

Рублевые корпоративные облигации

23 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Виктория: приемлемое соотношение риск/доходность » стр.2

НОВОСТИ

- Размещение бюджетных средств: вторая попытка » стр.4

Индикаторы

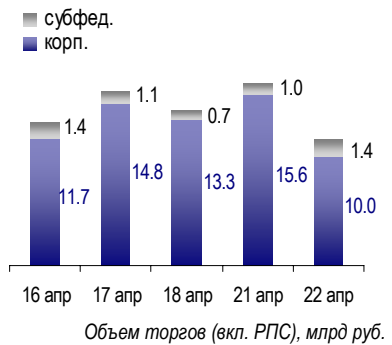
Долларов США за Евро	1.5994	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	23.4055	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 115.61	+ 1.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.74%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.35%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	168	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	470.7	+ 11.0
Остатки на д/с, млрд руб.	93.9	- 6.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 28.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Севкабель-4 (2 млрд руб., 5 лет)

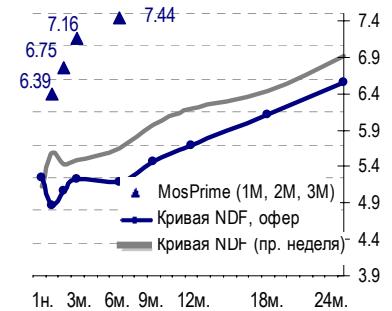
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

23 апр	Размещение Объединенные Кондитеры-2 (3 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ХКФ Банк-5 (4 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ГЛОБЭКС-1 (4 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ОФЗ-ПД 26200 (6 млрд руб., дюрация 4.5 года)
	Размещение ОФЗ-АД 46022 (10 млрд руб., дюрация 9.2 года)
24 апр	Размещение Желдорипотека-2 (2.5 млрд руб., годовая оферта)
	Аукцион ОБР-5 (5 млрд руб., погашение 15 сентября 2008)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	99.99	+ 19	1.3	*7.68%
ФСК-4	99.20	+ 15	3.1	7.71%
ЛУКОЙЛ-3	99.92	+ 12	3.2	7.25%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МДМ Банк-3	100.75	+ 75	0.4	*6.87%
ТГК-6	100.90	+ 60	0.8	*9.17%
РусСтандарт-5	99.24	+ 44	0.4	*10.77%

Лидеры падения

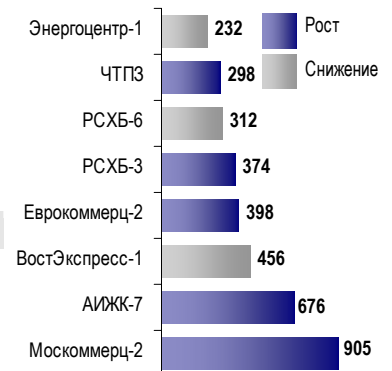
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	95.20	- 15	5.7	9.20%
АИЖК-8	94.90	- 10	4.2	*9.17%
АИЖК-5	96.20	- 5	3.4	8.76%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-2	99.80	- 20	1.8	*9.15%
Иркут-3	99.70	- 20	2.2	9.07%
РусАл-3	99.40	- 20	0.4	8.86%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Виктория: приемлемое соотношение риск/доходность

Предварительные управленческие данные ГК Виктория за 2007 год выглядят позитивно

ГК Виктория ознакомила нас с предварительными управленческими финансовыми результатами за 2007 год. На наш взгляд, показатели компании выглядят в целом позитивно: выручка растет достаточно динамично, а рентабельность улучшилась. Долговая нагрузка снизилась в 2007 году, однако реализация инвестиционной программы 2008 года может вновь ее увеличить до 3.5x Долг/ЕБИТДА, что, тем не менее, нам не кажется критичным. В целом, мы позитивно оцениваем кредитный профиль Виктории и считаем, что короткий выпуск Виктория-1 может быть привлекательным для покупки в рамках стратегии «buy and hold» для инвесторов с соответствующим аппетитом к бумагам 3-го эшелона.

Виктория – мультиформатная сеть, растущая в регионах с высоким уровнем доходов населения

ГК Виктория – быстро развивающаяся сеть из 194 (конец 2007 г.) продуктовых магазинов в регионах с высоким уровнем доходов населения: Москва и область (60% товарооборота), Калининград (29%) и Петербург (11%). В прошлом году компания несколько замедлила темпы роста, открыв 23 магазина по сравнению с 37 в 2006 году. Виктория работает в трех форматах - магазины шаговой доступности «Квартал» и дискаунтеры «Дешево» (68% товарооборота, половина приходится на Москву и область), супермаркеты «Виктория» (28.5%, оборот поровну распределен между Москвой и Калининградом) и мелкооптовый магазин «Cash» в Калининграде (3.5%). Порядка трети торговых площадей находится в собственности компании, остальные арендуются. Около 40% поставок товаров Виктории распределяется через собственные склады (по два в Москве и Калининграде), а остальная часть доставляется напрямую в магазины поставщиками компании.

Несмотря на высокий уровень конкуренции, Виктория успешно развивает формат «магазин у дома»

Приоритетным форматом Виктории является «магазин у дома» («Квартал»), который позволяет устанавливать более высокие цены, увеличивая сумму среднего чека и сокращая срок окупаемости новых торговых точек. Судя по позиционированию компании, Виктория сталкивается с высоким уровнем конкуренции со стороны таких сетей как Пятерочка, Копейка и Дикси. Тем не менее, компании удастся получать довольно выгодные условия работы с поставщиками, на что указывает рост объемов товарного кредита (разница между дебиторской и кредиторской задолженностью).

Управленческие финансовые результаты ГК Виктория (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	21 708	1 144	5.3%	3 628	3.2	10.2
2007	29 549	1 777	6.0%	4 542	2.6	4.4

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

План по росту выручки выглядит вполне достижимым, однако дальнейшего улучшения рентабельности мы не ждем

ГК Виктория развивается весьма динамично (рост выручки в 2007 году – 36%), увеличивая при этом уровень рентабельности, который вполне сравним с другими ритейлерами сопоставимыми по масштабу (рентабельность по ЕБИТДА 6%). Рост рентабельности в 2007 году мы отчасти связываем с «созреванием» торговых точек, открытых в 2006 году и замедлением темпов роста торговых площадей в 2007. В 2008 году компания планирует открыть порядка 50 магазинов (40 формата «магазин у дома» и 10 супермаркетов), что позволяет надеяться на выполнение запланированного компанией роста выручки на 38%. Мы отмечаем, что Виктория планирует арендовать торговые площади под магазины «Квартал», что может отрицательно сказаться на рентабельности всей сети из-за растущих арендных ставок в регионах присутствия.

Долговая нагрузка сократилась, но это временно

Валовый долг компании вырос в 2007 году на четверть, что на фоне более чем 50%-го роста ЕБИТДА привело к сокращению долговой нагрузки. По данным руководства компании, объем инвестиционной программы на 2008 год составляет 5.5 млрд. руб., причем Виктория планирует профинансировать 80% затрат за счет заемных средств. По нашим оценкам, компания может профинансировать около 40% от суммы запланированных инвестиций за

счет операционного денежного потока. Кроме того, балансовая стоимость не обремененной залогом недвижимости составляет не менее 3 млрд. руб., что также увеличивает возможности по привлечению банковских кредитов в необходимом объеме. В случае успешной реализации планов компании, уровень долговой нагрузки по итогам 2008 г. может составить около 3.5x Долг/ЕБИТДА. Этот уровень находится в пределах собственного ориентира компании и, по нашему мнению, является относительно комфортным для динамично развивающегося ритейлера.

Мы не считаем, что рост долговой нагрузки критичен

На наш взгляд, заявленные планы Виктории по проведению IPO в 2009 году также снижают риск увеличения долговой нагрузки. По сообщениям в прессе, на бирже может быть предложено до 30% акций компании. Вне зависимости от того, будет ли это новая эмиссия или продажа долей текущих акционеров, сделка позволит привлечь сумму, вполне сопоставимую с валовым долгом компании на конец 2007 года. Продажа в 2007 г. миноритарных пакетов в компании фонду Renaissance Pre-IPO Fund и инвестиционной группе «Ист Коммерц», по нашему мнению, также указывает на серьезность намерений Виктории по привлечению инвесторов на рынке акций.

Мы делаем выводы на основании неподтвержденных данных, но ждем аудированной отчетности по МСФО

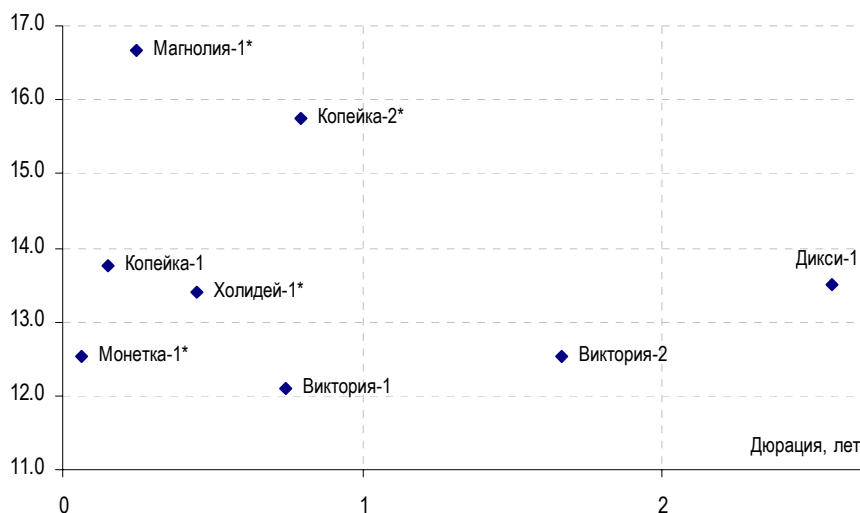
Оговоримся, что финансовые результаты компании за 2007 год приведены согласно предварительной управленческой отчетности, а, следовательно, могут претерпеть существенные изменения. Также мы отмечаем, что летом 2008 года, компания планирует выпустить аудированную отчетность по МСФО за 2006-2007 годы, и мы склонны считать, что в таком формате финансовые показатели Виктории могут выглядеть несколько хуже управленческих данных (к примеру, из-за более консервативного подхода аудиторов к оценке резервов по дебиторской задолженности).

Короткий выпуск Виктория-1 может быть интересен для покупки по текущим ценам

В целом мы достаточно позитивно оцениваем кредитный профиль Виктории: на наш взгляд, по соотношению «риск/доходность» бумаги Виктории выглядят гораздо привлекательнее Копейки, а выпуск Дикси с дюрацией более 2 лет вряд ли может быть интересен в текущей рыночной конъюнктуре. Погашение дебютного выпуска Виктория-1 приходится на конец января 2009 года (YTM 12.09%). Мы оцениваем риск рефинансирования компании как сравнительно низкий и рекомендуем короткие бумаги Виктории к покупке по текущим ценам в рамках стратегии «buy and hold» для инвесторов с соответствующим аппетитом к бумагам 3-го эшелона.

Мы отмечаем, что наша рекомендация основана на сопоставлении автономного кредитного качества представленных на рынке компаний. Для инвесторов, которые высоко оценивают вероятность поддержки Копейки группой Уралсиб, выпуск Копейка-2 с доходностью в 15.75% к оферте начале марта 2009 года выглядит наилучшей перспективой с точки зрения стратегии «buy and hold».

Доходность облигаций на 22 апреля



НОВОСТИ

Размещение бюджетных средств: вторая попытка

В четверг пройдет второй аукцион по размещению бюджетных средств в депозиты коммерческих банков. Его условия ничем не отличаются от первого, кроме объема, который решено снизить до 250 млрд. руб. По нашим оценкам в отличие от ситуации прошлого четверга, почти все допущенные к аукциону банки будут технически готовы принять участие в завтрашнем размещении.

В то же время мы не считаем, что расширение круга потенциальных участников позволит значительно увеличить спрос на бюджетные средства. Ситуация с ликвидностью более чем комфортна и вряд ли банки с большим размером лимита, такие как Сбербанк или ВТБ, будут активно брать месячные деньги по 7.25%. Мы ожидаем, что высокий спрос на бюджетные деньги будут предъявлять прежде всего банки с более низкими рейтингами, для которых такая ставка является вполне приемлемой. По нашим оценкам объем завтрашнего размещения составит 20-40 млрд. руб.

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
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

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 9978

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
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» (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.