

Рублевые корпоративные облигации

5 февраля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ОТ 12 И СТАРШЕ:

- Монетка: перспективный ритейлер с умеренным долгом » стр.2

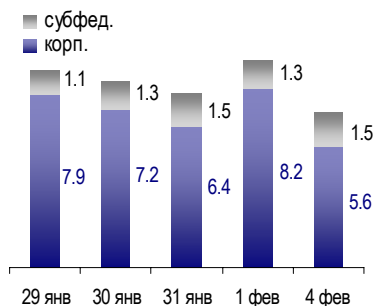
НОВОСТИ: Альянс между Номос банком и ХКФ не состоится – Интегра займет \$150 млн на рынке синдикаций » стр.5-6

Индикаторы

| | | |
|---------------------------|----------|----------|
| Долларов США за Евро | 1.4826 | + 0.2 % |
| Рублей за доллар США | 24.4679 | + 0.2 % |
| Нефть Brent, USD/барр. | \$ 90.92 | + 1.3 % |
| Москва-39, дох. % год. | 6.68% | + 1 б.п. |
| Россия-30, дох. % год. | 5.31% | + 0 б.п. |
| EMBI+ Russia спрэд, б.п. | 169 | - 6 б.п. |
| Остатки на к/с, млрд руб. | 501.5 | + 5.8 |
| Остатки на д/с, млрд руб. | 355.0 | + 24.0 |
| Сальдо операций с ЦБ | + 59.8 | |

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

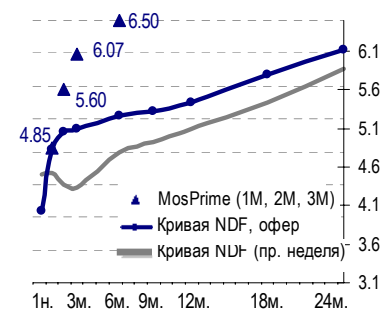


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

| | |
|--------|---|
| 6 фев | Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (10 млрд руб., дюрация 2.8 года) |
| | Аукцион ОФЗ-АД 46021 (10 млрд руб., дюрация 7.5 года) |
| | Доразмещение Москва-49 (5 млрд руб., дюрация 6.7 года) |
| 7 фев | Заседание ЕЦБ по ставкам |
| 8 фев | Размещение Банк Москвы-2 (10 млрд руб., годовая оферта) |
| 15 фев | Уплата ½ суммы акцизов |
| | Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов |

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| Мосэнерго-1 | 100.15 | + 15 | 1.5 | *7.57% |

2 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|---------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| НК Альянс-1 | 98.12 | + 62 | 1.5 | *10.46% |
| РусСтандарт-6 | 97.50 | + 50 | 1.0 | *11.09% |
| ЦентрТел-5 | 100.30 | + 30 | 0.6 | *7.67% |

Лидеры падения

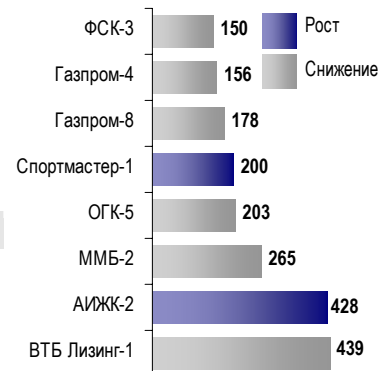
1 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-----------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| АИЖК-5 | 98.71 | - 64 | 3.6 | 7.94% |
| РЖД-6 | 100.67 | - 33 | 2.5 | 7.20% |
| Газпром-8 | 99.80 | - 30 | 3.3 | 7.18% |

2 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| Детский Мир | 94.20 | - 40 | 5.4 | 9.85% |
| МОЭСК-1 | 98.80 | - 25 | 3.1 | 8.62% |
| ЮТК-5 | 97.28 | - 22 | 2.1 | *9.06% |

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ОТ 12 И СТАРШЕ

Монетка: перспективный ритейлер с умеренным долгом

Монетка – уральская розничная сеть с неплохими перспективами

Торговая сеть Монетка – средний региональный ритейлер, работающий в двух форматах – супермаркеты (универсамы «Монетка-Супер») и магазины эконом-класса. На фоне других средних розничных сетей Монетка выделяется умеренной долговой нагрузкой и высокими темпами роста, поэтому мы позитивно оцениваем кредитное качество сети. Из-за очень короткой дюрации первый выпуск облигаций Монетки низколиквиден, разброс котировок довольно велик. Тем не менее, бумаги Монетки, на наш взгляд, представляют интерес для покупки с целью «держать до оферты», так как риск рефинансирования мы в данном случае оцениваем как низкий.

Основной формат – дискаунтер, однако супермаркеты приносят до 35% от совокупного оборота

За последние 2 года Монетка открыла около 100 новых магазинов, примерно треть из них – в 2007 году. На сегодняшний день сеть включает 137 магазинов, включая 15 супермаркетов. Регионы присутствия – Свердловская, Челябинская, Тюменская, Курганская области, а также Башкортостан и ХМАО.

Финансовые результаты Торговой сети Монетка, \$ млн

| Период | Выручка | EBITDA* | Валовая рентабельность, % | Рентабельность EBITDA, % | Финансовый Долг** | Долг / EBITDA, раз | EBITDA / Проценты, раз |
|--------|---------|---------|---------------------------|--------------------------|-------------------|--------------------|------------------------|
| 2005 | 175.4 | 13.6 | 19.2 | 7.8 | 15.4 | 1.2 | 8.2 |
| 2006 | 291.3 | 20.3 | 22.6 | 7.0 | 40.9 | 2.0 | 6.9 |
| 2007 | 482.3 | 37.5 | 25.7 | 7.7 | 65.2 | 1.7 | 6.8 |

* - показатель EBITDA скорректирован на события разового характера ** - включая финансовый лизинг
Источник: консолидированная управленческая отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Предварительные результаты 2007 года выглядят позитивно

Компания ознакомила нас с предварительными управленческими данными по МСФО по итогам 2007 года, которые выглядят весьма оптимистично. Годовая выручка в долларовом выражении увеличилась более чем в 1.5 раза, при этом долговая нагрузка осталась на комфортном уровне ниже 2х Долг/EBITDA.

Уровень рентабельности – приемлемый для сети, в которой доминируют дискаунтеры

Рентабельность дискаунтеров, составляющих большинство магазинов сети, существенно ниже рентабельности супермаркетов – на уровне валовой рентабельности разница в 4-5 п.п. Тем не менее, Монетке удается поддерживать общую рентабельность в диапазоне 7-8% EBITDA, причем в 2007 году результат даже улучшился. Мы связываем это с высокой долей супермаркетов в совокупном обороте (около 35%), 20%-й долей непродовольственных товаров, а также с эффективной организации логистики в Уральском округе. В настоящее время компания арендует складские площади, строительство собственного распределительного центра в Екатеринбурге должно завершиться в текущем году.

План по годовой выручке на 2008 год - \$650 млн

До конца 2008 года сеть планирует открыть 50-60 магазинов, планируемая годовая выручка – около \$650 млн. В настоящее время 18 магазинов находятся в собственности компании, остальные – в аренде, франчайзинговые схемы не используются.

Долговая нагрузка – 1.7х Долг/EBITDA; ЕБРР одобрил кредитную линию на \$60 млн

Важнейшим позитивным фактором кредитного профиля компании является умеренная долговая нагрузка – на уровне 1.7х Долг/EBITDA по итогам 2007 года. Около 60% от совокупного финансового долга (включая лизинговые обязательства) приходится на краткосрочные кредиты, однако структура долга может измениться уже в 1-й половине 2008 года. Во-первых, ЕБРР недавно одобрил предоставление компании кредита на \$60 млн (половину суммы предполагается синдицировать); во-вторых, в мае компании предстоит исполнить оферту по облигационному займу. По информации компании, около \$20 млн из средств ЕБРР будут направлены на цели рефинансирования. Соответственно, мы ожидаем, что доля долгосрочного долга увеличится, а долговая нагрузка не превысит 2.0-2.5х Долг/EBITDA – по крайней мере, в краткосрочной перспективе.

Один из вариантов экспансии сети – через слияния и поглощения

Единственным фактором, который может в обозримом будущем привести к серьезному увеличению долга, мы считаем потенциальный рост M&A-активности группы. В этом случае для держателей облигаций Монетки существенное значение будут иметь форма и структура потенциальных сделок.

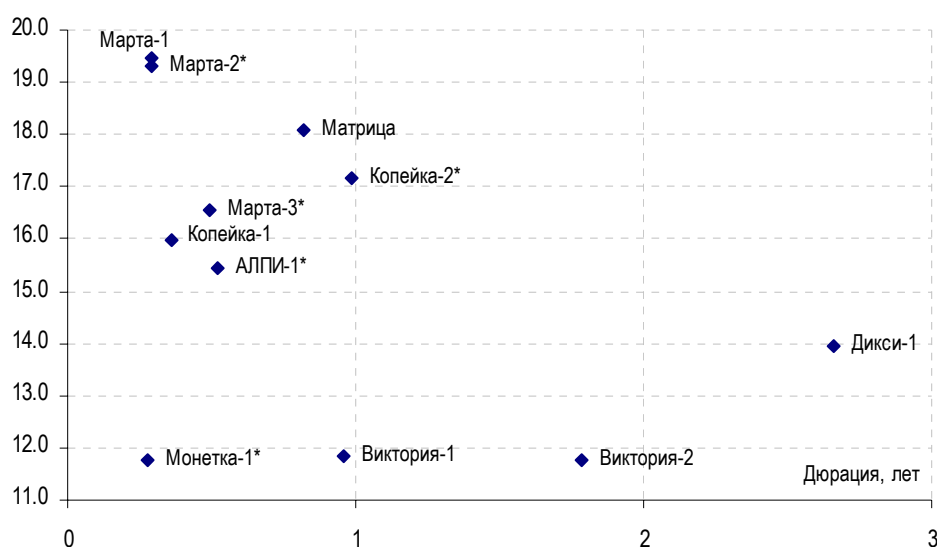
Отмечаем прозрачную структуру группы

Мы обращаем внимание, что заемщиком по кредиту ЕБРР выступит ООО «РМ-Групп», которое является в настоящее время управляющей компанией группы и не входит в кредитную базу облигационного займа. Поручителями по облигационному выпуску выступают компании «Элемент-Трейд» и «Мега-Инвест» - соответственно, основной оператор и держатель недвижимости розничной сети, полностью контролируемые «РМ-Групп». В целом, структура группы сравнительно проста, в то же время публикация консолидированной отчетности по МСФО пока не планируется.

Облигации Монетки должны заинтересовать инвесторов, ориентирующихся на короткую дюрацию и высокий купон

Дебютный выпуск облигаций Монетки не обладает высокой ликвидностью, так как после прошлогодней оферты на рынке осталось бумаг на относительно небольшую сумму - 460 млн руб. Следующая оферта – в середине мая 2008 года, текущая ставка купона – 12.5% годовых. По котировкам bid/ask доходность бумаг Монетки к оферте колеблется около 12%. Мы оцениваем риск рефинансирования компании как сравнительно низкий и считаем выпуск привлекательным в рамках стратегии «купить и держать до оферты» инвесторам с соответствующим аппетитом к бумагам 3-го эшелона.

Доходность облигаций на 4 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

Альянс между Номос банком и ХКФ не состоится

Сегодня газета Коммерсант, ссылаясь на неназванные источники в банках, сообщает о том, что сделка по созданию банковского альянса между Номос банком и ХКФ банком не будет осуществлена. Мы напоминаем, что официально акционеры двух банков так и не раскрыли их видение будущей стратегии альянса и потенциальных синергетических эффектов. Мы не видим оснований для изменения текущих спрэдов облигационных выпусков обоих банков в связи с этой новостью, поскольку рублевые облигации ХКФ Банка и Номос Банка торгуются на уровнях сопоставимых с их автономным кредитным качеством.

В то же время мы не считаем положительной с кредитной точки зрения информацию о том, что чешская группа PPF собирается увеличить свою долю в капитале Номос банка вплоть до 50% минус 1 акция. Несмотря на то, группа PPF является весьма крупной и на настоящий момент обладает существенным запасом ликвидности, мы полагаем, что розничный банковский бизнес является приоритетом для PPF и в случае необходимости поддержка будет оказана, в первую очередь, ХКФ Банку.

Интегра займет \$150 млн на рынке синдикаций

Сегодня Интерфакс сообщил, что нефтесервисная группа Интегра направит на расширение производственной деятельности и цели рефинансирования средства синдицированного кредита на \$150 млн. Начало синдикации запланировано на февраль, срок кредита – 1 год, процентная ставка Libor + 235 б.п. с увеличением на 10 б.п. через 6 месяцев.

Мы оцениваем эту новость как нейтральную для оценки кредитного качества Интегры. Мы полагаем, что значительная часть капвложений прошлого года (около \$200 млн) могла быть профинансирована за счет операционного потока (ЕБИТДА за 9 месяцев \$130 млн). Наш ориентир по показателю Долг/ЕБИТДА Интегры на конец 2007 года – 1.5х. Однако в 2008 году мы ожидаем рост долговой нагрузки, который будет определяться затратами на дальнейшую экспансию, в т.ч. сделки М&А. На наш взгляд, увеличение долговой нагрузки в целом будет умеренным. Компания показывает очень хорошую динамику по новым контрактам: по состоянию на середину декабря общий портфель заказов на 2008 год уже составлял \$963 млн, включая выигранные тендеры на \$547 млн.

ЗАО «Райффайзенбанк»

| | |
|---------|--------------------------------|
| 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 |
| Константин Сорин | konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru | (+7 495) 981 2893 |
| 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 |
| Анастасия Евстигнеева | anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9971 |
| Антон Кеняйкин | anton.kenyaykin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9900 |

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 | tfazullin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9900 |

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.