

Рублевые корпоративные облигации

30 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- 7К: скромные преимущества медленного роста » стр. 2

Индикаторы

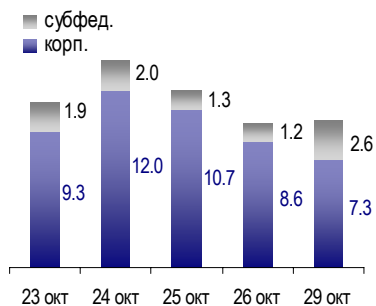
Долларов США за Евро	1.4424	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	24.6961	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 90.07	+ 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.26%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	129	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	378.7	- 80.7
Остатки на д/с, млрд руб.	100.8	- 6.6
Сальдо операций с ЦБ	- 204.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Росводоканал планирует дебютный выпуск (1.75 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

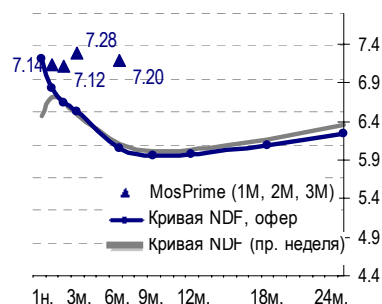


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

31 окт	Заседание ФРС США по ставкам Платеж за пользование недрами за 3 кв. 2006 г.
7 ноя	Аукцион ОФЗ-ПД 25061 (3 млрд руб., дюрация 2.4 года)
8 ноя	Заседание ЕЦБ по ставкам
15 ноя	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
21 ноя	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.7 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-5	99.60	+ 23	1.8	*7.87%
ГидроОГК-1	102.35	+ 10	3.2	7.49%
ЛУКОЙЛ-4	101.65	+ 10	4.9	7.19%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОЭСК-1	100.17	+ 67	3.3	8.15%
Иркут-3	103.00	+ 35	2.6	7.70%
ЮТК-4	102.20	+ 35	1.3	8.53%

Лидеры падения

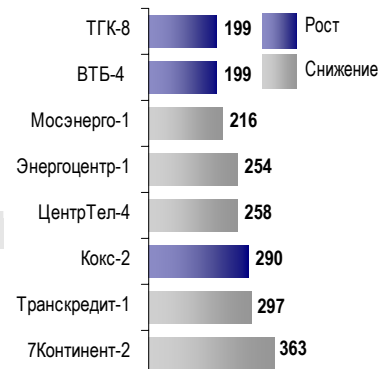
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	100.15	- 15	2.9	8.03%
Сибур-1	99.40	- 15	1.8	*8.19%
РЖД-6	101.05	- 12	2.7	7.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	97.95	- 50	5.5	9.07%
7Континент-2	98.25	- 25	1.5	*9.16%
ОМК	100.55	- 15	0.6	8.41%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

7К: скромные преимущества медленного роста

Темпы роста бизнеса 7К в 3-м квартале снова разочаровали

Седьмой Континент опубликовал операционные результаты за 3 кв. 2007 г. по данным управленческой отчетности. Торговая выручка компании увеличилась в долларовом выражении на 34% по сравнению с итогами 9 месяцев 2006 г. Однако в целом темпы роста сети 7К не особенно впечатляют: в 3-м квартале не было открыто ни одного нового магазина (+5 за последние 12 месяцев), рост выручки l-f-l и среднего чека в рублевом выражении сопоставим с инфляцией.

Основные операционные результаты 7К за 3 кв. 2007 г.:

- выручка: \$325 млн (-3% к 2 кв. 2007 или +34% к 3 кв. 2006);
- рост выручки Like-for-like, в рублевом выражении: 12.2% (10.3% за 9 мес 2007);
- количество магазинов: 125 (без изменений к 2 кв. 2007);
- средний чек: \$13.1

С начала года компания открыла всего 2 новых магазина; по приросту торговых площадей 7К заметно отстает от X5 и Магнита

7К заметно уступает другим крупным ритейлерам, прежде всего, по темпам роста количества магазинов. С начала 2007 года компания открыла всего 2 новых магазина, торговые площади увеличились на 5%. Для сравнения, X5 с начала года увеличила сеть на 130 магазинов, а прирост торговых площадей за 9 месяцев составил около 16%. Соответственно, операционные результаты 7К выглядят гораздо слабее и с точки зрения роста выручки like-for-like: в рублевом выражении 10% против 20% у X5.

Ранее 7К заявлял о намерении открыть в 2007 году 15-16 магазинов, в т.ч. два-три гипермаркета. Чтобы реализовать эти планы, компании придется предпринять в последнем квартале настоящий рывок, но вероятность такого ускорения, на наш взгляд, очень невысока.

Судя по газетным публикациям, присоединение магазинов также под вопросом

Первоначальный прогноз по увеличению торговых площадей не в последнюю очередь основывался на потенциале 29 несетевых магазинов «Объединенной торговой недвижимости», которые 7К приобрел весной 2007 г. 7К планировал постепенно реформатировать эти объекты и включить в состав сети. Однако компания столкнулась с препятствиями юридического характера: сегодня Ведомости сообщают, что несколько арендаторов объектов ОТН пытаются в судебном порядке отстоять преимущественное право выкупа помещений или, как минимум, добиться подтверждения долгосрочных договоров аренды.

Плюс для держателей облигаций: рост долговой нагрузки маловероятен

Впрочем, для держателей долговых обязательств 7К медленный рост компании имеет свои преимущества. Ранее мы предполагали, что активизация 7К в регионах и развитие новых форматов будут сопровождаться ростом долговой нагрузки. Судя по результатам 9 месяцев, большая часть инвестиций откладывается как минимум до следующего года.

В 1-м полугодии 2007 г. долговая нагрузка компании возросла до 1.6х Чистый долг/ЕБИТДА. Однако, учитывая низкие темпы роста сети за первые 9 месяцев, мы пока не видим факторов, которые могли бы привести к существенному увеличению долга до конца 2007 года. Единственной причиной роста долговой нагрузки, по нашему мнению, могло бы стать финансирование сделок M&A – например, если 7К решится на приобретение региональных сетей.

В долгосрочной перспективе модель финансирования бизнеса 7К во многом зависит от возможной сделки с TPG

В более долгосрочной перспективе степень «агрессивности» развития компании во многом будет зависеть от будущей структуры акционерного капитала 7К. 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. Мы полагаем, что после завершения сделки инвесторы получат более четкое представление о потенциале роста компании и модели его финансирования. При этом, не исключено, что прогнозы финансовых показателей компании придется вновь скорректировать.

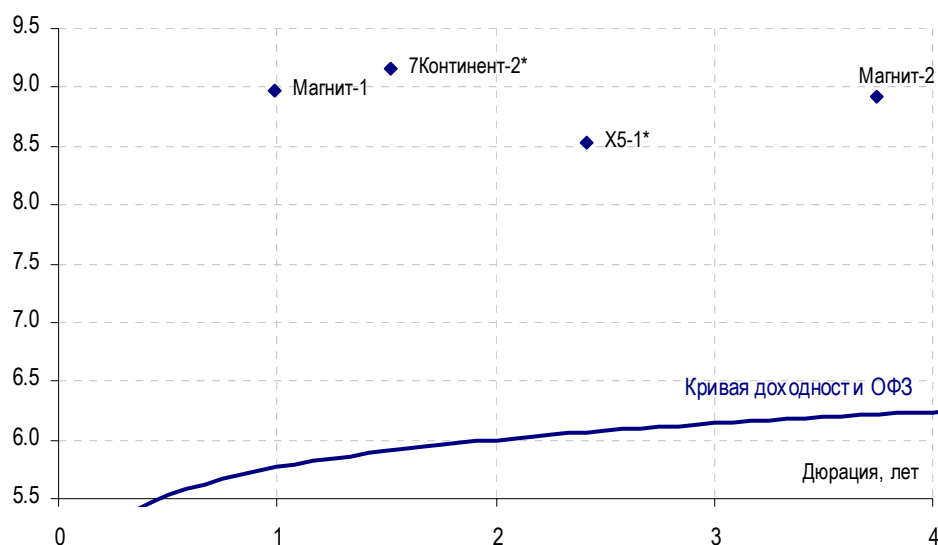
Облигации 7К отыграли сентябрьское падение; текущие спрэды выглядят вполне адекватно

Цены облигаций 7К практически полностью восстановились после сентябрьского падения. Вчера 2-й выпуск 7К торговался с доходностью 9.16% к оферте через 1.5 года. Спрэд к ОФЗ за последнюю неделю сузился до 300-325 б.п. и практически сравнялся с коротким выпуском Магнита.

Операционные показатели компании пока не дают оснований надеяться на быстрый рост финансовых показателей по итогам года. Более низкая (по сравнению с X5 и Магнитом) долговая нагрузка – позитивный, но не определяющий фактор кредитного профиля в розничном сегменте, т.к. низкие темпы роста могут означать для ритейлера снижение доли на быстро растущем рынке.

На наш взгляд, текущие спрэды бумаг 7К, Магнита и X5 вполне адекватно оценивают различия в кредитных характеристиках крупных ритейлеров. Мы считаем, что спекулятивный рост котировок облигаций 7К возможен только в случае подтверждения закрытия сделки с TPG.

Доходность облигаций на 29 октября



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	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.