

04 февраля 2010

## Содержание

- **Виктория: комментарий к размещению** **Стр 1**
- **Евробонды не помеха для ОФЗ** **Стр 3**

## Виктория: комментарий к размещению

Вчера была открыта книга заявок на участие в размещении биржевых облигаций Группы Компаний «Виктория» (Fitch: B-) первой и второй серии совокупным объемом 4 млрд руб (по 2 млрд каждый). Облигации первой серии имеют полугодовую оферту и, согласно заявленным организаторами ориентирам, предлагают доходность в диапазоне 12.62-13.69%% (дюрация 171 день). Диапазон доходности бумаг второй серии к оферте через 1.44 года (27.07.2011) заявлен на уровне 13.14-14.2%%. Мы полагаем, что облигации Виктории найдут достаточно большой спрос среди инвесторов с аппетитом к риску бумаг эмитентов третьего эшелона.

Виктория – девятая в России по размеру выручки розничная сеть, состоящая из 208 (конец 2009 г.) продуктовых магазинов в Москве и области (65% товарооборота), Калининграде (23%) и Петербурге (12%). Виктория работает в трех форматах: магазины шаговой доступности «Квартал» и дискаунтеры «Дешево» (66% товарооборота, больше половины в Москве и области), супермаркеты «Виктория» (29%) и мелкооптовый магазин «Cash» в Калининграде (5%). Порядка трети торговых площадей находится в собственности компании, остальные арендуются.

### Основные показатели ГК Виктория по МСФО

Период	Выручка	Валовая маржа	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	Краткосрочный долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Процентные расходы, раз
2007	26 503	28.5%	1 185	4.5%	4 536	3.8	0.9	2.6
1п2008	15 531	32.0%	1 208	7.8%	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
2008	31 864	32.6%	2 722	8.5%	4 866	1.8	1.2	5.6
1п2009	15 368	33.7%	1 158	7.5%	4 302	1.9	1.7	3.7

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Финансовые показатели Виктории выглядят вполне приемлемо: рентабельность по ЕБИТДА несколько меньше, чем у лидеров розничного рынка - Х5 и Магнит – что вполне отражает низкую (по сравнению с лидерами) долю собственных распределительных центров в поставках в магазины, а также менее эффективную работу с оборотным капиталом (по-видимому, из-за более слабых переговорных позиций компании с поставщиками). Долговая нагрузка находилась на вполне приемлемом для компании третьего эшелона уровне (1.9x Долг / ЕБИТДА на конец 1п2009 года), однако большая часть долга попадала в категорию краткосрочного.

Позитивным моментом является тот факт, что большая часть краткосрочного долга была успешно рефинансирована компанией во второй половине 2009 года и наиболее существенным обязательством остается выпуск рублевых облигаций второй серии объемом 1.5 млрд рублей с погашением 16.02.2010. Согласно заявлению компании, на сегодняшний день запас денежных средств и кредитных лимитов достаточен для погашения этой суммы. Отметим, что дата погашения совпадает с датой выхода на биржу новых бондов.

**На рынок выходят новые выпуски розничной сети Виктория с очень привлекательными ориентирами по доходности**

**Виктория – небольшая розничная сеть, представленная в Москве, Питере и Калининграде**

**Финансовые показатели вполне приемлемы для компании третьего эшелона**

**Большая часть краткосрочного долга уже рефинансирована...**

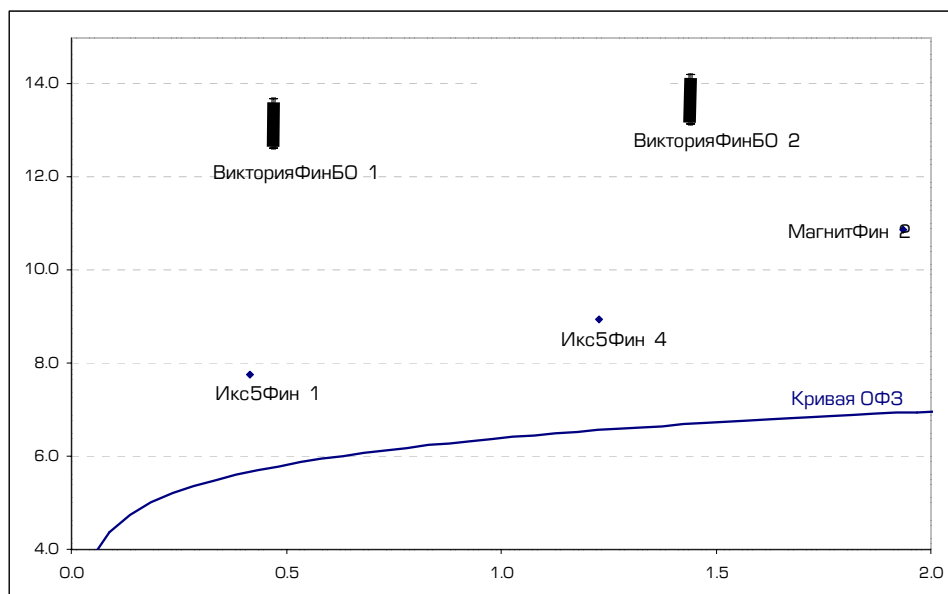
Согласно презентационным материалам Виктории, на сегодняшний день валовый долг компании составляет 4.8 млрд рублей, что указывает на уровень долговой нагрузки порядка 2х Долг/ЕБИТДА. Однако, с учетом размещения новых бумаг, по нашим оценкам, этот показатель может превысить 3х. Важным моментом являются озвученные Викторией планы по проведению IPO в текущем году, в ходе которого может быть реализовано до 30% акций компании. Судя по достаточно короткой дюрации биржевых бумаг первой серии (схожих по срочности скорее с бридж-кредитом), компания планирует провести размещение акций в течение ближайших 6 месяцев.

Перспективы IPO Виктории могут быть весьма радужными для компании с учетом текущей конъюнктуры на мировых рынках и достаточно скромного предложения бумаг со стороны отечественного розничного сектора. Тем не менее, мы считаем, что при принятии решения об участии в облигационных выпусках Виктории инвесторам не стоит всецело полагаться как на успех IPO, так и последующее снижение долговой нагрузки компании.

Недавно ГК Виктория получила рейтинг на уровне В- от Fitch, однако мы отмечаем, что данный факт отнюдь не гарантирует включение предлагаемых рынку бумаг в ломбардный список ЦБ. Согласно структуре выпусков, юридическим лицом с данным рейтингом является оферент, а не эмитент, и мы не рекомендуем инвесторам рассчитывать на то, что эти бумаги будут приниматься ЦБ в качестве залога. В то же время хотим напомнить, что минимальный критерий по рейтингу для включения в ломбардный список на уровне В- или ВЗ на самом деле говорит о довольно слабом автономном кредитном качестве компании.

В целом мы считаем, что кредитный профиль Виктории выглядит вполне приемлемо для инвесторов с аппетитом к риску эмитентов третьего эшелона за пределами ломбардного списка ЦБ. Позитивным для инвесторов моментом может также послужить хорошая кредитная история эмитента (компания успешно расплатилась по дебютному выпуску рублевых облигаций в январе 2009 года).

Мы считаем, что заявленные ориентиры доходности, предлагают вполне адекватную премию к бумагам лидеров розничного рынка – Х5 и Магнита – более 350 б.п. Мы полагаем, что для соответствующей категории инвесторов участие в новых выпусках Виктории представляет интерес даже по нижней границе заявленного диапазона доходности. Мы также полагаем, что выпуски Виктории обладают большим потенциалом к росту цены ввиду довольно высокой вероятности успешного проведения IPO и снижения долговой нагрузки.



**..но в 2010 году долговая нагрузка опять повысится в преддверии IPO...**

**...которое может оказаться весьма успешным, но мы не рекомендуем инвесторам всецело полагаться на него.**

**Несмотря на наличие рейтинга у Виктории, новые бумаги едва ли окажутся в ломбардном списке**

**Кредитный профиль компании приемлем для определенной категории инвесторов...**

**...а ориентиры доходности выпуском привлекательны даже по нижней границе диапазона.**

## Евробонды не помеха для ОФЗ

Заместитель министра финансов Дмитрий Панкин вчера сделал ряд заявлений по поводу долговой стратегии Минфина в 2010 году. Хотя большинство из них касалось выпуска еврооблигаций, было озвучено два интересных тезиса относительно размещения ОФЗ.

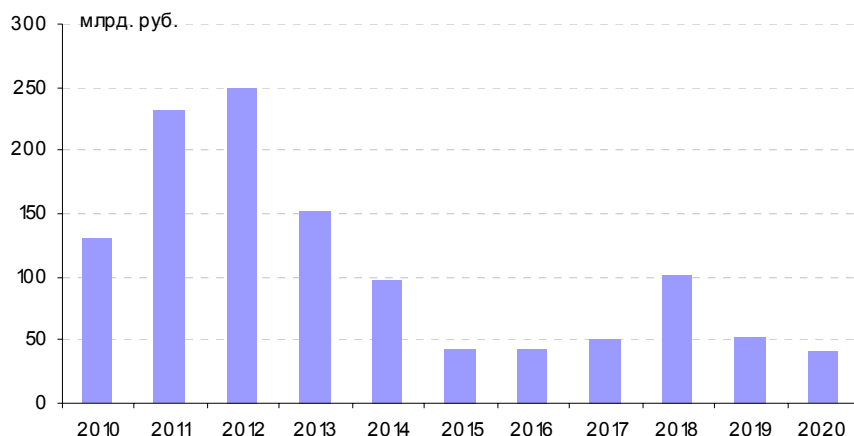
Во-первых, Минфин будет стараться минимизировать объем выпуска валютных инструментов, размещая рублевые облигации в максимально возможном объеме. По нашему мнению, под рублевыми инструментами Дмитрий Панкин имел в виду, прежде всего, ОФЗ, хотя в его выступлении шла речь и о рублевых евробондах. Таким образом, Минфин будет размещать евробонды по остаточному принципу, а, значит, в ближайшие месяцы рынок ОФЗ все же ждет большой навес предложения. В подобной ситуации можно ожидать, что спрос крупных участников рынка ОФЗ будет все-таки удовлетворен. Благодаря тому, что они перестанут продавливать вниз цену на аукционах, размещения начнут проходить с премией к рынку.

Во-вторых, Дмитрий Панкин заявил, что в ближайшее время продолжится размещение 2-3-летних ОФЗ, а более длинные бумаги выпускаться не будут. По его словам, такие сроки заимствований удобны для бюджета, и, кроме того, продавать долгосрочные облигации, в то время как процентные ставки падают, невыгодно. Поэтому, Минфин начнет выходить на рынок с длинными бумагами, когда ставки достигнут дна.

По нашим оценкам, ЦБ закончит цикл снижения ставок в конце первого полугодия. Исходя из озвученной выше логики, именно тогда и стоит ожидать размещения длинных бумаг. Однако, мы считаем, что это не относится к пятилетним бумагам, с которыми Минфин может выйти на рынок уже в марте-апреле. Бумаги подобной срочности размещались всю вторую половину 2009 года, когда процентные ставки падали максимально быстро. Кроме того, на 2012-2013 гг. уже приходится большой объем погашений, и Минфину не стоит значительно увеличивать объем коротких заимствований.

По нашему мнению, говоря о длинных бумагах, Дмитрий Панкин в большой степени имел в виду десятилетние и пятнадцатилетние облигации, которые в 2009 году вообще не выпускались. Скорее всего, Минфин выйдет с серьезным объемом этих бумаг во второй половине 2010 года.

**График погашения ОФЗ**



**Минфин вчера сделал ряд заявлений по поводу долговой стратегии**

**Евробонды будут размещаться по остаточному принципу после рублевых инструментов - рынок ОФЗ все же ждет большой навес предложения**

**В ближайшее время продолжится размещение 2-3 летних ОФЗ, более длинных бумаг выпускаться не будет**

**Но мы считаем, что пятилетние бумаги начнут размещаться уже в марте-апреле,...**

**... десяти и пятнадцатилетние - во второй половине года**

## **ЗАО «Райффайзенбанк»**

---

Адрес	119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

---

---

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

---

### **Продажи**

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+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

---

### **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

---

**Аналитика**

**Операции на рынке облигаций**

**Организация облигационных займов**

**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.