

# Рублевые корпоративные облигации

21 февраля 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

- Магнолия: риски шаговой доступности » стр.2

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

- ЮТэйр объявил предварительные итоги 2007 г. » стр.4

Агентство Moody's присвоило рейтинг «В3» Собинбанку

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4726	0%
Рублей за доллар США	24.5486	+ 0.1%
Нефть Brent, USD/барр.	99.01	+ 0.4%
Москва-39, дох. % год.	6.87%	
Россия-30, дох. % год.	5.62	0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	174	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	560.8	+ 5.2
Остатки на д/с, млрд руб.	120.5	- 11.0
Сальдо операций с ЦБ	- 21.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

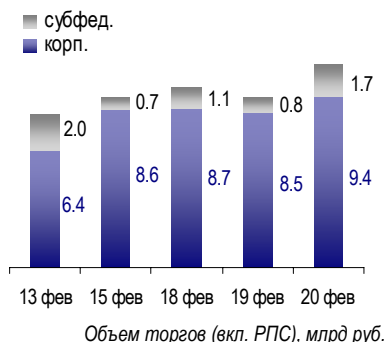
СКОРО

- ПЧРБ-Финанс (SPV Первого чешско-российского банка) планирует разместить 1-й выпуск облигаций на 1.25 млрд руб. в 1-й половине марта
- «Второй ипотечный агент АИЖК» планирует 27 февраля начать размещение выпуска ипотечных облигаций объемом 10.7 млрд руб.

ВЧЕРА

- Москомзайм доразместил облигации Москва-45 (погашение в 2012 году) на 1 млрд руб. с доходностью 6.91%

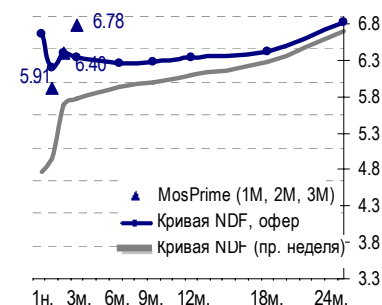
## Объем торгов на ММВБ



## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

21 фев	Аукцион ОБР
22 фев	Размещение облигаций РСХБ-6 (5 млрд руб.)
26 фев	Уплата НДСП, ½ суммы акцизов
27 фев	Размещение облигаций Стройальянс-1 (600 млн руб.)
28 фев	Уплата налога на прибыль
4 мар	Размещение облигаций Трансконтейнер-1 (3 млрд руб.)
5 мар	Аукцион ОФЗ 25062 (10 млрд руб.) и ОФЗ 46022 (15 млрд руб.)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

Цена, Изм. Дюрация, Доходн.  
% ном. цены, б.п. лет %

АИЖК-6	95.71	+ 228	4.4	8.67%
Газпром-9	98.60	+ 135	4.8	7.67%
Газпром-8	98.40	+ 133	3.2	7.64%

### 2 эшелон

Цена, Изм. Дюрация, Доходн.  
% ном. цены, б.п. лет %

РусСтандарт-6	97.68	+ 93	1.0	*10.99%
ТГК-10	98.60	+ 60	1.3	*8.92%
Кубаньэнерг-1	99.92	+ 33	1.6	8.05%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

Цена, Изм. Дюрация, Доходн.  
% ном. цены, б.п. лет %

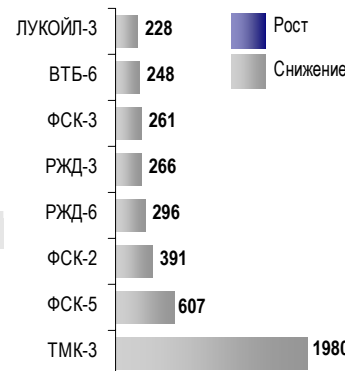
ЦентрТел-4	107.29	- 176	1.4	8.70%
СЗТел-4	98.90	- 170	2.7	8.79%
УЭМ-1	97.25	- 125	1.8	*10.01%

### 2 эшелон

Цена, Изм. Дюрация, Доходн.  
% ном. цены, б.п. лет %

ЛУКОЙЛ-3	228			
ВТБ-6	248			
ФСК-3	261			
РЖД-3	266			
РЖД-6	296			
ФСК-2	391			
ФСК-5	607			
ТМК-3	1980			

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## «ОТ 12 И СТАРШЕ»

### Магнолия: риски шаговой доступности

*Магнолия – не лучший вариант для buy-and-hold инвесторов*

Единственный выпуск облигаций розничной сети Магнолия торгуется сейчас с доходностью около 14% к оферте в конце июля 2008 г. (дюрация 0.4 года). Несмотря на отсутствие консолидированных финансовых результатов, представление о динамике основных показателей Магнолии можно получить из отчетности операционных компаний группы. Ключевой риск компании – очень высокая долговая нагрузка, обусловленная быстрым расширением сети на арендованных площадях. На наш взгляд, бумаги Магнолии не представляют интереса для покупки с целью предъявления к оферте.

*Финансовый долг компании превышает 1 млрд руб. при годовой выручке на уровне 5 млрд руб. и невысокой рентабельности, которую сложно оценить*

Специфические особенности бизнес-модели Магнолии – максимальные темпы роста среди продуктовых ритейлеров в формате «магазин у дома», практически все магазины компании расположены в Москве, большая часть недвижимости (более 70% от общего числа объектов) находится в аренде. Основные операционные результаты 2007 года:

- количество магазинов на конец 2007 года – 99, включая 12 магазинов в Московской области, 1 магазин в Рязани и 3 франчайзи;
- в собственности компании находится лишь 8 магазинов, еще около 20 помещений принадлежат напрямую акционерам группы;
- консолидированная выручка группы за 9 месяцев 2007 года составила 3.8 млрд руб. (для сравнения – 2.8 млрд руб. за весь 2006 год);
- средний чек в сети Магнолии (данные за 9мес2007) – 201 руб. (+27% к 2006г.), размер среднего чека типичный для формата «шаговой доступности».

Более 80% от совокупной выручки группы формируется за счет компании – оператора розничной сети ЗАО «Тик Продукты», поэтому мы сочли целесообразным привести его показатели по РСБУ для оценки финансового профиля группы.

#### Финансовые результаты ЗАО Тик Продукты по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТ*	Валовая рентабельность	Рентабельность ЕБИТ	Валовый Долг**	Долг / ЕБИТ, Раз
9М 2006	1 709	19	16.3%	1.1%	475***	19.1x
9М 2007	3 289	48	20.8%	1.5%	871	13.6x

\* - соответствует прибыли от продаж по РСБУ \*\* - долг включает внутригрупповые займы \*\*\* - на конец 2006 г.

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

*Существенная часть прибыли и активов группы – за пределами кредитной базы выпуска*

Помимо ЗАО «Тик Продукты», в число поручителей по облигационному займу Магнолии входят два юр.лица – держатели недвижимости (за исключением недвижимости, напрямую принадлежащей акционерам). Мы отмечаем существенную разницу между данными отчетности поручителей и управленческими показателями, раскрытыми в информационном меморандуме. Наиболее существенны различия на уровне маржи ЕБИТДА, связанные с перераспределением финансовых потоков в группе. У нас сложилось впечатление, что основная часть операционной прибыли (как и большая часть недвижимости) компании находится за пределами кредитной базы облигационного займа.

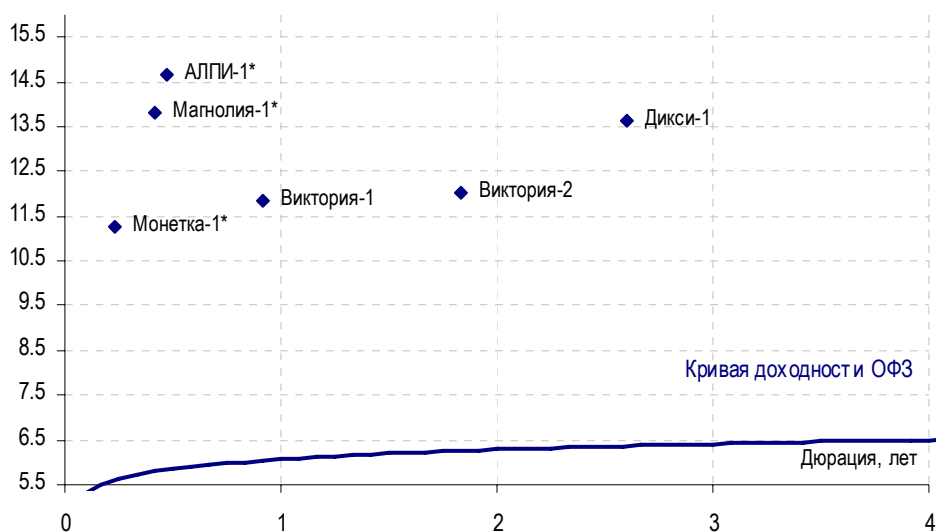
В то же время, распределение средств от размещения облигаций относительно прозрачно и в целом соответствует целям меморандума: на балансе эмитента они отражены как займы компаниям «Тик Продукты» (около 80%) и «Базовая недвижимость» (20%). По нашим оценкам, совокупный финансовый долг Магнолии на конец 3кв2007 составлял порядка 1.1 млрд руб. При этом оценить долговую нагрузку компании достаточно сложно из-за перераспределения прибыли: совокупная прибыль от продаж эмитента и трех поручителей за 9мес2007 составила всего 65 млн руб., около четверти от управленческой оценки операционной прибыли группы. Соответственно, долговая нагрузка по данным официальной отчетности составит не менее 10x Долг/ЕБИТДА, по управленческой – не более 4x.

**Учитывая амбициозные планы Магнолии, долговая нагрузка в любом случае останется высокой**

По нашему мнению, при сохранении рентабельности на уровне 7% и годовой выручке около 5 млрд руб. долговая нагрузка Магнолии в любом случае останется очень агрессивной. Ежегодный объем инвестиций компаний составит в 2007-2008гг. не менее 500 млн руб., заявленные планы по расширению регионального присутствия также могут быть профинансированы только за счет долговых источников.

Магнолии предстоит пройти через оферту по облигациям в июле 2008 года. Мы полагаем, что растущая стоимость сети Магнолии как бизнеса поможет компании найти возможности для рефинансирования обязательств. Однако, с учетом особенностей владения недвижимостью и невысокой финансовой прозрачности группы, мы оцениваем риск рефинансирования компании как высокий. На наш взгляд, бумаги Магнолии не привлекательны для покупки в рамках стратегии «держат до оферты».

### Доходность облигаций на 20 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

---

## НОВОСТИ КОМПАНИЙ

---

### **ЮТэйр объявил предварительные итоги 2007 года**

Сегодня Интерфакс опубликовал информацию о пресс-конференции одного из руководителей авиакомпании ЮТэйр г-на Ильменского, на которой он сообщил предварительные финансовые данные по МСФО за 2007 год. Выручка компании увеличилась по сравнению с 2006 годом на 32.5% до 21.4 млрд руб., показатель EBITDA – на 76% до 1.95 млрд руб., рентабельность по EBITDA – 9.1%. В сообщении также приводятся плановые показатели ЮТэйра на 2008 год: выручка 33.3 млрд руб., EBITDA – 2.14 млрд руб.

Предварительные результаты в целом подтверждают основные тенденции, которые были заметны по отчетности по РСБУ за 1пол2007 – прежде всего, рост выручки за счет увеличения количества перевезенных пассажиров и грузооборота. Результаты группы определяются успехами вертолетного направления, которое фактически субсидирует убыточные самолетные перевозки.

Мы ожидаем, что полная версия консолидированной отчетности покажет рост долговой нагрузки, хотя долговые коэффициенты должны остаться на приемлемом уровне – в пределах 3.5x Долг/EBITDA. Основные риски компании связаны с финансированием программы обновления авиапарка. Мы нейтрально относимся к бумагам ЮТэйра на текущих ценовых уровнях.

---

## 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.