

Рублевые корпоративные облигации

2 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Карусель: комментарий к отчетности за 1-е полугодие » *стр. 2*
- Седьмой Континент: требуется ускорение » *стр. 4*

Индикаторы

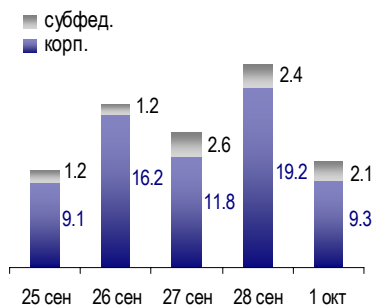
Долларов США за Евро	1.4232	- 0.3 %
Рублей за доллар США	24.8747	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 78.16	- 1.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.57%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.80%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	125	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	567.4	- 8.7
Остатки на д/с, млрд руб.	66.5	- 5.7
Сальдо операций с ЦБ	- 48.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируются выпуски Петрокоммерц-3 (5 млрд руб., 3 года) и Петрокоммерц-4 (3 млрд руб., 3 года)
- РБК Информационные Системы планирует 8 выпусков биржевых облигаций общим объемом 12 млрд руб.

Объем торгов на ММВБ

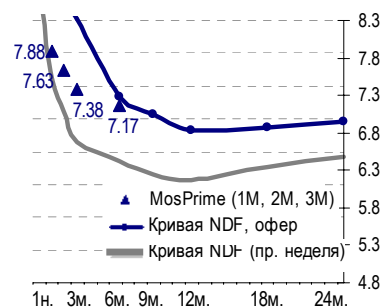


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 окт	Размещение Национальный капитал-1 (3 млрд руб., годовая оферта)
4 окт	Заседание ЕЦБ по ставкам
10 окт	Размещение Россельхозбанк-4 (10 млрд руб., годовая оферта) Размещение ВТБ 24-1 (6 млрд руб., годовая оферта)
15 окт	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	ОФЗ-ПД 26199 (6 млрд руб., дюрация 4.1 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибур-1	98.90	+ 10	1.9	*8.45%
Газпром-6	100.15	+ 5	1.7	6.97%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМК	100.60	+ 80	0.7	8.43%
Сибкадем-5	100.00	+ 50	3.3	10.30%
ХКФБ-2	94.20	+ 45	1.5	*13.79%

Лидеры падения

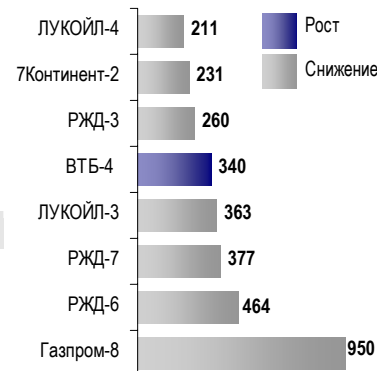
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	99.50	- 140	5.2	7.46%
ЛУКОЙЛ-2	99.90	- 80	2.0	7.43%
Газпром-8	99.25	- 65	3.5	7.34%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-5	95.00	- 300	2.4	*9.95%
Петроком-2	97.00	- 199	1.8	10.52%
ТГК-10	97.00	- 165	1.6	*9.75%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Карусель: комментарий к отчетности за 1-е полугодие

Карусель демонстрирует впечатляющий рост выручки, хотя и с некоторым отставанием от плана

Группа Карусель опубликовала отчетность по МСФО за 1-е полугодие 2007 г. Рост выручки несколько отстает от собственных планов компании, заявленных при размещении облигаций в сентябре 2006 г. Тем не менее, Карусель вновь показала достаточно высокую рентабельность, а долговая нагрузка существенно снизилась по сравнению с 2006 годом.

На наш взгляд, ожидания по переходу компании под контроль Х5 влияют не только на кредитный профиль Карусели в целом, но и на динамику роста бизнеса и, соответственно, на финансовые показатели компании. Мы даем умеренно-позитивную оценку опубликованным результатам, однако не видим потенциала роста цены облигаций дебютного выпуска, поскольку к моменту реализации опциона дюрация выпуска Карусели будет очень короткой.

Финансовые результаты Карусели по МСФО (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	84	8	9.3%	49	6.3x	34.8x
2006	361	29	8.1%	232	7.9x	3.3x
1пол2007	343	29	8.5%	269	4.6x	3.2x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Стартовав в 2005 году, компания планировала уже в 2007-м довести объем продаж до \$900 млн

Кредитное качество Карусели определяется специфическими рисками инвестиционного проекта в бурно развивающемся розничном бизнесе. Компания стартовала «с нуля» в 2005 году. Инвестировав около \$200 млн собственных и заемных средств в строительство гипермаркетов, акционеры Карусели планировали уже в 2007 году выйти на годовой объем продаж примерно в \$900 млн.

Замедление роста сети может отразиться на финансовых показателях

Мы полагаем, что в реальности выручка 2007 года окажется несколько ниже. Однако это отставание обусловлено, прежде всего, корректировкой стратегии, связанной с условиями опциона по выкупу сети группой Х5. Опцион может быть реализован в 1 полугодии 2008 г. Судя по недавнему заявлению крупнейшего акционера Карусели г-на Рогачева, цена опциона не стимулирует расширение сети опережающими темпами. Поэтому Карусель скорректировала собственные планы по открытию новых гипермаркетов. В 1-м полугодии 2007 г. было открыто 3 новых магазина (как минимум вдвое меньше по сравнению с первоначальными планами), и компания может пока на этом остановиться.

Ключевые тенденции: быстрый рост продаж, высокая эффективность, активное использование заемных средств.

Мы подчеркиваем, что результаты 1-го полугодия отражают вполне успешное развитие проекта. Замедление темпов роста сети в большей степени затрагивает планируемые финансовые показатели Карусели 2007-2008 гг. Среди наиболее важных, на наш взгляд, тенденций текущего года мы выделяем следующие.

Прогноз долговой нагрузки по итогам 2007 года: 3.5-4.0x Долг/EBITDA

- По сравнению со 2-й половиной 2006 года компания увеличила выручку на 44%, что соответствует ожидаемому росту доходов по мере «созревания» открытых ранее магазинов и выхода показателя выручки на кв.м. на плановый уровень. Мы полагаем, что выручка снова значительно вырастет и во 2-м полугодии, несмотря на отсутствие новых открытий. Мы также обращаем внимание на рост дохода от аренды площадей в закассовом пространстве гипермаркетов с \$3 млн (1пол2006) до \$5.3 млн за 1пол 2007.
- Карусель вновь продемонстрировала достаточно высокий для «молодой» сети гипермаркетов показатель рентабельности по EBITDA – 8.5%. Мы связываем эффективность сети с высокой валовой маржой (24.4%), которая обеспечивается за счет нескольких факторов: большой доли непродовольственных товаров в структуре продаж, использования системы закупок Пятерочки и 100%-й доли торговых объектов в собственности компании.

- Долговая нагрузка Карусели снизилась с 7.9х до 4.6х Долг/ЕБИТДА. Учитывая планы по сокращению количества новых проектов, прошлый год должен стать пиковым с точки зрения долговой нагрузки. Соответственно, мы ожидаем, что по итогам 2007 года долговая нагрузка еще несколько снизится, хотя в абсолютном выражении долг компании может вырасти на \$30-50 млн. Исходя из консервативного прогноза по росту выручки и рентабельности во 2-м полугодии, мы прогнозируем показатель Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 года в диапазоне 3.5-4.0х.

Компания привлекает банковские кредиты под залог инвестиционных прав и недвижимости

Мы отмечаем, что значительная доля банковских кредитов Карусели приходится на долгосрочное проектное финансирование (сроком до 5 лет). Как правило, такие сделки подразумевают обеспечение в виде залога инвестиционных прав и акций юр.лиц - балансодержателей недвижимости. В целом, структура долгового финансирования Карусели выглядит вполне логично для компании, активно инвестирующей в строительство новых крупных объектов.

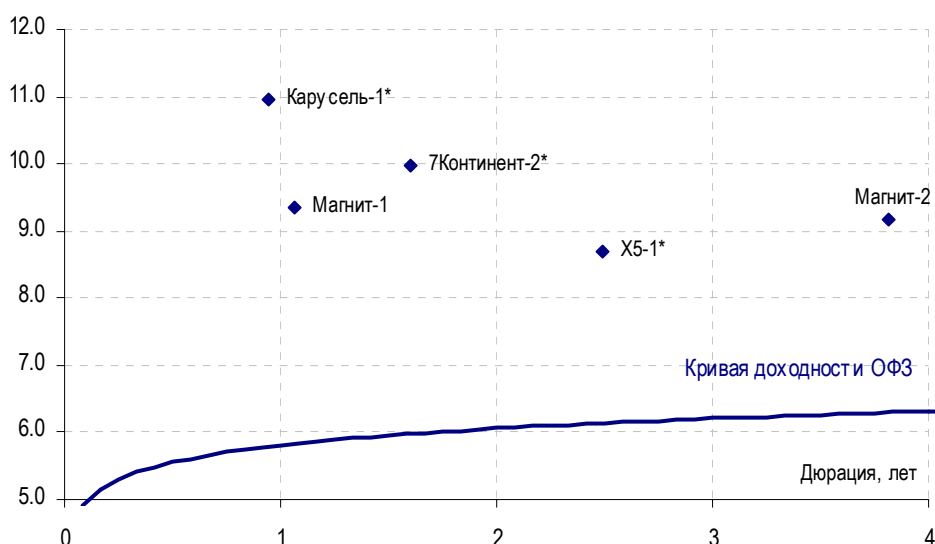
Оценка кредитного риска Карусели зависит от реализации опциона Х5

В последующие годы финансовые показатели (включая долговую нагрузку) будут зависеть от ожидаемой интеграции в группу Х5. Корректировка инвестиционных планов может быть связана со сложностями переговорного процесса по реализации опциона. Тем не менее, мы полагаем, что вероятность этого события остается высокой, т.к. для Х5 выход в формат гипермаркета, по нашему мнению, исключительно выгоден с точки зрения развития бизнеса. В любом случае, Карусель будет интересна крупным инвесторам как достаточно успешный проект или стартовая площадка в розничном бизнесе.

Доходность облигаций Карусели – выше 11% к оферте в сентябре 2008 года

Облигации Карусели в настоящее время торгуются с доходностью 11.15% УТР. В настоящее время мы не видим существенного потенциала роста цены облигаций Карусели. Даже если Х5 реализует опцион в начале 2008 года, потенциал спекулятивного роста будет ограничен из-за короткой дюрации выпуска (оферта в сентябре 2008 года). Бумаги Карусели могут заинтересовать инвесторов, формирующих портфель из подешевевших облигаций с доходностью около 11%: с этой точки зрения Карусель интересна как компания розничного сегмента, обладающая понятной моделью бизнеса и сравнительно высокой финансовой прозрачностью.

Доходность облигаций на 1 октября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Седьмой Континент: требуется ускорение

Облигационный займ увеличил долговую нагрузку до 1.6x Чистый долг/EBITDA

Седьмой Континент (7К) также вчера отчитался о результатах 1-го полугодия. В целом, отчетность компании не содержит неожиданностей. 7К уступает по темпам роста сети другим крупным ритейлерам, зато по-прежнему остается одним из наиболее рентабельных с точки зрения маржи EBITDA. С учетом облигационного займа долговая нагрузка возросла с практически нулевого уровня до 1.6x Чистый Долг/EBITDA.

Открыто всего 5 новых магазинов за год...

По показателю валовой маржи 7К лидирует среди крупных ритейлеров за счет специализации на супермаркетах премиум-сегмента. Компания сохраняет высокую рентабельность, однако планы по расширению сети пока остаются планами. По данным на конец 1-го полугодия 2007 г. количество магазинов 7К составляло 125 против 120 на конец 1пол2006. Таким образом, 32%-й рост выручки в 1-м полугодии объясняется постоянным увеличением среднего чека и сопоставимых продаж.

... во 2-м полугодии 2007 ожидается около 15

Руководство компании вчера сообщило, что во 2-м полугодии экспансия все же ускорится – группа собирается открыть до конца 2007 г. около 15 новых магазинов. Мы полагаем, что рост инвестиционной активности будет сопровождаться увеличением долговой нагрузки. По нашему мнению, ориентир по долговой нагрузке 7К на конец 2007 года примерно соответствует текущему соотношению совокупного долга (до вычета свободных денежных средств) к EBITDA – около 2.0-2.5x.

Возможное влияние сделки с TPG на кредитное качество 7К – пока оценить невозможно

Прогнозировать показатели 7К на более длительный период достаточно сложно, т.к. многое зависит от возможных изменений в структуре собственности компании. Напомним, что в начале сентября в прессе сообщалось о подписании предварительного договора о продаже примерно 45% акций ОАО «Седьмой Континент» (60% в капитале холдинговой компании) инвестфонду TPG Capital. По нашему мнению, от этой сделки будет зависеть структура финансирования роста бизнеса 7К в долгосрочной перспективе.

Финансовые результаты Седьмого континента (\$ млн)

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	712	32.2%	75	10.5%	92	1.3x	44.9x
2006	957	31.1%	105	10.9%	51	0.5x	19.0x
1пол2007	593	30.8%	64	10.7%	322	2.5x	35.5x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Отчетность за 1-е полугодие в целом нейтральна...

С нашей точки зрения, для сохранения конкурентных позиций 7К нуждается в увеличении темпов расширения сети. Поэтому мы рассматриваем возможное появление нового мощного акционера как фактор, способный позитивно повлиять на кредитный профиль 7К, однако скорее нейтральный с точки зрения оценки текущего кредитного качества компании.

...а рублевый выпуск по-прежнему привлекателен

Мы полагаем, что финансовые результаты за 1-е полугодие также не окажут существенного влияния на цены облигаций 7К. Тем не менее, облигации 2-го выпуска по-прежнему выглядят весьма привлекательно на текущих ценовых уровнях. В настоящее время бумаги торгуются с доходностью около 9.90% к офerte в июне 2009 года, что соответствует спредам облигаций к бумагами X5 примерно 140 б.п. и к 1-му выпуску Магнита – около 50 б.п. По нашему мнению, спреды облигаций 7К к бумагам X5 и Магнита остаются слишком широкими.

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	npatrachin@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.