

Рублевые корпоративные облигации

30 октября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Магнит: предсказуемое прошлое » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Почему снижаются резервы » стр. 4

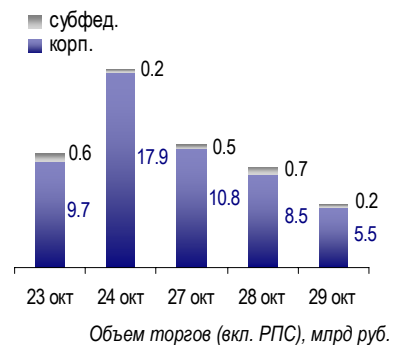
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2960	+ 1.9 %
Рублей за доллар США	26.534	- 0.55
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.66	+ 4.1 %
Москва-39, дох. % год.	10.30%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	12.02%	+ 4 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	526.5	+ 27.1
Остатки на д/с, млрд руб.	244.1	+ 5.3
Сальдо операций с ЦБ	- 232.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

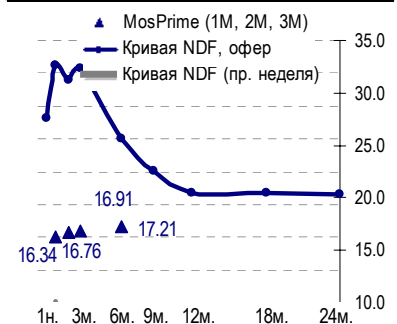
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

31 окт	Оферта Русский международный банк-1 (1млрд руб.)
	Оферта Нордтекс-1 (1 млрд руб.)
2 ноя	Погашение Нижегородская обл-34002 (2.5 млрд руб.)
5 ноя	Погашение Искимцемент-2 (0.5 млрд руб.)
7 ноя	Оферта СорусКапитал-1 (1.2 млрд руб.)
	Оферта Пивдом-1 (1 млрд руб.)
10 ноя	Оферта Дымовское колбасное производство-1 (0.8 млрд руб.)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-3102.50	+ 1 450	1.2	7.57%
Мосэнерго-197.12	+ 753	0.9	*11.35%
ОГК-680.51	+ 552	1.4	*25.39%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Зенит-5103.25	+ 1 925	1.0	*7.01%
Дальсвязь-299.89	+ 1 689	1.4	*9.12%
РусСтандарт-797.42	+ 1 492	0.4	*20.00%

Лидеры падения

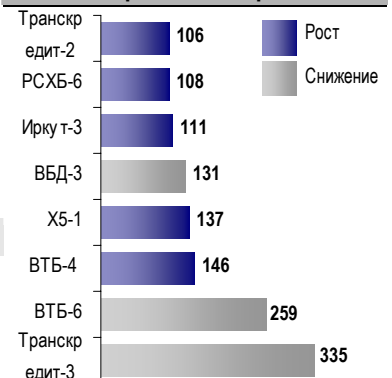
1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-274.00	- 300	1.5	30.06%
МГТС-595.60	- 235	0.4	*18.59%
Газпром-997.99	- 180	4.4	7.84%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-281.99	- 1 800	0.0	0.00%
ЧТПЗ-382.50	- 1 500	0.0	0.00%
Транскредит-380.00	- 1 289	1.1	*33.71%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Магнит: предсказуемое прошлое

Магнит встречает трудные времена в хорошей форме; проблема рефинансирования решается при поддержке госбанков

Розничная сеть Магнит опубликовала предварительные операционные и финансовые результаты за 9М2008. Динамика всех ключевых показателей выглядит как развитие успехов первых 6 месяцев, при этом долговая нагрузка компании, по ее собственным оценкам, по итогам 2008 года снизится до 1.1x ЧистыйДолг/ЕБИТДА. Вчера Магнит также провел телеконференцию, на которой активно обсуждались не столько итоги квартала, сколько дальнейшие перспективы финансирования группы, в т.ч. в связи с предстоящим в середине ноября погашением 1-го выпуска облигаций Магнита объемом 2 млрд руб.

В ходе телеконференции основной владелец сети г-н Галицкий подчеркнул, что компания чувствует себя вполне «комфортно» и кредитные линии государственных банков не являются необходимым условием для «нормальной работы» компании. Хотя г-н Галицкий скептически оценивает возможности финансового планирования в текущей ситуации, у нас сложилось впечатление, что Магнит настроен на агрессивный рост в 2009 году, и поддержка банков будет задействована для финансирования экспансии. Мы полагаем, что Магнит – лидирующий ритейлер в эконом-сегменте – может получить преимущества перед конкурирующими сетями с более высокой долговой нагрузкой и менее эффективными бизнес-моделями, однако динамика кредитных показателей Магнита на горизонте более 6 месяцев в текущих условиях, действительно, слабо предсказуема.

Предварительные результаты сети Магнит за 9М2008

Период	Выручка, млн руб.	Валовая рентабельность	ЕБИТДА, млн руб.	Маржа ЕБИТДА	Долг, млн руб.	Долг / ЕБИТДА, раз
9М2008	93 332.1	21.2%	6 380.2	6.8%	-	1.1x*
2007	94 035.4	19.9%	5 607.6	6.0%	17 001.5	3.0x
9М2007	66 611.0	19.3%	3 484.6	5.2%	-	-

* - предварительный прогноз менеджмента компании по показателю ЧистыйДолг/ЕБИТДА за 2008 год, справочно: показатель Долг/ЕБИТДА на конец 1-го полугодия 2008 – 1.4x Долг/ЕБИТДА

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Бизнес-модель Магнита может оказаться наиболее устойчивой к сжатию ликвидности и сокращению потребительских расходов

Наиболее принципиальные моменты для оценки кредитного риска:

- По информации компании, потребности в рефинансировании до конца 2008 года включают в себя погашение облигаций на 2 млрд руб. и кредитов в объеме порядка 1.5 млрд руб. Поскольку отчетность за 6 месяцев показывала гораздо более существенную цифру краткосрочного долга (\$218 млн, из которых около \$200 млн – с погашением до конца 2008 г.), мы предполагаем, что компания уже рефинансировала около трети от общего объема краткосрочного долга, в т.ч. кредита Сбербанка в объеме 1 млрд руб. с погашением в августе-сентябре 2008 г.
- На вчерашней телеконференции получила подтверждение информация о привлечении Магнитом кредитной линии ВТБ в рамках правительственной программы поддержки ритейлеров. Общая сумма 2.5 млрд руб., первый транш в объеме 300 млн руб. уже получен компанией в начале недели, срок – 1 год, процентная ставка не раскрывается, назначение – пополнение оборотных средств.
- Руководство Магнита также ведет переговоры о новой кредитной линии Сбербанка. Лимит Сбербанка, по данным Reuters, может составить до 5 млрд руб., однако мы полагаем, что эта цифра скорее соответствует суммарному объему линий ВТБ и Сбербанка, которые могут быть открыты при поддержке правительства.
- Наконец, вчера вечером Reuters опубликовал сообщение о намерении Магнита привлечь синдицированный кредит западных банков объемом \$250 млн на 3 года, раскрываемая процентная ставка – Libor+400б.п. Эта сделка должна быть одобрена акционерами Магнита в начале ноября и полностью снимет вопрос о рефинансировании короткого кредита БСЖВ на 1 млрд руб.

Магнит готовится к погашению 1-го выпуска облигаций: озвученный объем кредитных линий полностью покрывает потребности в рефинансировании

- Таким образом, общая сумма обсуждаемых кредитных линий (около \$450 млн) уже перекрывает совокупный долг компании на конец 1п2008. Если компании удастся договориться об условиях и оперативно привлечь хотя бы половину от суммарного лимита, Магнит полностью обеспечит рефинансирование краткосрочного долга до конца 2008 года, включая ноябрьское погашение 1-го выпуска облигаций на 2 млрд руб. По словам г-на Галицкого, Магнит уже аккумулировал на банковских счетах половину от требуемых денежных средств для погашения бумаг.

- По оптимистическому сценарию, банковские кредитные линии (если информация о них подтвердится) позволят Магниту профинансировать долговую часть программы капвложений не только текущего, но и частично следующего года. Компания оценивает объем инвестиций на будущий год примерно в \$660 млн (в 2008 году – \$700-750 млн), из которых \$500 млн планируется профинансировать за счет денежного потока, и только оставшиеся \$160 млн – за счет долга. Впрочем, план по инвестициям носит условный характер: по словам г-на Галицкого, капвложения могут вырасти, если долговое финансирование удастся получить «на хороших условиях». Поглощения также возможны, хотя и маловероятны: Магнит будет рассматривать предложения лишь в исключительных случаях.

Ориентир по долговой нагрузке: 1.1х-1.5х Долг/ЕБИТДА – вполне умеренные цифры, по сравнению с другими ритейлерами...

- Компания обладает запасом прочности: если допустить, что годовой показатель ЕБИТДА не превысит в 2009 году \$400 млн и сеть полностью использует кредитные линии, долговая нагрузка, по нашим оценкам, лишь незначительно превысит 1.5х Долг/ЕБИТДА (внутренний ориентир компании по верхней границе долговой нагрузки). Иначе говоря, долговая нагрузка и в этом случае останется приемлемой, хотя задача рефинансирования краткосрочной задолженности актуальности не потеряет.

...однако в следующем году долг вырастет и станет дороже

- В ближайшее время Магнит так или иначе столкнется с проблемой роста стоимости обслуживания долга с негативными последствиями для прибыли компании. Хотя средняя эффективная процентная ставка по долгу Магнита составляет сейчас 12.6%, новые кредитные линии будут обходиться компании значительно дороже. Своеобразным ориентиром является 18%-й уровень обозначенный во вчерашнем пресс-релизе ВТБ в качестве «среднего» по кредитам розничным операторам.

Проблемы расчетов с поставщиками также могут сдерживать рост ритейлера

- Прогнозировать изменение потребностей компании в оборотном капитале сложно, поскольку контракты с поставщиками на 2009 год заключаются в резко изменившихся условиях. Приоритетом для большинства поставщиков становится своевременная денежная оплата, но при этом реальные отсрочки платежей для крупнейших операторов могут снизиться: позиции Магнита в принципе позволяют пойти на уменьшение отсрочек платежей против дополнительных скидок от поставщиков.

Строить более долгосрочные прогнозы в текущих условиях не берется даже сама компания

В целом, нам представляется, что ориентированная на экономичный сегмент бизнес-модель и невысокая долговая нагрузка дают Магниту большие возможности для маневра по сравнению с остальными розничными сетями. Это касается и доступности средств для рефинансирования долга (в т.ч. в рамках программы государственной поддержки), и переговорных позиций по отношению к поставщикам, и эффективности сети в неблагоприятных экономических условиях. Поэтому мы считаем реалистичными целевые ориентиры компании по показателям 2008 года (выручка около \$5.4 млрд, ЕБИТДА \$400 млн, маржа ЕБИТДА 7%, Чистый Долг/ЕБИТДА 1.1х).

Прогнозировать динамику показателей на более отдаленную перспективу – практически невозможно из-за возможной корректировки плана по капвложениям, резкого удорожания ресурсов, а также потенциальных проблем с поставщиками. Мы полагаем, что Магнит без особых проблем погасит 1-й выпуск облигаций; 2-й выпуск с погашением в марте 2012 года, колл-опционом в марте 2010-го по номиналу и ставкой купона 8.2% вряд ли заинтересует инвесторов, тем более что у компании нет международных кредитных рейтингов, необходимых для включения бумаг в списки РЕПО.

ЭКОНОМИКА

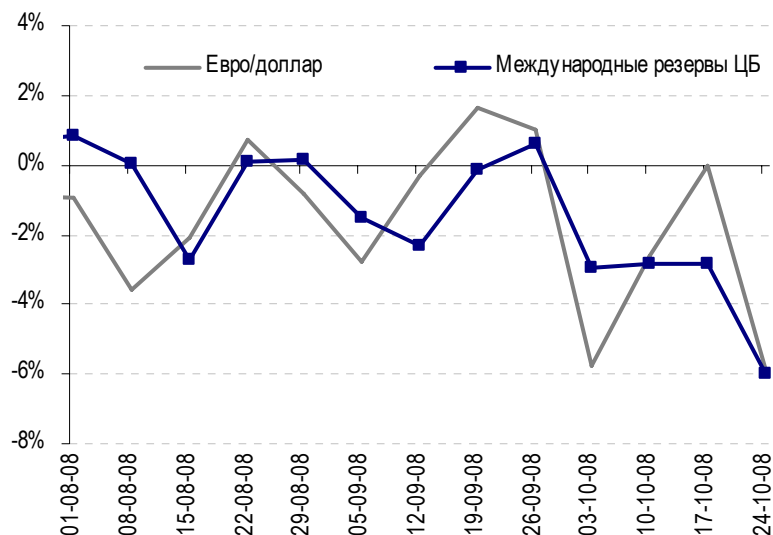
Почему снижаются резервы

На прошлой неделе резервы ЦБ снизились на рекордные \$31 млрд. и по состоянию на 24.10.2008 составили \$485 млрд. Мы полагаем, что данное снижение более чем на 50% обусловлено очень существенным ослаблением евро и фунта относительно доллара в этот период. За неделю с 17 по 24 октября курс евро упал на 5.9%, а фунт – почти на 8%. Учитывая, что евро и фунт в резервах ЦБ занимают около 40% и 10% соответственно, за счет курсовых колебаний валютные резервы должны были потерять около \$16 млрд.

Остальная доля снижения резервов приходится на переоценку активов и продажи валюты ЦБ на внутреннем рынке. По нашим оценкам, Банк России продал на прошлой неделе около \$10-\$12 млрд. на фоне оттока капитала и ожиданий ослабления рубля. На текущей неделе давление на рубль было менее сильным, и мы ожидаем, что валютные интервенции ЦБ будут в 2-3 раза меньше. Судя по форвардным контрактам на рубль, паника на этом рынке также стала стихать – рублевые ставки NDF на 1 месяц снизились до 30% с 70% в пятницу.

Однако, даже если отток капитала на время ослабнет, давление на рубль начнет оказывать слабый текущий счет. В связи с падением цен на нефть, мы ожидаем снижения торгового сальдо в ноябре более чем в два раза, а текущий счет может обнулиться. Ситуацию может усугубить снижение физических объемов экспорта нефтепродуктов для минимизации потерь от так называемых «ножниц Кудрина» (уменьшение экспортных пошлин происходит с запаздыванием к падению цен на нефть). По сообщению СМИ, компанию уже снижают экспорт нефтепродуктов через морские порты.

**Курс евродоллара и валютные резервы ЦБ
(изменение за неделю в %)**



Источник: ЦБ РФ, Reuter

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
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
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

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 Михалевиц	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.