

Рублевые корпоративные облигации

28 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Дикси: комментарий к отчетности за 9М2007 » стр. 2

Индикаторы

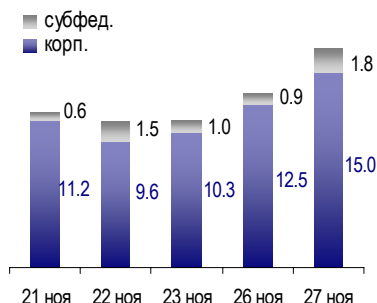
Долларов США за Евро	1.4821	- 0.4 %
Рублей за доллар США	24.3079	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 92.91	- 2.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.48%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.65%	- 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	174	- 15 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	480.7	+ 40.3
Остатки на д/с, млрд руб.	87.0	- 1.4
Сальдо операций с ЦБ	- 159.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Размещен дебютный выпуск НГК Итера (5 млрд руб.) под 10.67% годовых к оферте через 1.5 года

Объем торгов на ММВБ

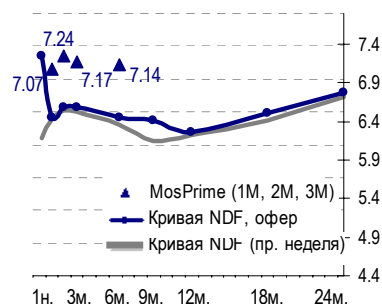


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

28 ноя	Уплата налога на прибыль
29 ноя	Размещение Газпромбанк-5 (20 млрд руб., 5 лет) Аукцион ОБР-3 (5 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
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
12 дек	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (3 млрд руб., дюрация 8.3 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	102.47	+ 17	2.0	7.11%
ФСК-3	99.80	+ 13	1.0	7.43%
РЖД-6	100.25	+ 9	2.7	7.38%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТГК-10	99.45	+ 60	1.4	*8.14%
МОИА-3	96.69	+ 49	4.4	8.70%
ОМК	100.30	+ 30	0.5	8.79%

Лидеры падения

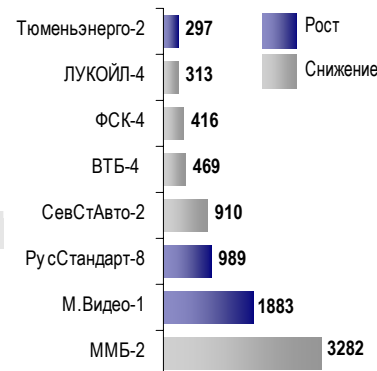
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	99.00	- 70	5.4	7.90%
Мосэнерго-2	99.10	- 65	3.6	*8.06%
ФСК-4	99.55	- 55	3.4	7.57%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Магнит-2	96.20	- 100	3.7	9.50%
НК Альянс-1	98.00	- 99	1.7	*10.40%
7Континент-2	97.50	- 80	1.4	*9.79%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Дикси: комментарий к отчетности за 9М2007

Результаты за 9 месяцев в целом позитивны

Дикси опубликовала неаудированные финансовые результаты за январь-сентябрь 2007 г. Темпы роста выручки приблизительно соответствуют увеличению торговых площадей – на 35% с начала года. Позитивным моментом является постепенный рост рентабельности, связанный прежде всего с оптимизацией логистических расходов. При этом долговая нагрузка компании остается в пределах консервативных прогнозов – около 3х Чистый Долг/ЕБИТДА (2.7х по итогам 1-го полугодия).

Долговая нагрузка и структура финансового долга – близки к оптимальным с точки зрения компании

Компания считает оптимальными текущий уровень долговой нагрузки и структуру финансового долга – около 90% представляет собой долгосрочную задолженность со средней стоимостью 9.4% в рублях (по данным компании). Мы рассчитываем, что до конца 2007 года активная инвестиционная политика не приведет к возобновлению роста долговой нагрузки Дикси. Мы умеренно-позитивно оцениваем результаты Дикси за 9 месяцев и нейтрально относимся к облигациям компании на текущих ценовых уровнях.

Показатели сопоставимых продаж среднего чека пока остаются слабыми

Операционные результаты компании по-прежнему выглядят достаточно скромно из-за относительно невысоких показателей сопоставимых продаж. По 92 магазинам компании, открытым до 2005 года, рост продаж like-for-like в долларовом выражении составил за 9 месяцев всего 8.8%, при этом прирост количества покупок оказался отрицательным. Более оптимистичная оценка по 255 магазинам, открытым на конец сентября 2006 года, показывает более чем 20%-й рост l-f-l и позитивную динамику по среднему чеку. На наш взгляд, рост валовой рентабельности по итогам 9 месяцев 2007 г. с 20.1% до 23.4% был достигнут благодаря централизации поставок, а также за счет увеличения доли собственных торговых марок в обороте до 8%.

Рентабельность может возрасти после запуска нескольких крупных распределительных центров

До конца текущего года Дикси планирует ввести в эксплуатацию самый крупный региональный распределительный центр в Московской области, который позволит повысить эффективность закупочной политики уже в 2008 году. Мы ожидаем, что рентабельность компании будет постепенно увеличиваться и в среднесрочной перспективе может сравняться с показателями конкурирующих сетей дискаунтеров.

Основные финансовые показатели Дикси за 1 п/г 2007 г.:

- Выручка: 25.6 млрд руб. (+34%);
- ЕБИТДА: 1.2 млрд руб., маржа ЕБИТДА: 4.5% (4.1% по итогам 9М2006);
- Валовый долг: 5.1 млрд руб., Валовый долг/ЕБИТДА: 3.3х, ЕБИТДА/Проценты: 2.3х

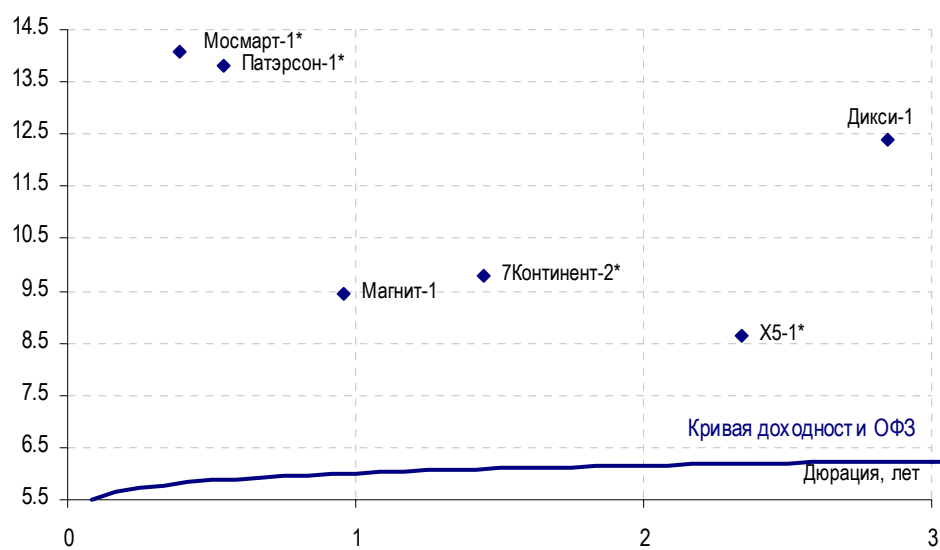
В среднесрочной перспективе новый долг потребует на реализацию новых проектов

Открытие новых магазинов и развитие логистической инфраструктуры пока удается осуществлять без увеличения долговой нагрузки. Однако на сегодняшний день неизвестен потенциальный объем инвестиций в новые проекты компании (в частности, развитие сети супермаркетов Mills и совместный проект с Ritzio Entertainment по открытию небольших магазинов V-Mart). Кроме того, Дикси сохраняет высокие темпы роста сети – с начала 2007 года компания открыла 40 новых магазинов. Мы полагаем, что Дикси постарается продолжить экспансию и в следующем году, параллельно с рестайлингом и репозиционированием существующих магазинов. Соответственно, долговая нагрузка может вновь отклониться от «оптимального» уровня.

Финансовые результаты нейтральны для котировок облигаций Дикси

Тем не менее, финансовая отчетность за 9 месяцев в целом отражает успешное развитие сети после проведения IPO в мае 2007 года. Мы полагаем, что в текущей рыночной ситуации публикация умеренно-позитивных результатов не повлияет на котировки облигаций компании. Учитывая длинную дюрацию 1-го выпуска, мы нейтрально оцениваем бумаги Дикси (доходность 12.00-12.60% YTM, спрэд к ОФЗ около 600 б.п., дюрация 2.9).

Доходность облигаций на 27 ноября



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	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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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.