

Рублевые корпоративные облигации

23 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Макси-Групп/НЛМК: спасатели из Новолипецка » *стр. 2*
- 7К: финансовые результаты за 9 месяцев » *стр. 3*

Индикаторы

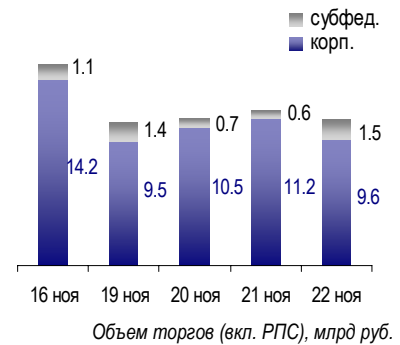
Долларов США за Евро	1.4852	- 0.0 %
Рублей за доллар США	24.3379	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 94.54	- 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.36%	- 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.72%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	177	+ 10 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	442.9	- 25.0
Остатки на д/с, млрд руб.	91.9	- 1.6
Сальдо операций с ЦБ	- 76.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Размещен выпуск Газпромбанк-4 (20 млрд руб.) под 7.54% годовых к оферте через 1 год
- ЦБ разместил ОБР-3 на 500 млн руб. из 5 млрд руб. под 5.10% годовых к погашению 17 марта 2008 года

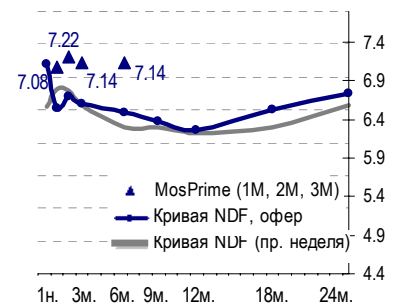
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

26 ноя	Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
27 ноя	Размещение Итера Финанс-1 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
28 ноя	Уплата налога на прибыль
29 ноя	Размещение Газпромбанк-5 (20 млрд руб., 5 лет)
4 дек	Размещение Желдорипотека-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
6 дек	Заседание ЕЦБ по ставкам
11 дек	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-5	98.90	+ 25	1.7	*8.31%
ЛУКОЙЛ-2	100.45	+ 5	1.9	7.13%
ФСК-3	99.90	+ 5	1.0	7.32%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-3	98.25	+ 75	0.8	*12.22%
МДМ Банк-3	99.70	+ 50	0.8	*9.04%
Очаково-2	98.80	+ 50	0.6	10.82%

Лидеры падения

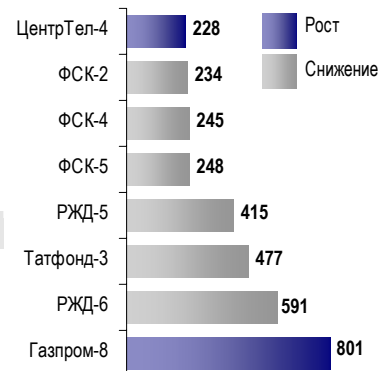
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-5	99.25	- 125	3.7	7.77%
Газпром-4	101.31	- 109	2.0	7.70%
АИЖК-7	100.50	- 42	5.4	7.80%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	95.90	- 110	1.4	*12.76%
Копейка-1	96.25	- 75	0.6	17.45%
АК БАРС-2	98.65	- 34	1.1	9.44%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Макси-Групп/НЛМК: спасатели из Новолипецка

Газметалл аннулировал соглашение с Макси-Групп теперь основным претендентом на покупку активов компании становится НЛМК

Сегодня агентство Reuters распространило заявление Макси-Групп о достижении новой договоренности о продаже контрольного пакета акций компаний. Владелец группы Николай Максимов продаст контрольный пакет НЛМК, отказавшись от анонсированной ранее сделки с компанией Газметалл. Предполагается, что сделка с НЛМК будет закрыта до конца текущего года.

На наш взгляд, переход контроля к НЛМК кардинально изменит кредитный профиль Макси-Групп при условии, что сделка подразумевает продажу акций головного холдинга, а не отдельных активов. Компания выкупила около 80% от объема облигационного займа по оффере в сентябре 2007 г., поэтому сегодняшнюю новость вряд ли стоит рассматривать в качестве повода для серьезных торговых идей. Ситуация с Макси-Групп представляет интерес скорее как модель возможного решения проблем с рефинансированием компании, реализующей масштабную инвестпрограмму за счет наращивания долга. В этом случае продажа бизнеса оказывается основным (если не единственным) реальным вариантом вывода компании из преддефолтного состояния.

По условиям сделки НЛМК предоставит Макси-Групп средства на рефинансирование задолженности

По словам представителя Макси-Групп, условия сделки с НЛМК предусматривают «немедленное» предоставление займа в размере около \$400 млн, последующее рефинансирование задолженности компаний группы, а также финансирование инвестиционной программы. Нам представляется, что по этим условиям НЛМК полностью принимает на себя обязательства Макси-Групп в обмен на контроль над компанией.

По сообщениям в прессе, Макси-Групп вела переговоры о продаже доли или отдельных активов сразу с несколькими компаниями, среди которых назывались Эстар, МАИР, ТМК, Мечел, ММК и др. Вчера Газметалл заявил, что причиной срыва сделки с Макси-Групп стало продолжение переговоров с другими претендентами уже после подписания соглашения о намерениях. По мнению владельца Макси-Групп г-на Максимова, документ не ограничивал его в ведении переговоров, а истинной причины отмены сделки являются разногласия относительно инвестпрограммы компании.

Переход контроля над группой к НЛМК – один из лучших вариантов для необеспеченных кредиторов...

Мы не беремся оценивать юридические риски Макси-Групп, которые могут возникнуть в случае претензий со стороны Газметалла. В целом, продажа контрольного пакета акций холдинга стратегическому инвестору - наиболее предпочтительный вариант развития событий для необеспеченных кредиторов, т.к. он позволяет рассчитывать на финансовую поддержку со стороны нового владельца. НЛМК – один из крупнейших металлургических холдингов полного цикла с годовой EBITDA на уровне \$3 млрд, рентабельностью выше 40% и практически нулевой долговой нагрузкой.

...и все же рекомендуем дождаться официального подтверждения сделки и деталей относительно ее структуры

В то же время, мы отмечаем, что возможная сделка с НЛМК – это уже третий вариант решения проблем рефинансирования Макси-Групп. В начале ноября представители компании заявляли о продаже части активов как более предпочтительном варианте по сравнению с продажей доли в холдинге стратегическому инвестору. Затем было подписано соглашение о намерениях с Газметаллом (структура сделки так и осталась нераскрытой). Мы полагаем, что определенный риск сохраняется и сейчас, поэтому говорить об изменении оценки кредитного профиля Макси-Групп стоит уже после официального объявления деталей сделки с НЛМК.

Макси-Групп может создать прецедент восстановления кредитоспособности путем частичной или полной продажи бизнеса

Мы полагаем, что Макси-Групп и НЛМК могут создать фактически первый прецедент восстановления кредитоспособности компании за счет ее полной или частичной продажи. Несмотря на очень высокую долговую нагрузку, стоимость и качество активов Макси-Групп оказались достаточно привлекательными для стратегического инвестора – на наш взгляд, именно поэтому ситуация развивается по относительно благоприятному для кредиторов сценарию.

7К: финансовые результаты за 9 месяцев

Отчетность за январь-сентябрь не содержит сюрпризов и не повлияет на оценку кредитного риска 7К

Вчера Седьмой Континент опубликовал неаудированные результаты за 9 месяцев по МСФО. Мы обращаем внимание на снижение валовой рентабельности по сравнению с прошлым годом, связанное в первую очередь с растущей долей гипермаркетов в совокупной выручке компании. Рост показателей долговой нагрузки не является поводом для беспокойства с учетом значительного объема денежных средств на балансе 7К. Кредитный профиль компании в большей степени определяется изменениями в структуре акционеров, поэтому публикация очередной порции финансовых данных, по нашему мнению, не окажет влияния на цены облигаций 7К.

Финансовые показатели – в целом, в пределах прогнозов; отмечаем снижение рентабельности

В целом, результаты за январь-июнь вполне соответствуют ожиданиям. Низкие темпы открытия новых магазинов ограничивают потенциал роста финансовых показателей, выручка компании растет главным образом за счет постепенного увеличения среднего чека и продаж like-for-like. Как мы уже неоднократно отмечали, 7К уступает другим крупным ритейлерам по темпам роста. При этом объем инвестиций компании также сравнительно невысок (в т.ч. из-за неопределенности с будущей структурой собственности), что позволяет компании сохранять низкий уровень долга.

Основные финансовые показатели 7К за 9 месяцев 2007 г.:

- Выручка: \$888.3 млн (+32.7% к 9М2006);
- EBITDA: \$84.1 млн, EBITDA margin: 9.5%;
- Чистый долг: \$320.9 млн; Чистый Долг/EBITDA: 2.9x

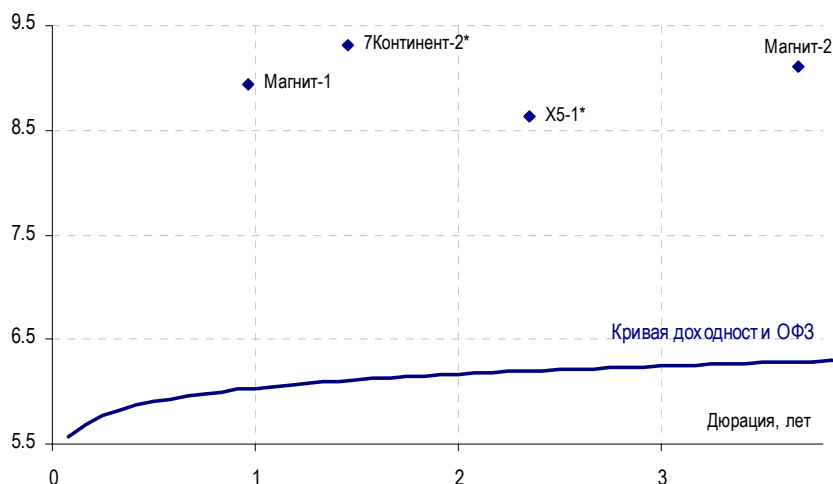
План по инвестициям на 2008 год - \$330-350 млн

Вчера на телеконференции представители Седьмого Континента озвучили планы по капвложениям на 2008 год. Общая сумма капитальных затрат составит \$330-350 млн (на 80% больше чем в 2007 году), компания планирует открыть не менее 6 гипермаркетов, в т.ч. три (в Москве, Перми и Ярославле) в начале года. В течение ближайших 4 лет компания планирует открыть около 30 гипермаркетов, причем, по словам представителя 7К, 20 площадок под гипермаркеты уже «законтрактрованы». Кроме того, 7К планирует за 4 года ввести эксплуатацию 30 супермаркетов, включая 12-15 магазинов в помещениях «Объединенной торговой недвижимости».

Оценка кредитного риска 7К во многом определяется ожиданиями по будущей структуре акционеров

Из-за неопределенности относительно будущей структуры собственности и модели финансирования бизнеса сложно оценить реалистичность этих планов и их возможное влияние на финансовые показатели. Если компания делает ставку на формат гипермаркета, вполне можно ожидать продолжения снижения маржи. Таким образом, компания может потерять преимущество более высокой рентабельности по сравнению с другими ритейлерами, в то время осуществить быструю экспансию можно будет только за счет M&A. Как при этом изменится уровень долговой нагрузки – зависит от выбранной схемы финансирования и выбора стратегических инвесторов.

Доходность облигаций на 22 ноября



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.