

Рублевые корпоративные облигации

25 сентября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Ситроникс: комментарий к размещению » *стр. 2*
- X5: перенос сроков SPO не критичен для долга » *стр. 3*

Индикаторы

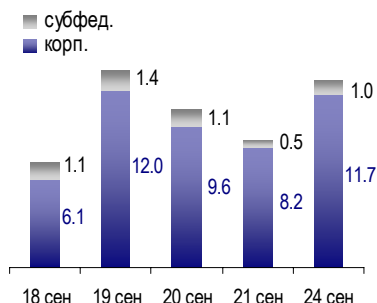
Долларов США за Евро	1.4087	- 0.0 %
Рублей за доллар США	25.0021	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 78.34	- 0.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.58%	- 10 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.78%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	119	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	438.3	- 12.3
Остатки на д/с, млрд руб.	255.3	+ 17.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 18.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 10 октября состоится размещение выпуска Россельхозбанк-4 (10 млрд руб., годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

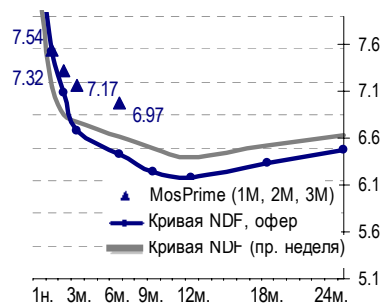


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

25 сен	Размещение Ситроникс-1 (3 млрд руб., 1.5-годовая оферта) Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
28 сен	Уплата налога на прибыль
4 окт	Заседание ЕЦБ по ставкам
15 окт	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	ОФЗ-ПД 26199 (3 млрд руб., дюрация 4.2 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	101.50	+ 140	4.2	7.32%
ЛУКОЙЛ-4	101.35	+ 135	5.0	7.25%
ФСК-4	100.00	+ 130	3.4	7.43%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибкадем-5	97.80	+ 230	3.3	11.01%
Сибкадем-3	98.75	+ 205	1.6	10.68%
Петроком-2	99.70	+ 120	1.8	8.85%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	100.00	- 35	4.7	*7.85%
АИЖК-9	99.29	- 29	5.5	7.84%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТГК-10	97.30	- 220	1.6	*9.53%
Детский Мир	98.20	- 90	5.6	9.02%
ОМЗ-5	100.35	- 41	1.8	*8.78%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Ситроникс: комментарий к размещению

Кредитное качество определяется поддержкой АФК Система

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций Ситроникса (3 млрд руб., оферта через 1.5 года). В настоящий момент Ситроникс находится на начальном этапе становления как самостоятельной компании в высокотехнологичном секторе. Прибыль Ситроникса существенно зависит от контрактов с ключевым клиентом – материнской АФК Система. Кроме этого, в ближайшие 1-2 года компания будет активно инвестировать в расширение производственных мощностей и, как следствие, наращивать долг. Поэтому в среднесрочной перспективе мы не видим фундаментальных предпосылок для переоценки кредитного качества Ситроникса.

Доходность по верхней планке заявленного диапазона соответствует рискам займа

Организаторы займа ориентируют рынок на ставку купона 9.35-9.95% (УТР 9.57-10.20% годовых). Мы склонны рассматривать кредитный риск Ситроникса как производную от риска АФК Система. На данный момент на рынке представлена другая дочерняя компания финансовой корпорации – ВАО Интурист. Учитывая результаты аукциона по размещению выпуска Интуриста в апреле, а также текущую конъюнктуру долгового рынка, мы оцениваем «справедливую» доходность облигаций Ситроникса в 10.00-10.20% годовых к оферте.

Ситроникс входит в число крупнейших российских игроков технологического сектора. Активы компании сосредоточены главным образом в России и странах Восточной Европы. Ситроникс представляет высокотехнологичное направление в рамках холдинга АФК Система, на данный момент корпорация напрямую контролирует 60% акций компании. Бизнес Ситроникса включает следующие основные бизнес-направления:

- телекоммуникационные решения (44% выручки, 90% OIBDA в 2006 году)
- микрoeлектронные решения (8% выручки, 15% OIBDA)
- IT-решения (35% выручки, 12% OIBDA)

Финансовые результаты Ситроникса по US GAAP (млн долл.)

Период	Выручка	OIBDA	Рентабельность по OIBDA	Валовый долг	Долг / OIBDA, раз	OIBDA / Проценты, раз
2005	953	154	16.1%	115	0.8	15.7
2006	1 611	173	10.7%	539	3.1	5.4
I п/г 2007	638	(39)	-	422	-	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки и операционный убыток связаны с переносом сроков выполнения ключевых контрактов

В первом полугодии Ситроникс показал достаточно слабые результаты. Выручка снизилась на 6% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, при этом на уровне OIBDA компания получила заметный убыток (\$39 млн). По данным менеджмента, основной причиной этого стал перенос сроков выполнения крупных контрактов с двумя дочерними компаниями АФК Система - МТС и МГТС. Во втором полугодии компания ожидает положительную операционную рентабельность, при этом показатель OIBDA по итогам года должен приблизиться к нулевому значению. Прогноз Ситроникса по выручке на 2007 год снижен до \$1.6-1.7 млрд.

Высокая зависимость от телекоммуникационного направления приводит к неравномерному поступлению доходов

Операционные результаты за I полугодие свидетельствуют о высокой зависимости компании от телекоммуникационного дивизиона (90% OIBDA в 2006 г.) и ключевого клиента - АФК Система. Так, несмотря на относительно невысокую долю продаж внутри холдинга (23%), компании АФК Система принесли более половины общей величины OIBDA в 2006 году. С учетом того, что выручка по телекоммуникационному направлению формируется главным образом за счет нескольких крупных проектов, сложившаяся ситуация подразумевает неравномерный денежный поток.

**Ожидаем увеличения
долга в среднесрочной
перспективе**

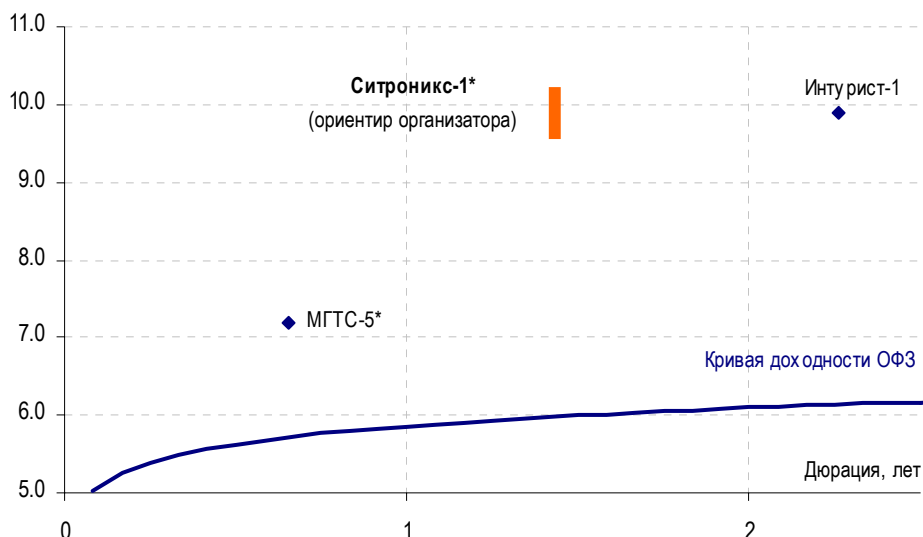
Размещение облигационного займа не приведет к существенному увеличению долга: 87% привлеченных средств Ситроникс планирует направить на рефинансирование текущей задолженности. В то же время мы ожидаем, что компания продолжит наращивать долг в среднесрочной перспективе. Ситроникс планирует активное развитие микроэлектронного направления, для чего потребуются привлечение дополнительного финансирования. Так, в настоящий момент обсуждается возможность создания СП с государством по производству микрочипов по новой технологии, стоимость проекта оценивается более чем в \$2 млрд.

Основным позитивным фактором кредитного качества Ситроникса (-/B3/B-), по нашему мнению, является поддержка со стороны основного акционера - АФК Система (BB-/B1/BB-). Финансовая корпорация рассматривает высокотехнологичный бизнес в качестве одного из стратегических направлений. Согласно недавним заявлениям акционеров, АФК Система намерена развивать Ситроникс и не планирует его продажу.

**«Справедливая»
доходность: 10.00-10.20%
годовых к оферте**

В настоящий момент на рынке обращаются облигации другой дочерней компании АФК Система – ВАО Интурист. При размещении выпуска мы оценивали «справедливый» спред в 370-400 б.п. к ОФЗ. По нашему мнению, Ситроникс является стратегическим активом Системы, который заслуживает более высокой оценки по сравнению с Интуристом. С учетом премии за текущую конъюнктуру рынка, мы считаем, что верхняя граница предложенного ориентира по доходности (10.00-10.20% УТР) соответствует кредитному качеству компании.

Доходность облигаций на 24 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

X5: перенос сроков SPO не критичен для долга

**X5 публикует сильные
результаты за 1
полугодие и объявляет о
переносе SPO**

Вчера X5 опубликовала консолидированную финансовую отчетность за 1 п/г 2007 года и объявила о переносе планируемой допэмиссии акций на 2008 год. В связи с переносом допэмиссии мы корректируем наш прогноз долговой нагрузки. Однако мы полагаем, что публикация финансовых результатов и объявление о переносе сроков SPO, на наш взгляд, не окажут существенного влияния на оценку кредитного качества и котировки облигаций X5.

Доходность бумаг X5 несколько снизилась за последние несколько дней, спред к ОФЗ составляет около 230-240 б.п. В текущей ситуации мы сдержанно оцениваем потенциал роста цены 1-го выпуска X5.

Финансовые результаты X5 Retail Group по МСФО, \$ млн

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA*	Рентабельность EBITDA	Чистый долг	Чистый Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, Раз
2005	2 374	25.9%	231	9.5%	342	1.5x	8.1x
2006	3 551	27.9%	360	10.1%	1 005	2.8x	5.9x
1 пол 2007	2 348	26.3%	234	10.0%	1 140	2.4x	3.7x

*Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка * EBITDA до вычета расходов на опционную программу. Включение затрат на дистрибуцию и транспортных расходов в себестоимость начиная с отчетности за 1 п/з 2007 г. не влияет на расчет EBITDA и основные показатели рентабельности.*

Сохраняем годовой прогноз выручки на уровне \$5-5.2 млрд

Судя по опубликованным ранее операционным результатам, основной рост продаж был достигнут за счет увеличения числа покупателей в Москве и Петербурге. Для закрепления лидирующих позиций X5 должна расти быстрее рынка. Руководство компании озвучило планы по увеличению площади торговой сети за 2007 год на 150 тыс кв м. В течение 1-го полугодия торговая площадь увеличена на 50 тыс. кв м, т.е. основная часть новых магазинов должна быть открыта в 3-м и 4-м кварталах. По нашим оценкам, выручка X5 по итогам 2007 года должна составить \$5.0-5.2 млрд при условии выполнения плана по расширению сети.

Компания сохраняет высокую рентабельность

На фоне сильной динамики роста продаж X5 демонстрирует высокую рентабельность – маржа EBITDA (без учета расходов на опционную программу) остается на уровне 10%. Мы оцениваем рентабельность X5 как очень высокую, учитывая значительную долю магазинов формата «дискаунтер». Мы связываем высокую рентабельность компании со следующими факторами:

- сильные переговорные позиции, значительный доход в виде скидок и бонусов от поставщиков, а также эффект оборотного капитала как результат отсрочек платежей поставщикам на срок 1-2 месяца;
- эффективная логистическая система, единые условия закупок для сетей Пятерочки и Перекрестка в отдельных регионах, экономия на транспортных издержках;
- высокая доля (более 70%) недвижимости в собственности компании.

Рост цен на землю и недвижимость может скорректировать планы по капзатратам

Основные риски связаны с достаточно быстрым ростом цен на землю и недвижимость и затрат на строительство. Экспансия X5 в регионы, а также возможное открытие гипермаркетов, вполне могут привести к росту капитальных затрат выше запланированного уровня. В то же время, инфляция арендных ставок, по нашему мнению, представляет для X5 меньшую проблему, чем для других российских ритейлеров. Мы полагаем, что X5 продолжит выкуп арендуемых универсамов, при этом приобретение магазинов франчайзи и мелких операторов компания относит к категории органического роста.

Денежный поток компании позволяет профинансировать значительную часть капзатрат...

План инвестиций в органическое развитие (включая приобретение недвижимости) на 2007 г. составляет около \$700 млн. По нашим оценкам, за счет операционного денежного потока компания способна профинансировать около 70% от этой суммы. Соответственно, на долговые источники придется не более 30% финансирования инвестиций в органический рост (около 40% от прогнозируемой годовой величины EBITDA).

Сделки M&A могут внести существенные коррективы в план инвестиций X5. Напомним, что рост долга в 2006 г. был связан именно с привлечением синдицированного кредита на \$800 млн для финансирования сделки по слиянию Пятерочки и Перекрестка. В итоге долговая нагрузка компании возросла до 2.8x Чистый Долг/EBITDA (по pro-forma отчетности).

...однако внешние источники неизбежно потребуются для финансирования крупных сделок M&A

По нашему мнению, увеличение долга может потребоваться только для финансирования крупных сделок M&A. В качестве основного источника финансирования сделки по покупке сети Карусель рассматривались средства от допэмиссии акций. Теоретически, перенос сроков допэмиссии может быть связан с проблемами, возникшими в ходе переговоров об исполнении опциона на покупку Карусели. Вне зависимости от реализации опциона, мы считаем маловероятным отказ X5 от приобретений в отрасли: еще одним кандидатом на покупку может стать Рамстор.

*С учетом переноса SPO
долговая нагрузка будет
выше, чем
предполагалось...*

*...однако в случае
необходимости привлечь
средства для
финансирования M&A
компания, скорее всего,
вернется к идее
допэмиссии*

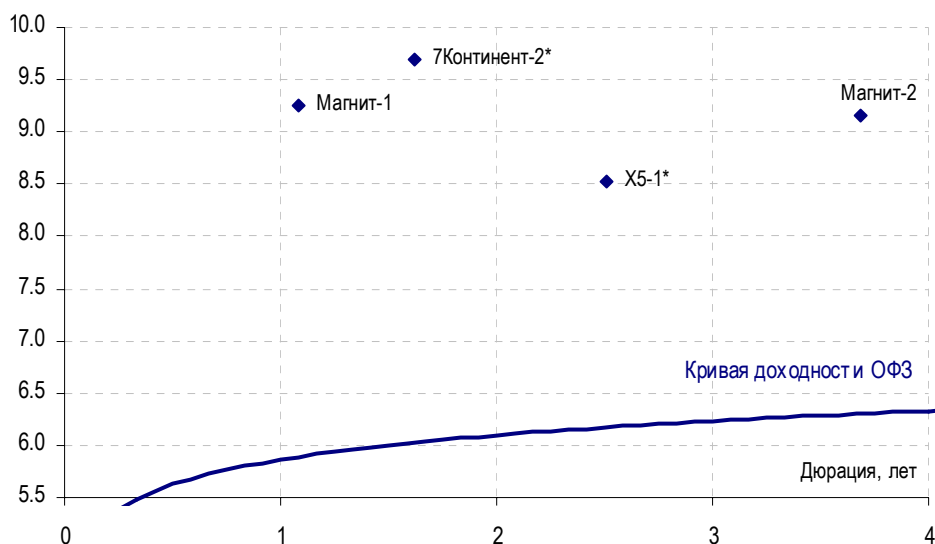
*Собственный лимит X5
по показателю Чистый
Долг/EBITDA: 3.5x*

Соответственно, в случае необходимости оперативно привлечь средства для финансирования крупных сделок компании, возможно, придется вновь использовать долговые источники. Однако мы не разделяем опасений относительно дальнейшего роста долговой нагрузки в связи с M&A-активностью компании, исходя из следующих соображений:

- В июле X5 успешно разместила облигационный займ на 9 млрд руб., средства от которого были направлены на рефинансирование более дорогих выпусков Пятерочки (6 млрд руб.), а также финансирование текущей деятельности. По нашим оценкам, с учетом средств от размещения нового облигационного займа, чистый долг компании в настоящее время не превышает \$1.3 млрд.
- Наш прогноз показателя Чистый Долг/EBITDA по итогам 2007 года (с учетом отмены допэмиссии): 2.5-3.0x, что представляется нам вполне комфортным уровнем для быстрорастущего бизнеса. Компания считает максимально допустимой долговую нагрузку в 3.5x Чистый Долг/EBITDA. Мы также отмечаем, что условиями бридж-кредита предусмотрены следующие финансовые ковенанты: Долг/EBITDA не более 4x; EBITDA/Проценты – не менее 3x.
- Мы полагаем, что в случае необходимости привлечь финансирование в крупных объемах X5 вернется к идее SPO уже в следующем году. До конца 2007 года такой необходимости, скорее всего, не возникнет.

Мы оцениваем новость о переносе сроков допэмиссии в сочетании с сильными финансовыми результатами за 1 п/г как нейтральную для котировок облигаций X5. За последние дни доходность 1-го выпуска X5 (дюрация 2.5 года) снизилась до 8.50-8.60%, что соответствует спреду к ОФЗ 230-240 б.п. В текущей ситуации мы сдержанно оцениваем потенциал дальнейшего роста цены облигаций X5. По нашему мнению, бумаги Седьмого Континента выглядят наиболее недооцененными среди облигаций крупных ритейлеров.

Доходность облигаций на 24 сентября



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

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	npatrahin@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.