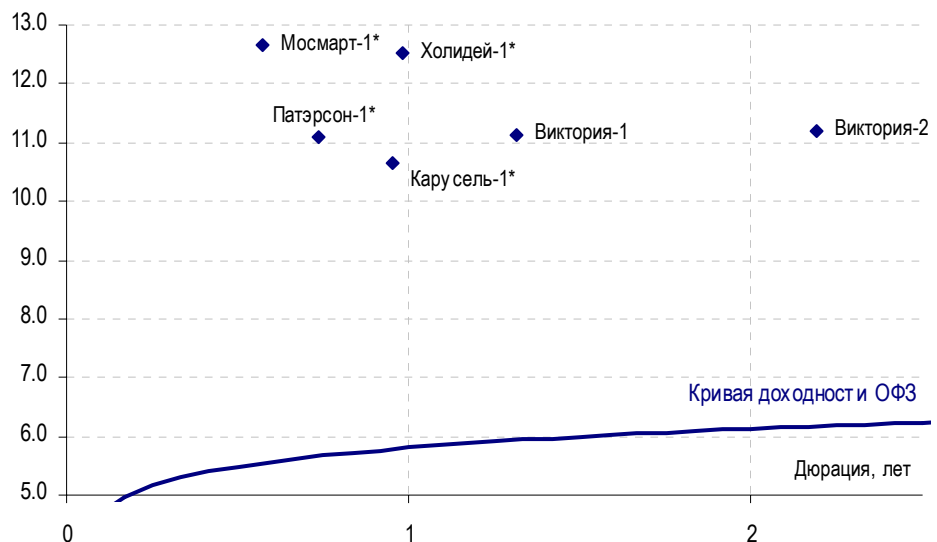
... а также от эффективности приобретаемых сетей

В то же время, мы не ожидаем в среднесрочной перспективе существенного снижения показателя Долг/ЕБИТДА. Долговая нагрузка будет зависеть от структуры финансирования сделок M&A, и не в меньшей степени – от финансового состояния приобретаемых компаний. Мы полагаем, что по итогам 2007 года показатель Долг/ЕБИТДА будет находиться в диапазоне 4-5х.

В целом, мы считаем бизнес-модель компании одной из наиболее интересных среди региональных ритейлеров. Кроме того, Холидей выделяется относительно высокой финансовой прозрачностью: завершается юридическое присоединение Сибириады и Экономного, в дальнейшем активы группы будут сконцентрированы в рамках единого холдинга (ООО «Компания «Холидей»).

Доходность облигаций Холидея составляет в настоящее время около 12.50%, спред к ОФЗ расширился до 650-670 б.п. В текущей рыночной ситуации доходность отражает в большей степени отношение инвесторов к эмитентам 3-го эшелона, чем кредитные характеристики отдельных компаний. Мы воздерживаемся от торговой рекомендации по Холидею. Однако, с нашей точки зрения, бумаги Холидей обладают потенциалом роста цены в случае улучшения общей рыночной конъюнктуры.

Доходность облигаций на 10 сентября



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Карусель: цена опциона и новые гипермаркеты

Карусель может скорректировать планы по открытию гипермаркетов

Сегодня ряд газет комментируют заявление крупнейшего акционера Карусели Андрея Рогачева о сокращении планов по открытию гипермаркетов. Мы позитивно оцениваем кредитный профиль компании, неопределенность относительно исполнения опциона Х5 ограничивает потенциал роста цены облигаций Карусели.

Карусель - относительно «молодой», но вполне успешный проект по строительству сети гипермаркетов. Компания планировала открыть в 2007 несколько новых гипермаркетов, их количество в сети должно было достигнуть 25, а до конца 2008 года - 40. В 1-м полугодии 2007 г. было открыто 3 новых магазина, и, судя по заявлению г-на Рогачева, компания может пока на этом остановиться.

Причина – условия опционного соглашения с Х5, детали которого не раскрываются

Акционеры сочли первоначальные планы по открытию гипермаркетов «невыгодными» с учетом опционного соглашения с Х5, которая имеет право купить Карусель в 1-м полугодии 2008 года. Мы полагаем, что с точки зрения акционеров Карусели дальнейшее расширение сети не компенсируется условиями опциона. Детали соглашения не раскрываются, поэтому сложно оценить, насколько действия Карусели могут повлиять на реализацию опциона Х5.

Замедление инвестиционной программы может привести к снижению долговой нагрузки...

Вполне вероятно, что замедление темпов строительства новых гипермаркетов является переговорным ходом со стороны акционеров Карусели. Однако мы отмечаем, что такой шаг неоднозначен с точки зрения оценки кредитного профиля компании:

- с одной стороны, сокращение инвестиционной программы Карусели может означать снижение долговой нагрузки (с уровня 7.9x Долг/ЕБИТДА на конец 2006 года);
- с другой, ожидаемая интеграция в группу Х5 во многом определяет стоимость риска Карусели как производную от риска Х5 - новость может быть расценена как свидетельство неопределенности относительно реализации опциона и повлиять на отношение инвесторов к Карусели как к «будущей дочке» Х5.

...однако неопределенность в планах Карусели ограничивает потенциал роста ее облигаций

В краткосрочной перспективе мы не ожидаем существенных движений котировок облигаций Карусели, вне зависимости от дальнейшего развития событий. Из-за короткой дюрации выпуска (оферта в сентябре 2008 года) держатели бумаг вряд ли могут рассчитывать на спекулятивный рост после исполнения опциона. Судя по всему, неопределенность относительно продажи Карусели может сохраняться в течение довольно длительного времени, поэтому мы не видим существенного потенциала роста бумаг компании.

Список РЕПО: ожидаем изменений в нормативной базе

Вчера Интерфакс сообщил о решении Банка России изменить минимальные требования к обязательствам, которые принимаются ЦБ в обеспечение по кредитам. Документ опубликован в «Вестнике Банка России» и вступит в силу с 16 сентября. Банк России снижает требования к кредитным рейтингам: в обеспечение будут приниматься обязательства с рейтингом Moody's/S&P не ниже В1/В+ (ранее – Ва2/ВВ).

Мы считаем необходимым уточнить, что речь пока идет об изменениях в тексте Указания Банка России № 1601-У «Об условиях предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных залогом векселей, прав требования по кредитным договорам организаций или поручительствами кредитных организаций». В то же время, список бумаг, которые ЦБ принимает в обеспечение по сделкам прямого РЕПО, напрямую регулируется другим документом – Указанием № 1482-У «О перечне ценных бумаг, входящих в ломбардный список Банка России».

Указание 1482-У также содержит требования к рейтингам эмитентов ценных бумаг, и эти требования пока остаются на прежнем уровне – Ва2/ВВ. Мы ожидаем, что Банк России снизит на 2 ступени рейтинговые требования и по ломбардному списку и, таким образом, существенно расширит объем долговых инструментов, под которые можно получить рефинансирование по ставке РЕПО.

Изменение рейтинговых требований не означает, что ЦБ будет принимать в обеспечение все бумаги эмитентов с рейтингами В+ и выше. Кроме того, Банк России работает с коммерческими банками в пределах лимитов на сделки РЕПО. Тем не менее, мы очень позитивно оцениваем планы ЦБ по совершенствованию системы рефинансирования. На наш взгляд, расширение «списка РЕПО» способно оказать значительную поддержку ликвидности российских банков в случае нового ухудшения рыночной ситуации. По мере публикации данных о включении в список новых бумаг, вполне возможно возобновление интереса к этим облигациям и рост котировок.

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.