

# Российские корпоративные облигации

4 мая 2006 г.

Специальное обозрение

## Розничная торговля: время собирать сети

- В среднесрочной перспективе розничная торговля останется наиболее динамичной отраслью экономики благодаря росту благосостояния населения, а также сохранению мягкой денежной и фискальной политики. Мы прогнозируем более чем двукратное увеличение объема рынка продовольственной розницы в ближайшие 5 лет.
- Мы ожидаем дальнейшей консолидации розничной торговли, которая может привести к переоценке кредитных рисков компаний не в пользу мелких и самостоятельных игроков.
- Основные угрозы кредитоспособности торговых сетей мы видим в действиях самих компаний: проблемы могут создать чересчур агрессивные планы развития и непродуманная долговая политика.
- Отправным пунктом для оценки справедливой доходности облигаций розничных сетей, на наш взгляд, могут служить облигации Пятерочки. Она является наиболее рентабельной компанией, а рост долговой нагрузки после объединения с Перекрестком вполне компенсируется выгодами от лидирующих позиций, которые компания займет в результате этой сделки.
- Справедливый спрэд облигаций розничных сетей с самым высоким кредитным качеством (Пятерочка, Перекресток) к ОФЗ по нашим оценкам составляет на сегодняшний день 200-220 б.п.
- На сегодняшний день облигации большинства торговых сетей справедливо оценены рынком. Поэтому в краткосрочной перспективе спрэды по ним, скорее всего, останутся на текущих уровнях.
- По результатам публикации финансовых и операционных данных за I полугодие 2006 г. мы считаем вероятным сужение спрэдов по облигациям Пятерочки.

### В этом выпуске:

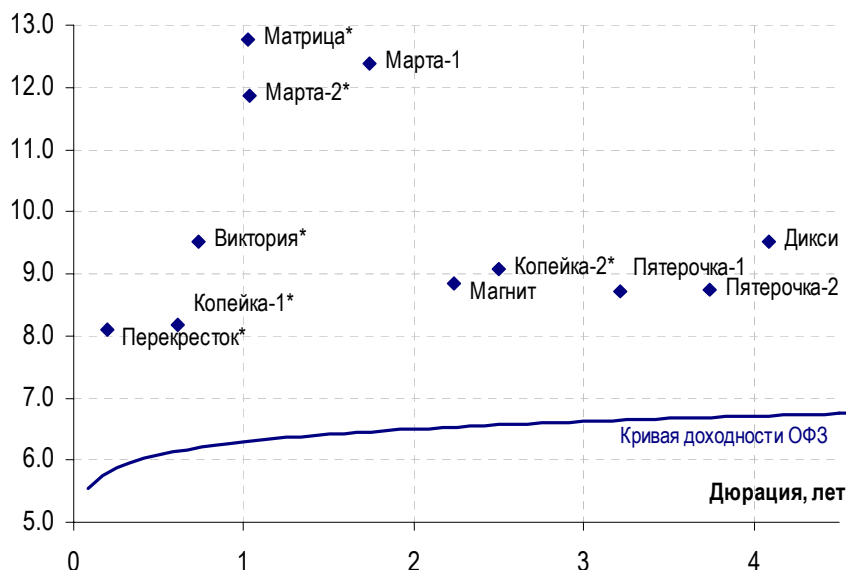
- **Наши рекомендации**.....2
- **Ритейл: опережая ВВП**.....4
- **Не упустить рынок: стратегии успеха**.....8
- **Описание эмитентов**.....13

### Аналитики

**Максим Раскоснов**  
+7 (495) 981 2893  
mraskosnov@raiffeisen.ru

**Станислав Пономаренко**  
+7 (495) 721 1316  
sponomarenko@raiffeisen.ru

### Доходность облигаций ритейла на 03.05.2006 (\*к оферте)



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Наши рекомендации

**Все крупнейшие отечественные игроки отрасли представлены на рынке облигаций**

В данном обзоре мы оцениваем перспективы развития сектора продуктового ритейла и проводим анализ кредитного качества компаний отрасли: «Виктория», «Дикси», «Копейка», «Магнит», «Марта», «Матрица», «Седьмой континент/Столичные гастрономы», «Перекресток» и «Пятерочка».

### Доходность облигаций ритейла на 3 мая 2006 г.

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.	Справедливая доходность, %	Потенциал изменения спреда, б.п.
Перекресток	*8.09	100.10	0.19	1 500	8.81%	230	7.10-8.10%	-
Пятерочка-1	8.72	109.75	3.21	1 500	11.45%	208	8.40-8.50%	↓ 20-30
Пятерочка-2	8.73	102.80	3.74	3 000	9.30%	204	8.40-8.50%	↓ 20-30
Магнит	8.86	101.50	2.23	2 000	9.34%	233	8.80-8.90%	-
Дикси	9.51	**99.80	4.09	3 000	9.25%	288	9.50-9.60%	-
Копейка-1	*8.17	101.10	0.61	1 200	9.75%	203	8.00-8.20%	-
Копейка-2	*9.07	99.55	2.50	4 000	8.70%	251	8.90-9.00%	-
Виктория	*9.52	100.30	0.74	1 500	9.90%	332	9.90-10.10%	↑ 40-60
Марта-1	12.37	105.00	1.74	700	14.84%	592	12.20-12.30%	-
Марта-2	*11.87	99.89	1.04	1 000	11.75%	557	12.00-12.10%	-
Матрица	*12.77	99.90	1.02	1 200	12.32%	647	12.70-12.90%	-

\*к оферте

\*\*котировка на форвардах

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

#### Пятерочка + Перекресток

Цены облигаций Пятерочки и Перекрестка будут зависеть от их объединения. По нашим прогнозам уровень долга не выйдет за установленные границы, и не произойдет снижения рейтингов Пятерочки. Мы рекомендуем **покупать облигации Пятерочки** в расчете на сужение спреда по ним на 20-30 б.п., до уровня 180-190 б.п. к ОФЗ.

Мы рекомендуем **покупать облигации Перекрестка**, т.к. на фоне очень короткой дюрации до оферты они предлагают достаточно привлекательную доходность.

#### Магнит

Облигации Магнита справедливо оценены рынком: спред к Пятерочке в 30 б.п. оправдан за счет более низкой рентабельности Магнита. Сужение спреда произошло в апреле 2006 г. на фоне публикации отчетности по МСФО и подготовки к IPO. Дальнейшее сужение спреда, на наш взгляд, может произойти только при условии повышения рентабельности Магнита. В этом случае потенциал сужения мы оцениваем в 20-30 б.п. на ближайшие полгода. Пока мы рекомендуем **держаться облигации Магнита**.

#### Дикси

В ближайшее время мы не видим потенциала сужения спреда по облигациям Дикси. Перспективы облигаций компании будут зависеть от ее способности повысить рентабельность и сроков ее IPO. На сегодняшний день мы оцениваем справедливый спред к ОФЗ в 280-290 б.п. (60-70 б.п. к облигациям Пятерочки). Т.е. цена облигаций после выхода на торги должна составить около 99.70-99.80 от номинала.

#### Копейка

В настоящий момент облигации Копейки справедливо оценены рынком. Справедливый спред к Пятерочке составляет 30-50 б.п. Дальнейшее сужение спреда будет зависеть от того, получит ли компания средства на дальнейшее развитие в результате IPO. Мы рекомендуем **держаться облигации Копейки**.

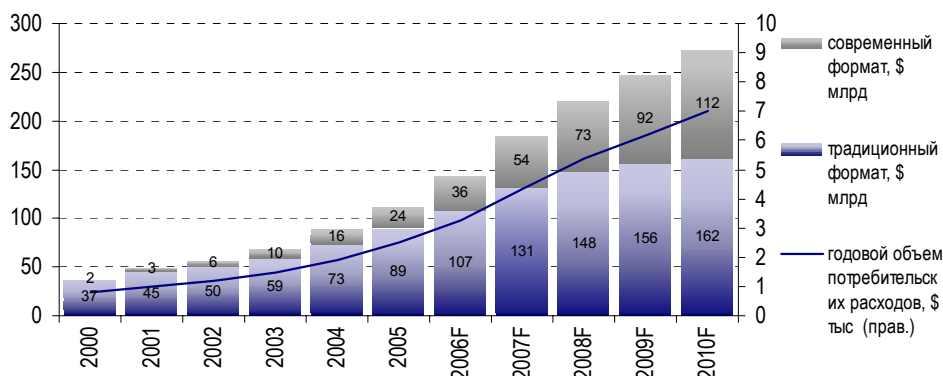
- Виктория** Специфическая структура и низкая прозрачность Виктории делают ее облигации достаточно рискованным инструментом. Мы считаем, что их текущая доходность является недостаточной компенсацией за риск. Справедливый спрэд облигаций Виктории к ОФЗ составляет по нашим оценкам 360-380 б.п., соответственно мы видим потенциал расширения спреда на 40-60 б.п. от текущих уровней. Мы рекомендуем **продавать облигации Виктории**.
- Марта** Марту на сегодняшний день уже нельзя назвать ритейлером, но ее облигации представляют из себя интересный высокодоходный инструмент. На сегодняшний день они оценены справедливо (спрэд к ОФЗ – 550-600 б.п.). Сужение спрэдов на 50 б.п. может произойти только после публикации отчетности по сегментам за 2005 г. Тем не менее мы пока не рекомендуем консервативным инвесторам покупать облигации Марты. В любом случае, высокая доходность Марты оправдана тем, что компания относится к отрасли недвижимости и девелопмента.
- Матрица** Облигации Матрицы – инструмент, предполагающий недостаточную защиту интересов инвесторов. Очень широкие спрэды по ним (650-670 б.п.) к ОФЗ оправданы небольшим размером и низкой прозрачностью компании. В ближайшее время мы не видим перспектив сужения спрэдов.
- Столичные гастрономы** Мы оцениваем готовящийся к размещению выпуск облигаций Столичных гастрономов не как ритейловый. Компания связана со значительными рисками в недвижимости и сравнивать ее напрямую с розничными сетями, на наш взгляд, некорректно. Наша оценка справедливого спреда облигаций Столичных гастрономов к ОФЗ – 350-400 б.п., т.е. доходность выпуска должна составить около 10% к двухлетней оферте. Столичные Гастрономы, как и Марта относятся к отрасли девелопмента, хотя и связанного с розничными операциями.

## Ритейл: опережая ВВП

**Рынок розничной торговли: удвоение за 3 года**

В обозримом будущем рост потребительского спроса создаст исключительно благоприятные условия для развития сектора розничной торговли в России. По нашим оценкам размер рынка продуктового ритейла достигнет \$ 274 млрд к 2010 году по сравнению с \$ 113 млрд в 2005 году (среднегодовые темпы роста – 19%). За этот же период мы оцениваем увеличение доли организованного формата в розничном товарообороте с 21% до 41%, что соответствует среднегодовым темпам роста торговых сетей в 36%.

Размер рынка продуктового ритейла и потребительские расходы населения

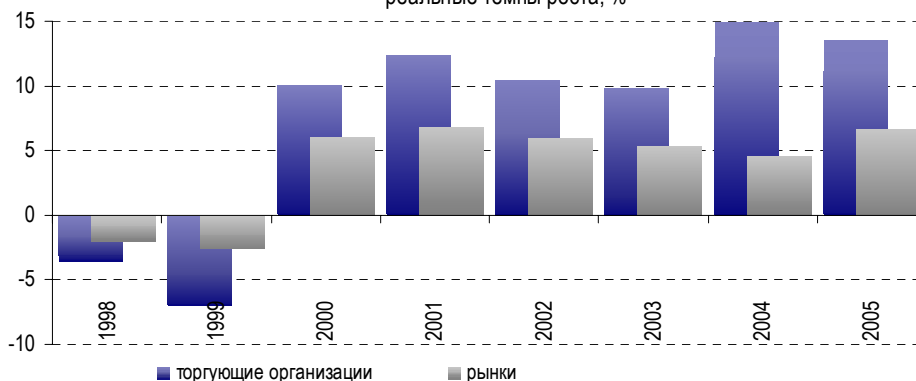


Источник: ФСГС, оценки Райффайзенбанка

**Торговые сети продолжают вытеснять с рынка ритейл традиционного формата**

В пользу опережающего роста торговых сетей в России говорит их сравнительно низкая доля в объеме розничного товарооборота – 21%. В развивающихся странах Центральной и Восточной Европы (Польша, Чехия) эта доля выше 50%. Значительная часть продаж в России по-прежнему осуществляется через рынки, киоски, павильоны и прилавочные магазины. Однако, очевидные преимущества формата магазина самообслуживания и более сильные конкурентные позиции торговых сетей позволяют им легко вытеснять с рынка магазины традиционного формата.

Динамика розничных продаж по формам торговли, реальные темпы роста, %



Источник: ФСГС

**В перспективе -- сохранение тенденций прошлого**

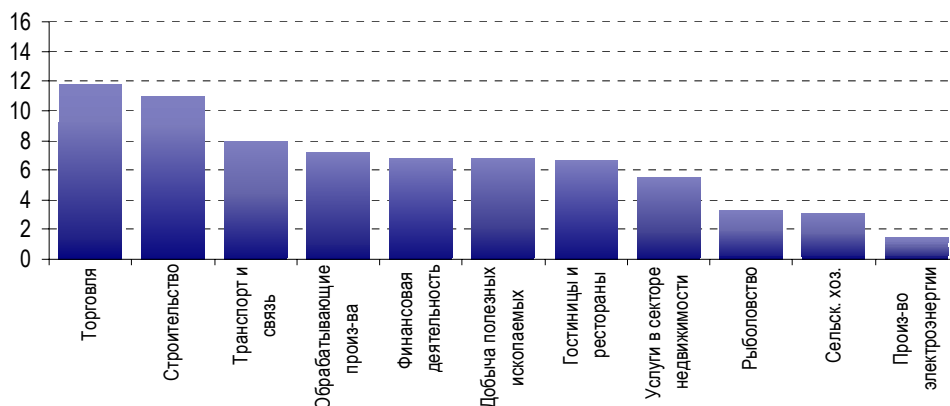
В последние годы темпы роста розничной торговли устойчиво опережали темпы роста других отраслей. В ближайшие 5 лет мы видим существенный потенциал для развития успехов прошлого: реальные темпы роста розничного товарооборота мы оцениваем в 9.5% по сравнению с 5.5% для всей экономики.

**Ритейл довольствуется всеми преимуществами сектора услуг...**

Более стремительное развитие торговли и торговых сетей в отдельности будет возможно за счет того, что:

- в ритейле не требуются значительные капитальные инвестиции или же сложные технологические инновации для расширения своей деятельности;
- перед торговыми компаниями остро не стоят проблемы недостаточности инвестиций в основной капитал и его быстрого морального устаревания;
- ослабление позиций внутренних производителей (как результат дальнейшего укрепления рубля) не является прямой угрозой ритейлу. Потребительский спрос может быть удовлетворен за счет импорта, что напрямую не сказывается на активности торгового посредничества;
- возможность финансирования своего развития за счет поставщиков. Торговые сети могут получать отсрочку по расчетам с поставщиками в среднем на срок 1-2 месяца. В то же время период оборачиваемости запасов в среднем по отрасли розничной торговли меньше оборачиваемости кредиторской задолженности и составляет около месяца;
- динамика розничных продаж достаточно диверсифицирована. Активность торговых компаний в меньшей степени определяется процессами в отдельных отраслях и сегментах потребительского рынка;
- независимо от состояния экономики и качества экономической политики продуктовые ритейлеры всегда имеют возможность конкурировать за спрос на товары первой необходимости.

Среднегодовые темпы роста ВВП по секторам за период 2003-2005 гг, %

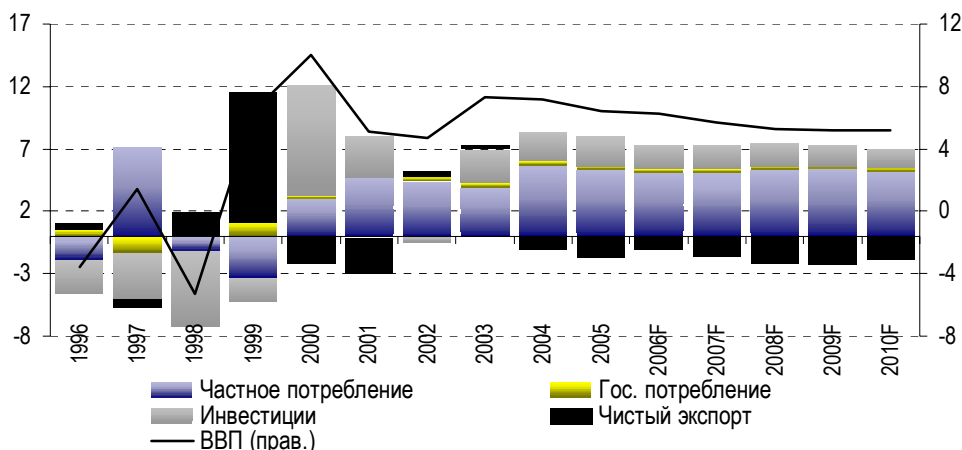


.....был бы спрос

Источник: ФСГС

Сохранение устойчивого спроса населения является главным фактором высокой торговой активности в будущем. Значительная гибкость и свобода в выборе нужных темпов развития позволит торговым компаниям быстрее адаптироваться к растущей покупательной способности населения.

Структура экономического роста, % роста ВВП



Источник: ФСГС, оценки Райффайзенбанка

### Ставка на правильную лошадь – потребительский спрос

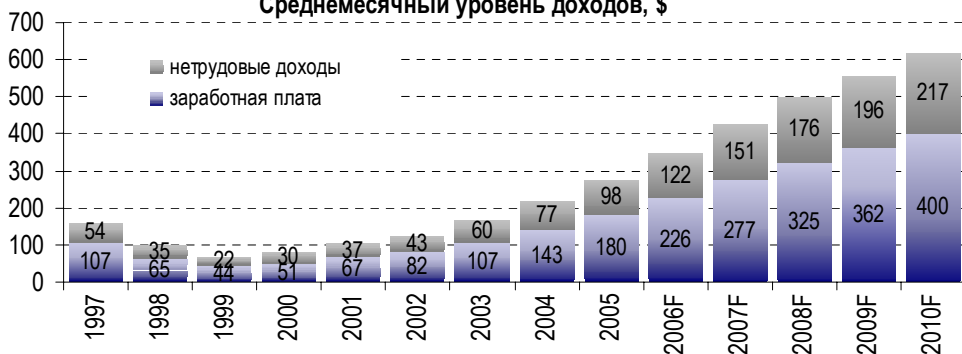
**Внутренний спрос – главный источник экономического роста в России**

В России основным двигателем экономики является исключительно внутренний спрос, генерируемый частным потреблением. Несмотря на благоприятную ценовую конъюнктуру для российского экспорта и растущий торговый баланс, вклад внешнеэкономической деятельности в реальный рост ВВП не часто был положительным. В последние два года более 80% процентов роста ВВП было обусловлено более чем 11%-м темпом роста потребления частного сектора.

**Доходы населения: есть куда расти**

Рост доходов населения будет главным фактором увеличения их потребления. Несмотря на то, что в последние годы рост заработной платы опережает рост производительности труда, у бизнеса еще остаются возможности для поддержания относительно высоких темпов роста заработной платы. Низкие энергетические издержки и слабая налоговая дисциплина пока еще способны компенсировать бизнесу рост издержек на оплату труда. Кроме того, по мере роста рынка недвижимости и рынков капитала можно ожидать и увеличение нетрудовых доходов.

Среднемесячный уровень доходов, \$



Источник: ФСГС, оценки Райффайзенбанка

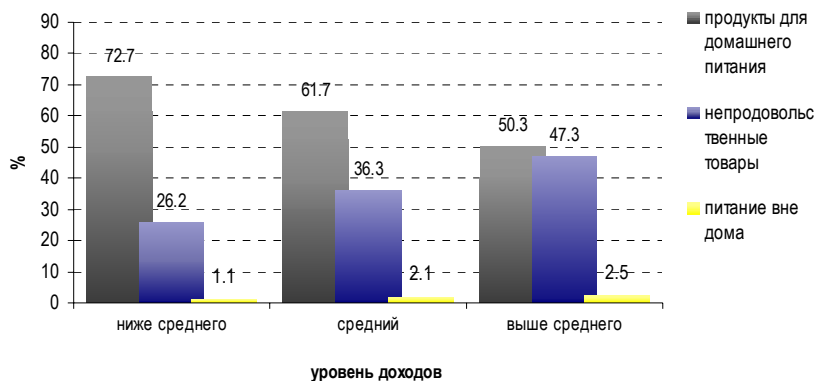
**Усиление покупательной способности населения за счет государственного бюджета**

Увеличение текущих расходов бюджета будет стимулировать покупательную способность населения. На наш взгляд в условиях избытка финансовых ресурсов и сохранения высокого уровня бедности у государства просто не остается других путей кроме усиления финансовой поддержки населения. Аккумулированные в стабфонде средства и профицитный бюджет в ближайшей перспективе позволят государству повышать объем социальных трансфертов, пенсий и заработных плат в бюджетном секторе.

**Поддержка продуктового ритейла со стороны наименее обеспеченных слоев населения**

Поскольку бюджетная помощь будет направлена, прежде всего, к наименее обеспеченным слоям населения можно ожидать усиления именно продуктовой компоненты потребительского спроса. Как правило, категории населения с наименьшим доходом сберегают меньшую долю своих доходов и большая часть их расходов приходится на продовольственные товары.

**Структура потребительских расходов для различных доходных групп населения**



Источник: ФСГС, оценки Райффайзенбанка

**Денежная политика в пользу ритейла**

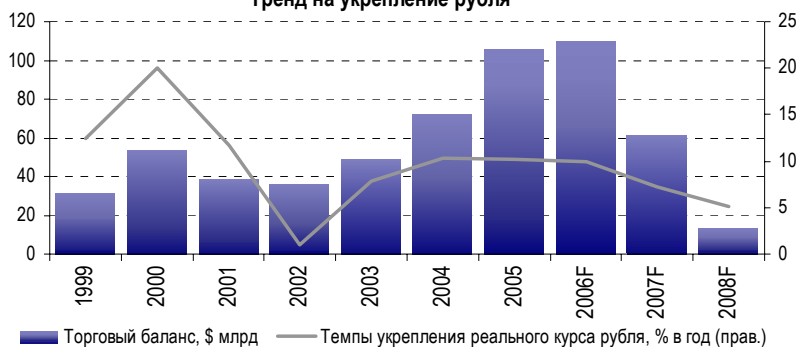
**Отсутствие препятствий в виде жесткой денежной политики**

Помимо смягчения фискальной политики мы уверены в сохранении мягкой денежной политики, которая продолжит стимулировать потребительский спрос. Во-первых, отсутствие эффективного инструмента процентной ставки лишает государство возможности влиять на внутренний спрос в экономике. Во-вторых, несмотря на приоритетность задачи борьбы с инфляцией, денежные власти сами не стремятся к ужесточению денежной политики. В основном это объясняется нежеланием государства жертвовать экономическим ростом ради снижения инфляции. Кроме того, денежные власти опасаются, что повышение процентной ставки может создать кризис ликвидности или спровоцировать спекулятивный приток капитала.

**Укрепление рубля увеличивает покупательную способность импортных товаров**

Дальнейшее укрепление рубля повысит покупательную способность импортных товаров, доля которых на потребительском рынке растет. Укрепление рубля является неизбежным, учитывая его текущую недооцененность и сохранение значительного сальдо торгового баланса. Нынешние попытки денежных властей противостоять этому через покупку иностранной валюты не спасают рубль от его реального удорожания - при стабильном курсе рубля реальный рост национальной валюты обеспечивается за счет инфляции.

**Тренд на укрепление рубля**



Источник: ФСГС, ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

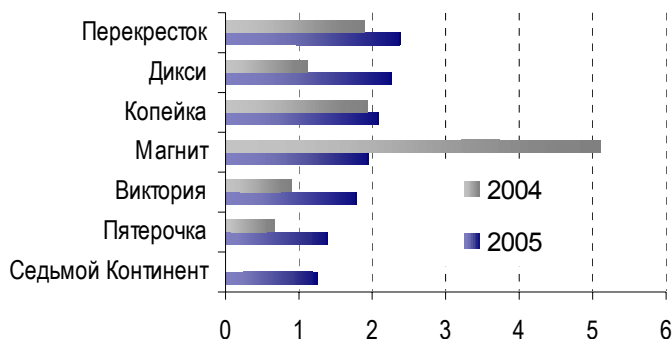


## Не упустить рынок: стратегии успеха

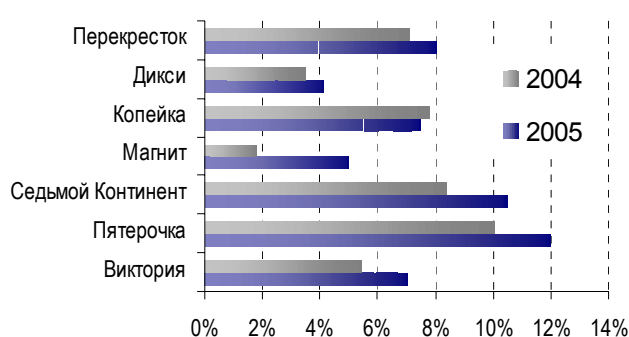
**Агрессивная политика развития таит основную угрозу кредитоспособности**

Стремительность развития торговых сетей, на наш взгляд, таит в себе основные риски их кредитоспособности. Благоприятные условия российского рынка розничной торговли вынуждают практически все основные торговые сети ставить перед собой достаточно агрессивные планы развития. В перспективе, естественное насыщение рынка будет способствовать стабилизации рентабельности. С ростом конкуренции возрастут и требования к эффективности бизнеса, структуре капитала, а также возрастет вес неправильных решений для отдельной компании. При этом надо принимать во внимание, что уровень долговой нагрузки ритейлеров в последние годы заметно вырос. За период с 2003 по 2005 год долг/ЕБИТДА в среднем по отрасли вырос с 1х до 2х.

Валовый долг/ЕБИТДА, раз



Рентабельность по ЕБИТДА



Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

**Стратегии развития, которые могут улучшить кредитное качество эмитентов**

Поскольку ослабление потребительского спроса вряд ли грозит в ближайшие годы, риски кредитоспособности в основном будут зависеть от действий самих компаний. Можно отметить несколько стратегий развития компаний, которые способны улучшить конкурентные позиции ритейлеров и их кредитное качество:

- Мультиформатное развитие торговых сетей
- Региональная экспансия и развитие логистической системы
- Консолидация без агрессивного наращивания долга
- Привлечение акционерного капитала и повышение прозрачности/стандартов корпоративного управления
- Увеличение доли непродовольственных товаров и продукции собственной торговой марки

### Мультиформатное развитие торговых сетей

**Появление многоформатных сетей**

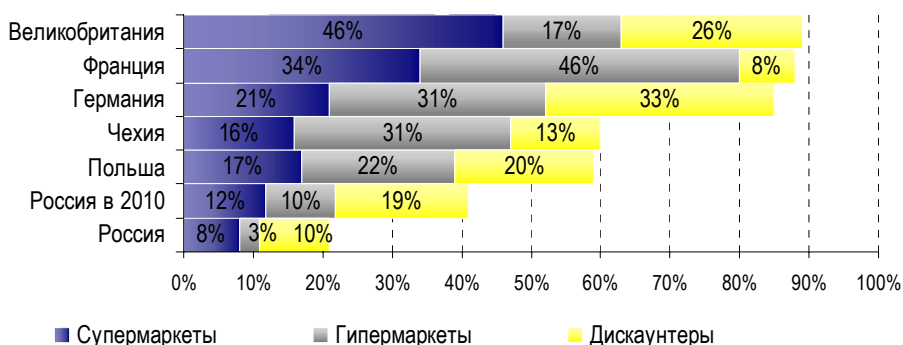
Развитие сразу нескольких форматов позволяет торговым сетям оптимизировать стратегию роста в целом, а также диверсифицирует структуру продаж. В рамках консолидации отрасли объединение крупных сетей различного формата является наиболее вероятным, поскольку позволяет значительно расширить целевую аудиторию покупателей.

В зависимости от размера торговой площади, наличия дополнительных услуг, ассортимента и качества продукции торговые сети можно разделить на три основных формата: дискаунтеры, супермаркеты и гипермаркеты. При этом стратегия развития



торгового бренда, как правило, подразумевает специализацию в одном из форматов.

### Рыночная доля сетей современного формата



Источник: ФСГС, оценки Райффайзенбанка

**Более стремительный рост доли дискаунтеров и гипермаркетов**

Несмотря на то, что предпочтения относительно типа магазина современного формата варьируется в зависимости от страны, в географических и социальных условиях России наиболее перспективными являются гипермаркеты и дискаунтеры. Именно в сегменте гипермаркетов и дискаунтеров мы видим наибольший потенциал роста: в среднегодовых темпах роста 52% и 36% соответственно. Потенциал роста супермаркетов по нашим оценкам составляет не более 30% в год в перспективе ближайших 5 лет.

**В среднесрочной перспективе целевая аудитория дискаунтеров останется наиболее многочисленной**

Перспективность дискаунтеров объясняется сравнительно низкими издержками открытия магазинов данного типа наибольшей аудиторией потенциальных покупателей. Несмотря на предполагаемый рост доходов населения (в среднем 7.4% в реальном выражении) доля населения с доходами ниже среднего останется наиболее многочисленной ввиду существенной неравномерности распределения доходов в России. При этом в формате дискаунтеров мы видим наименьшую конкуренцию со стороны иностранных участников. Главным препятствием для развития сетей дискаунтеров, на наш взгляд, является естественное ограничение количества торговых мест с интенсивным потоком покупателей.

**Гипермаркет помогает решать и логистические задачи**

Очевидными преимуществами гипермаркетов являются: большой ассортимент, возможность экономии на масштабе, наличие больших складских помещений, функции распределительных центров. Кроме того, вопрос дефицита привлекательных торговых площадей не так остро стоит перед гипермаркетами, которые ориентируются на покупателей с собственными транспортными средствами. Меньшая частота посещения компенсируется относительно высокой средней суммой чека. Однако, в формате гипермаркетов потенциал конкуренции в иностранными торговыми сетями наибольший («Metro», «Auchan»).

**Потенциал роста супермаркетов ограничен размерами российского среднего класса**

Популярность супермаркетов в большей степени привязана к росту благосостояния населения, и поэтому на наш взгляд будет ограничена относительно крупными городами и ростом доходов населения. Однако в долгосрочной перспективе рост благосостояния населения дает больше конкурентных преимуществ супермаркетам по сравнению с форматом дискаунтеров.

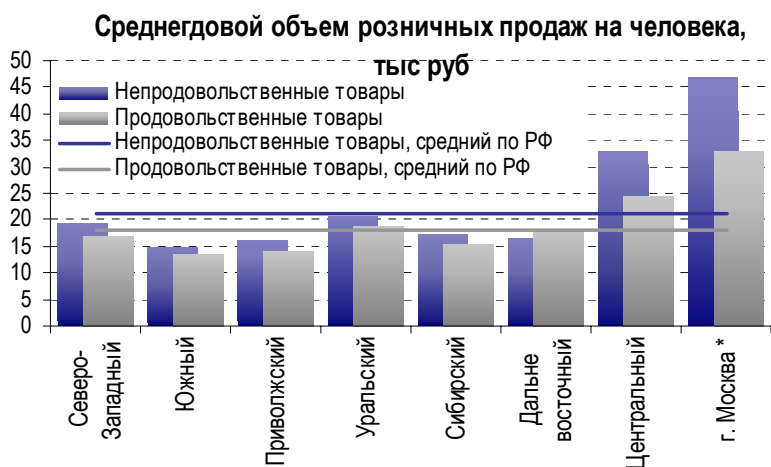
### Региональная экспансия и развитие логистики

**Развитие в регионы позволит поддержать темпы**

Увеличение регионального присутствия, на наш взгляд, является наиболее перспективным развитием торговой сети. С одной стороны этому способствует усиление конкуренции, дефицит и дороговизна торговых площадей на столичном рынке. С другой

**роста продаж**

стороны - недостаточная представленность современного формата и потенциал роста потребительского спроса в регионах. Например, региональный акцент в развитии торговой сети «Магнит» дает компании существенный потенциал сохранения высоких темпов роста продаж в будущем.

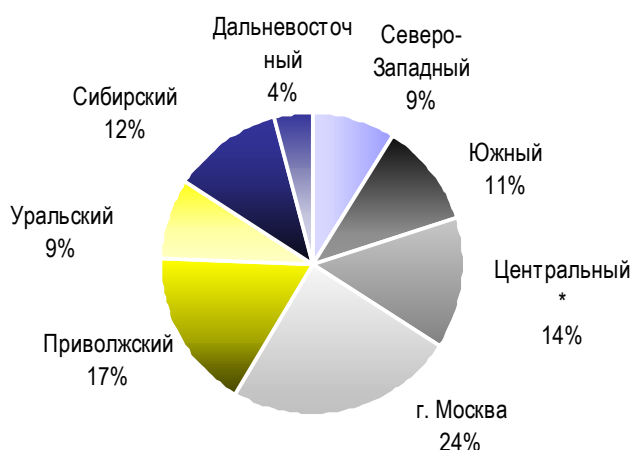


Источник: ФСГС, оценки Райффайзенбанка

**Столичный рынок является наиболее крупным и наиболее конкурентным для ритейлеров**

Центральный федеральный округ занимает доминирующее положение на рынке розничных продаж – 38%. При этом на Москву приходится около четверти всего розничного товарооборота России. В Москве также наиболее полно представлен современный формат торговых сетей, и, тем не менее, никто из основных игроков не отказывается от планов по усилению своего присутствия в столичном регионе. Наиболее агрессивные планы строит «Пятерочка», намереваясь в 2006 году открыть более 60 магазинов в Москве. Покорять Московский рынок пробуют и некоторые региональные сети – «Виктория», «Матрица».

**География розничного товарооборота**



\*не включая г. Москва

Источник: ФСГС, оценки Райффайзенбанка

**Развитие логистической системы дает конкурентное преимущество сетям**

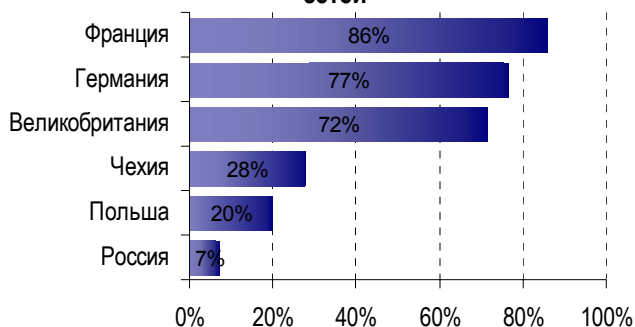
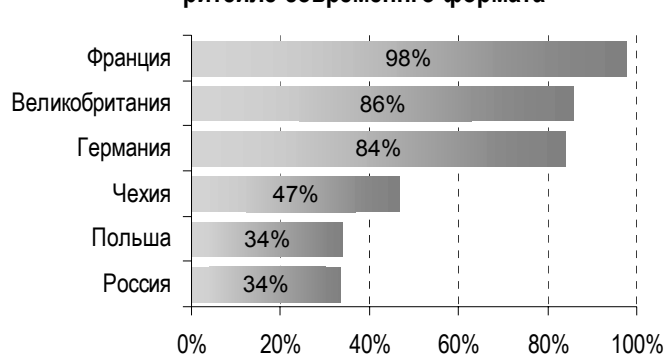
Региональная экспансия ритейлеров повышает требования к развитию логистической системы. Строительство собственных распределительных центров и складских терминалов не только увеличивает эффективность продвижения в регионы, но и усиливает переговорные позиции с поставщиками, позволяя заключать прямые (без дистрибьютора) контракты с производителями. Наличие логистической системы дает

**в освоении регионов**

потенциально сильное конкурентное преимущество таким компаниям как «Копейка», «Магнит», «Перекресток», «Пятерочка».

**Консолидация****Экономия на масштабе стимулирует консолидацию**

Крупные игроки в ритейле получают неоспоримые преимущества по сравнению с более мелкими участниками. Во-первых, крупным сетям удастся добиться лучших условий от поставщиков относительно цен и отсрочки платежей. Крупные ритейлеры также получают более выгодную комиссию за вхождение продукции производителя в торговую сеть и его маркетинг. Относительная фрагментированность российского ритейла и очевидные выгоды от экономии на масштабе позволяют предположить консолидацию в секторе.

**Рыночная доля 7 крупнейших торговых сетей****Доля 7 крупнейших торговых сетей в ритейле современного формата**

Источник: ФСГС, оценки Райффайзенбанка

**Покупка местной торговой сети удобный способ войти на рынок региона**

Наиболее активная консолидация ожидается за счет покупки местных торговых сетей в рамках региональной экспансии. Приобретение локального ритейлера позволяет получить в распоряжение торговые площади в привлекательных районах, с действующим потоком покупателей, обученным персоналом, а также сэкономить на времени входа на новый рынок.

Примерами поглощений в регионах являются покупка калининградского «Алтына» сетью супермаркетов «Седьмой континент»; приобретение дискаунтером «Копейка» сети «Самарапродукт», а также совместно с «Магнитом» 80 магазинов нижегородской сети «Эконта»; активную скупку региональных торговых сетей осуществлял холдинг «Марта» - «Продмак», «Райден», «Апельсин» и «В яблочко».

**Консолидация ведущих игроков отрасли**

Мы не исключаем дальнейшую консолидацию на уровне торговых сетей федерального масштаба. Например, слияние «Пятерочки» и «Перекрестка» делает объединенную сеть крупнейшей на рынке (в первую очередь столичном), что позволяет получить заметное усиление переговорных позиций с поставщиками. Кроме того, компания будет представлена во всех современных форматах, что диверсифицирует ее политику продаж и дает большую гибкость в развитии сети. Активность крупного игрока может подтолкнуть и другие сети к объединению, чтобы не упустить возможности растущего рынка и/или удержать свои позиции на рынке.

**Консолидация - повод переоценить кредитные риски отрасли**

Постепенная консолидация в ритейле может привести к переоценке кредитных рисков отрасли. У крупного ритейлера есть возможность в большей степени сконцентрироваться на эффективности продаж, чем их агрессивном наращивании. В свою очередь, способность крупной сети проводить активную конкурентную политику может не лучшим образом отразиться на рентабельности более мелких игроков и, соответственно, их кредитных рисках.

На наш взгляд, в случае «Пятерочки» и «Перекрестка» существенного изменения кредитоспособности объединенной компании не происходит. Поскольку все преимущества от укрупнения сети компенсируются увеличением долговой нагрузки (на \$650 млн или до Долг/ЕБИТДА в пределах 3) и по-прежнему амбициозными планами развития. Однако для более мелких ритейлеров с большой долговой нагрузкой перспективы роста конкуренции с крупной сетью могут отрицательно отразиться на кредитном качестве.

### Привлечение акционерного капитала

**Кандидаты на IPO:**  
**«Копейка», «Дикси»**

К «Пятерочке», «Седьмому Континенту» и «Магниту» уже в этом году могут присоединиться другие компании отрасли, которые будут иметь публично торгуемые акции. Достаточно успешный опыт «Пятерочки» и «Магнита» говорит о существующем спросе инвесторов на ритейл. О своем намерении провести IPO в 2006 году объявила «Копейка». Аналогичные планы вынашивает и «Дикси».

**IPO улучшит  
кредитное качество  
компаний**

Мы расцениваем IPO положительно с точки зрения кредитного качества компании если это не рассматривается акционерами исключительно как способ выхода из бизнеса. Привлечение акционерного капитала дает дополнительные возможности для расширения своих торговых сетей и закрепления уже существующих позиций на рынке. Кроме того, сопутствующий рост прозрачности также может положительно повлиять на кредитное качество компании.

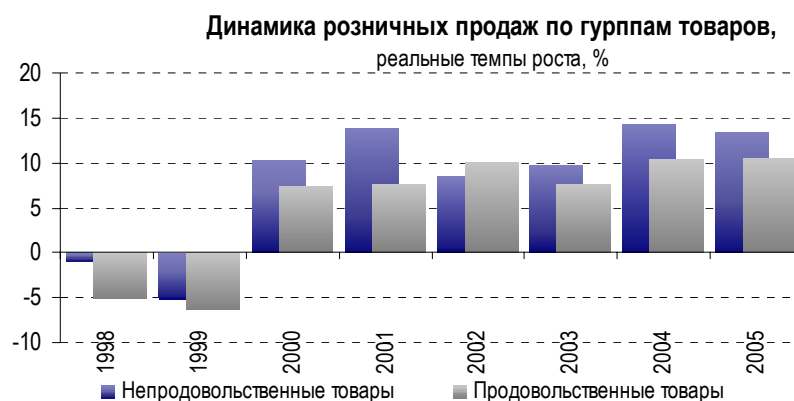
### Ассортиментная политика

**Способ поддержать  
динамику выручки -  
увеличение доли  
непродовольственных  
товаров...**

Расширение ассортимента продаж за счет непродовольственных товаров позволит торговым сетям поддержать рост выручки. Динамика розничных продаж непродовольственных товаров практически стабильно оказывается выше продуктовой розницы. Это объясняется большей чувствительностью спроса на непродовольственные товары к росту доходов населения.

**...для этого больше  
всего подходят  
гипермаркеты**

С этой точки зрения гипермаркеты являются наиболее подходящим форматом. Размер торговых площадей и складских помещений гипермаркетов позволяет представить наиболее привлекательный ассортимент непродовольственных товаров.



Источник: ФСГС

**Продукция под  
собственным  
брендом позволяет  
увеличить  
рентабельность**

Увеличение доли продукции собственной торговой марки также дает ряд конкурентных преимуществ торговой сети. Несмотря на то, что продукция собственного бренда продается с дисконтом (10-15%) по отношению к аналогичным товаром эффективная экономия на издержках позволяет получить большую рентабельность по данной группе товаров. Кроме того, наличие розничной сети дает преимущества в продвижении собственной торговой марки: низкие маркетинговые расходы и налаженная сеть дистрибуции.

## Краткое описание эмитентов

### Пятерочка+Перекресток

**Рождение крупнейшего игрока на ритейловом рынке**

12 апреля было объявлено о слиянии Пятерочки и Перекрестка. В результате сделки возникнет публичная компания-лидер российского розничного рынка. Выручка объединяемых компаний за 2005 г. составила \$2 374 млн.

**Контроль перейдет к Альфа-Групп**

После завершения сделки контролирующим акционером (54%) объединенной компании станет акционер Перекрестка – инвестиционный холдинг Альфа-Групп. Эта группа известна как сильный акционер, оказывающий поддержку своим компаниям в случае необходимости. Руководить компанией будут менеджеры Перекрестка.

**Объединения форматов пока не будет**

Объединяемые компании являются лидерами в своих сегментах бизнеса. Пятерочка – второй по объемам продаж, но самый эффективный дискаунтер, Перекресток – крупнейший оператор супермаркетов. В ближайшее время компании не планируют унифицировать форматы торговли. Ожидается, что положительный экономический эффект от сделки будет достигнут за счет согласованной закупочной политики (компании смогут получать более существенные скидки), объединения логистики и сокращения операционных затрат.

**Дискаунтеры от Пятерочки...**

#### Характеристики сети Пятерочки:

- Выручка за 2005 г. - \$1 359 млн;
- Размер сети: 371 собственных и 439 франчайзинговых магазинов;
- Основной формат – «мягкий» дискаунтер;
- Основные регионы: Москва и Санкт-Петербург. Соотношение в выручке за 2005 г. 47% на 52% соответственно. В конце 2005 г. Пятерочка выкупила своего франчайзингового оператора на Урале;
- Развитая логистическая система: более 50% поставок в Петербурге, около 40% поставок в Москве – через собственную систему.

Продажи во франчайзинговых магазинах не включаются непосредственно в выручку Пятерочки. Компания получает фиксированную комиссию (роялти) при открытии магазинов под своим брэндом и ежемесячные платежи, рассчитываемые как фиксированный процент от оборота. Пятерочка в 2005 г. начала выкупать своих региональных франчайзинговых операторов. С учетом огромной франчайзинговой сети, компания имеет возможность отбирать наиболее рентабельные магазины и совершать эффективные приобретения.

**...плюс Супермаркеты от Перекрестка**

#### Характеристики сети Перекрестка:

- Выручка за 2005 г. - \$1 015 млн;
- Размер сети: 120 собственных и 16 франчайзинговых магазинов;
- Основной формат – супермаркеты + 7 больших гипермаркетов;
- Основной регион – Москва: более 60% магазинов, больше половины выручки;
- 2 собственных логистических центра в Москве (один из них достраивается).

**и недвижимость от «Перекресток-девелопмент»**

Руководство Перекрестка заявило о создании отдельного подразделения «Перекресток-девелопмент». Эта компания будет строить крупные торговые центры, в которых одним из якорных арендаторов будет Перекресток. План этой компании на

ближайшие 2 года – реализовать порядка 20 проектов на сумму более \$800 млн. Пока точно неизвестно, за счет каких средств будут реализовываться эти проекты. Мы надеемся, что в своей деятельности компания будет активно использовать средства соинвесторов – у компании уже есть такой опыт при строительстве торгового центра в Воронеже.

#### Финансовые результаты Перекрестка по МСФО (млн долл.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА, %	Чистая прибыль	Валовый долг	Доля краткосрочного долга, %	Долг / ЕБИТДА (аннуализир.), раз
2003	373	23	6.3%	8	56	95.5%	2.4
2004	660	47	7.1%	17	90	51.9%	1.9
2005	1 015	81	8.0%	29	197	26.7%	2.4

#### Финансовые результаты Пятерочки по МСФО (млн дол.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА, %	Чистая прибыль	Валовый долг	Доля краткосрочного долга, %	Долг / ЕБИТДА (аннуализир.), раз
2003	760	53	7.0%	34	23	43.0%	0.4
2004	1 106	111	10.1%	74	75	43.5%	0.7
2005	1 359	163	12.0%	91	227	3.0%	1.4

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

#### Показатели рентабельности и расходов Перекрестка и Пятерочки

	Рентабельность по валовой прибыли, %		Отношение операционных расходов к выручке, %	
	2004	2005	2004	2005
Пятерочка	22.20%	24.90%	13.40%	14.80%
Перекресток	27.10%	27.30%	24%	25%

#### Рентабельные дискаунтеры

Пятерочка является лидером среди ритейлеров по величине рентабельности по ЕБИТДА (12%). Это достигается за счет:

- Хороших условий закупки: компании удается добиться более низких закупочных цен благодаря большим объемам закупок. Поэтому уровень «наценки» в ее магазинах сопоставим с супермаркетами;
- Относительно низкого и контролируемого уровня операционных расходов.

#### ... и пока что не очень рентабельные супермаркеты

Рентабельность Перекрестка по ЕБИТДА в 2005 г. выросла с 7.1 до 8%. Однако этот рост был достигнут за счет включения в операционные доходы финансового результата от продажи недвижимости. Без этого результата рентабельность по ЕБИТДА составила бы всего 6.1%. В 2006 г. по нашим ожиданиям произойдет рост рентабельности Перекрестка за счет объединения закупочной политики с Пятерочкой и за счет деятельности девелоперского направления.

#### Слияние ведет к росту долга и беспокоит рейтинговые агентства

Сделка по покупке Пятерочкой Перекрестка будет связана с привлечением заемных средств (\$300 млн). Также компания объявляла о планах занять еще \$500 млн: \$150 млн из них пойдут на рефинансирование долга, еще \$350 млн – на развитие сети и инфраструктуры. Факт увеличения долга обеспокоил рейтинговые агентства: Standard&Poor's и Moody's поставили рейтинг Пятерочки на возможный пересмотр. В



качестве условия, при котором рейтинг может быть понижен, оба агентства определили увеличение показателя Долг/EBITDAR выше 3х.

*Для справки: EBITDAR – прибыль до уплаты процентов, налогов, амортизации и арендных платежей. Эта величина не может быть меньше, чем EBITDA, соответственно показатель Долг/EBITDAR будет меньше или равен значению Долг/EBITDA).*

**Мы считаем, что  
снижения рейтингов  
удастся избежать**

Мы разделяем беспокойство рейтинговых агентств относительно роста долговой нагрузки компании. Однако мы ожидаем, что она останется на вполне приемлемом уровне и понижения рейтингов не произойдет. По нашим оценкам, соотношение Долг/EBITDA по итогам 2006 г. составит около 3х, соответственно порог, установленный рейтинговыми агентствами, не будет превышен. Мы считаем, что рост долга будет скомпенсирован лидирующим положением объединенной компании на рынке. Риски рефинансирования для такой компании будут минимальными. Также высока вероятность поддержки со стороны акционеров.

**Справедливый спрэд к  
ОФЗ – 200-220 б.п.**

Мы оцениваем справедливый спрэд по облигациям Пятерочки и Перекрестка к ОФЗ на уровне 200-220 б.п. Это соответствует текущему уровню доходности их бумаг. В течение 3-4 месяцев, когда окончательно прояснится ситуация с рейтингом Пятерочки и будут опубликованы операционные результаты за I полугодие 2006 г., спрэды могут сузиться на 20-30 б.п.

Облигации Перекрестка на сегодняшний день имеют самую короткую дюрацию до оферты. Поэтому мы рекомендуем покупать их как «защитный» инструмент.

**Доходность облигаций Пятерочки и Перекрестка на 3 мая 2006 г.**

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.	Справедливая доходность, %	Потенциал изменения спрэда, б.п.
Пятерочка-1	8.72	109.75	3.21	1 500	11.45%	208	8.40-8.50%	↓ 20-30
Пятерочка-2	8.73	102.80	3.74	3 000	9.30%	204	8.40-8.50%	↓ 20-30
Перекресток	*8.09	100.10	0.19	1 500	8.81%	230	7.10-8.10%	-

\*к оферте

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

**Кредитный SWOT-анализ: Пятерочка+Перекресток**

*Сильные стороны*

- Крупнейший оператор, безусловный лидер рынка
- Высокая рентабельность объединенной компании
- Сильные акционеры, высокая вероятность поддержки

*Слабые стороны*

- Возросший уровень долга
- Отсутствие единой системы управления

*Возможности*

- Снижение закупочных цен за счет согласованной политики, объединение логистики
- Увеличение доходов за счет операций с недвижимостью

*Угрозы*

- Рост операционных расходов в связи с объединением компаний
- Понижение кредитных рейтингов



## Магнит

<b>Крупнейшая сеть по итогам 2005 года</b>	Магнит по выручке за 2005 г. и количеству магазинов является крупнейшей розничной сетью. Магазины Магнита работают в формате «жесткого» дискаунтера. Компания демонстрирует впечатляющий рост продаж – на \$729 млн (86%) за 2005 г. Основные регионы присутствия компании – Южный, Центральный и Приволжский. Целевая аудитория компании – потребители с низким уровнем доходов.
<b>Характеристики сети Магнита</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выручка за 2005 г. - \$1 578 млн;</li> <li>• Размер сети: боле 1500 магазинов;</li> <li>• Единственный формат – «жесткий» дискаунтер;</li> <li>• Основные регионы: Южный, Центральный и Приволжский округа;</li> <li>• Собственная логистическа система: болеее 70% от оборота группы.</li> </ul>
<b>Реструктуризация и IPO</b>	В конце 2005-начале 2006 г. компания завершила реструктуризацию, и теперь ее юридическая структура является достаточно логичной и прозрачной. В конце апреля 2006 г. компания провела IPO, на котором были предложены как дополнительный выпуск, так и акции существующих акционеров в соотношении 52%/48%. В результате IPO компания привлекла \$190 млн.
<b>Юг, Центр, Поволжье – города до 0.5 млн. жителей</b>	Формат «жесткого» дискаунтера определяет региональную стратегию группы: в первую очередь компания ориентируется на города с численностью населения до 0.5 млн человек. На Южный ФО приходится 46% от общего числа магазинов компании, и по 25% - на Центральный и Приволжский ФО.
<b>Лидер по размерам сети и темпам ее расширения</b>	Магнит является лидером по количеству магазинов – на начало 2006 года их было 1500, т.е. в 2 раза больше, чем у ближайшего конкурента – Пятерочки. В 2005 году сеть Магнита увеличилась на 486 магазинов. В ближайшие 4 года компания планирует расширять свою сеть в среднем на 250 магазинов в год, чтобы к концу 2009 года она достигла 2500 магазинов.
<b>Краткосрочная аренда – источник рисков</b>	Очень динамичный рост компании привел к тому, что доля магазинов, находящихся в собственности компании очень невелика – менее 10%. При этом договоры аренды носят в основном краткосрочный характер (1-3 года) – существенно более короткий срок, чем у других ритейлеров. В итоге для компании существенным является риск роста арендных ставок и увеличения операционных расходов.
<b>Private label</b>	Доля товаров, продаваемых магазинами сети под собственными торговыми марками составляет около 9%, что находится на сопоставимом с конкурентами уровне и является, на наш взгляд, одним из существенных факторов повышения рентабельности компании в 2005 г.

### Финансовые результаты Магнита по МСФО (млн долл.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA, %	Чистая прибыль	Валовый долг	Доля краткосрочного долга, %	Долг / EBITDA (аннуализир.), раз
2004	849	15	1.8%	-2	76	96.1%	5.1
2005	1 578	79	5.0%	37	154	48.7%	2.0

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Впечатляющий рост, оптимистические результаты**

Мы в целом позитивно оцениваем кредитное качество и финансовые результаты Магнита. В 2005 году компании удалось увеличить выручку на 86% и достичь повышения рентабельности по EBITDA до 5%.

**Рентабельность растет**

С 2004 года рентабельность Магнита по EBITDA выросла с 1.8 до 5%, и хотя Магнит все еще существенно уступает лидерам отрасли, он уже не является аутсайдером среди розничных сетей. Рост рентабельности был достигнут за счет увеличения наценки: валовая рентабельность увеличилась с 12.8 до 16.7%. Мы считаем, что Магнит вряд ли сможет догнать наиболее рентабельных ритейлеров: формат «жесткого» дискаунтера ограничивает возможность Магнита повышать цены. По нашим оценкам рентабельность Магнита по EBITDA 2006 г. не поднимется выше 6-7%.

**Долговая нагрузка**

На фоне бурного роста компании, ее долговая нагрузка остается на приемлемом уровне: соотношение Долг/EBITDA составило 2.0x. В результате IPO компания привлекла около \$190 млн на расширение сети. Соответственно, ее продажи вырастут, а уровень долговой нагрузки должен снизиться.

**Доходность облигаций Магнита на 3 мая 2006 г.**

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.	Справедливая доходность, %	Потенциал изменения спреда, б.п.
Магнит	8.86	101.50	2.23	2 000	9.34%	233	8.80-8.90%	-

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Оценка справедливого спреда**

Облигации Магнита справедливо оценены рынком: спрэд к Пятерочке в 30 б.п. оправдан сравнительно низкой рентабельностью Магнита. Сужение спрэдов произошло в апреле 2006 г. на фоне публикации отчетности по МСФО и подготовки к IPO. Дальнейшее сужение спрэдов, по нашим прогнозам, будет происходить только в случае повышения рентабельности Магнита.

**Кредитный SWOT-анализ: Магнит***Сильные стороны*

- Повышение прозрачности, улучшение кредитного качества
- Рост рентабельности в 2005 году
- Развитие сети за счет средств, привлеченных от IPO

*Слабые стороны*

- Моноформатность
- Ограниченный потенциал повышения рентабельности
- Ограниченность целевого рынка

*Возможности*

- Захват лидерства в регионах
- Дальнейший рост выручки и снижение долговой нагрузки.

*Угрозы*

- Отторжение потребителями формата «жесткого» дискаунтера по мере роста благосостояния
- Повышение арендных ставок и увеличение операционных расходов

## Дикси

<b>3-4 место на рынке, динамичный рост и амбициозные планы</b>	Компания Дикси с выручкой в \$870 млн за 2005 г. занимает по этому показателю третье место среди дискаунтеров, уступая только Магниту и Пятерочке, и четвертое место в целом среди российских розничных сетей. Динамика компании в 2004-2005 гг. была весьма внушительной: выручка компании увеличивалась в среднем на 47% в год. Компания надеется сохранить набранную скорость: в течение 2006-2010 гг. она планирует увеличивать выручку на 44% ежегодно. Для реализации амбициозных планов компании до 2010 г. потребуется более \$1.2 млрд на инвестиции.
<b>Характеристики сети Дикси</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Выручка за 2005 г. - \$870 млн (предварительные данные);</li> <li>• Размер сети: 218 магазинов на конец 2005 г.;</li> <li>• Мультиформатный дискаунтер: три типа магазинов;</li> <li>• Основные регионы: Центр, Северо-Запад, Урал;</li> <li>• Пока отсутствует централизованная система закупок и логистики.</li> </ul>
<b>Акционеры и юридическая структура холдинга</b>	Основатели и менеджеры контролируют 66.5% капитала группы, 33.5% принадлежит нескольким западным фондам прямых инвестиций. Головная компания группы – ЗАО «Юнилэнд-Холдинг» – владеет 100% капитала всех остальных компаний. Обеспечением по облигационному займу служат поручительства 2 операционных компаний группы и головной структуры холдинга (Dixy Retail BVI).
<b>IPO – неизвестно когда, но скорее раньше, чем позже</b>	Владельцы компании планируют сделать ее публичной, разместив акции в ходе IPO, однако пока компания официально не оглашала его сроков. На основании информации, содержащейся в отчетности компании по МСФО, можно утверждать, что IPO будет проведено до конца 2009 года. В противном случае компания будет обязана погасить акции западных акционеров по доходности российских фондов private equity (по нашим оценкам – не менее 30% годовых). На наш взгляд, очень высока вероятность того, что IPO будет проведено уже в 2007 году, т.к. на этот год приходится пик инвестиционных планов компании.
<b>Региональные планы</b>	В настоящий момент более половины магазинов компании сосредоточены в Центральном регионе, который приносит ей около 45% выручки. Также магазины Дикси в настоящий момент присутствуют в Северо-Западном регионе (25% выручки) и на Урале (30% выручки). В будущем компания планирует наиболее активно развивать свое присутствие в Центральном и Уральском регионах.
<b>Формат: дискаунтер</b>	Компания работает в формате дискаунтера, в ее сети есть три типа магазинов: 1) традиционный дискаунтер; 2) «магазин у дома»; 3) «мегамаст» - сочетание дискаунтера и компактного гипермаркета.
<b>Централизованные закупки и логистика пока отсутствуют</b>	У компании пока отсутствует централизованная закупочная политика: каждое региональное подразделение осуществляет закупки независимо. Это приводит к существенно более низкой валовой рентабельности, т.к. компании не удается получать значительные скидки. В ближайшее время компания планирует централизовать закупки и создать логистические центры.
<b>Private label – есть большое поле для работы</b>	Компания значительно отстает от конкурентов во внедрении и продвижении продуктов под собственными торговыми марками (private label). Доля этих товаров в выручке компании за 2005 год оценивается нами на уровне 1-2%. При этом мы надеемся, что в 2006 году компании удастся переломить эту ситуацию и увеличить эту долю хотя бы до 5%.

**Финансовые результаты Дикси по МСФО (млн руб.)**

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA, %	Чистая прибыль	Валовый долг	Доля краткосрочного долга, %	Долг / EBITDA (аннуализир.), раз
2003	11 310	439	3.9%	167	357	98.6%	0.8
2004	16 262	571	3.5%	329	646	83.9%	1.1
2005*	24 656	1 016	4.1%	573	2 317	н.д.	2.3

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

\*за 2005 г. – прогноз результатов компании, представленный в информационном меморандуме

<b>Отчетность по МСФО опять опаздывает</b>	В отличие от большинства конкурентов, Дикси пока еще публикует годовую отчетность по МСФО с большими опозданиями и не публикует промежуточной отчетности. Мы надеемся, что в течение 2006 г. эта практика изменится.
<b>Рост в 2005 – на уровне отрасли</b>	По предварительным данным, 2005 год оказался для компании весьма успешным: выручка компании выросла на 56%, до \$870 млн.
<b>2006 год – дебют на рынке публичных заимствований</b>	На конец 2005 г. долг компании составлял \$80.5 млн, соотношение Валовый долг/EBITDA – 2.3x. В марте 2006 г. компания дебютировала на облигационном рынке с пятилетним займом на 3 млрд. руб. При этом компания планирует придерживаться уровня долговой нагрузки по соотношению Чистый долг/EBITDA в 2.5x. Мы считаем, что такой уровень долга является оправданным и не представляет угрозы интересам держателей облигаций.
<b>Централизация закупок – ключ к повышению рентабельности</b>	Рентабельность Дикси существенно уступает основным конкурентам: рентабельность по EBITDA – 4.1%. В первую очередь это связано с низким уровнем валовой рентабельности из-за отсутствия единой системы закупок. Мы наблюдаем постепенное повышение рентабельности по EBITDA, однако пока она остается на низком уровне по сравнению с сетями федерального масштаба. Мы надеемся, что в 2006 г. рентабельность Дикси повысится за счет централизации закупок и увеличения доли продукции private label в выручке компании.
<b>Справедливый спрэд к Пятерочке – 70 б.п.</b>	Облигации Дикси были размещены 23.03.2006 по доходности к погашению 9.46% год. Вторичные торги по бумагам еще не начались. Наша оценка справедливого спреда облигаций Дикси к Пятерочке - 70 б.п., что соответствует цене в 99.70-99.80 от номинала после выхода на вторичные торги.

**Кредитный SWOT-анализ: Дикси***Сильные стороны*

- Четкая стратегия развития сети
- Мультиформатный дискаунтер: универсам, «магазин у дома», гипермаркеты
- Наличие западных акционеров

*Возможности*

- Проведение IPO и привлечение средств для развития сети
- Развитие собственной системы закупок и повышение рентабельности бизнеса

*Слабые стороны*

- Низкая рентабельность
- Недостаточный уровень прозрачности
- Отсутствие централизованной системы закупок и логистики, слабое развитие private label

*Угрозы*

- Конкуренция со стороны более крупных сетей
- Дальнейшее снижение рентабельности

## **Седьмой Континент/Столичные гастрономы**

### ***Лидер московского рынка супермаркетов***

Седьмой Континент (7К) с выручкой \$713 млн за 2005 г. занимает всего лишь пятое место среди сетей, но является лидером московского рынка супермаркетов. Сеть 7К состоит из 115 магазинов. Компания ориентирована в первую очередь на потребителей с средним и высоким уровнем дохода.

### ***Характеристики сети Седьмого Континента***

- Выручка за 2005 г. - \$713 млн;
- Размер сети: 115 магазинов;
- Основной формат: супермаркет;
- Основной регион: Москва;
- Пока отсутствует централизованная система закупок и логистики.

### ***Пионер рынков капитала***

Около 75% акций компании через ЗАО «7К инвест-холдинг» контролируют ее основатели – депутат Госдумы Владимир Груздев и бизнесмен Александр Занадворов. 7К был первой среди ритейлеров компанией, разместившей акции через IPO в 2004 году. В апреле 2006 г. было проведено размещение дополнительной эмиссии акций 7К, в результате которого доля акций компании в свободном обращении увеличилась до 25%. В результате компания привлекла около \$240 млн. Стремление компании привлекать не только долговой, но и акционерный капитал мы оцениваем очень позитивно.

### ***Супермаркеты для среднего класса***

Сеть 7К ориентирована на покупателей со средним и высоким уровнем доходов. При этом компания до последнего времени работала только в формате супермаркета. В 2005 году компания добавила в свою московскую сеть первый гипермаркет и в дальнейшем планирует более активно развивать этот формат. Как и большинство конкурентов, группа активно развивает предложение продуктов private label, что в перспективе должно способствовать поддержанию более высокой рентабельности бизнеса.

### ***Из Москвы в регионы***

Исторически бизнес группы в основном был сконцентрирован в Москве: в столице расположены 104 из 115 магазинов компании. В последнее время компания стала предпринимать шаги для выхода в регионы: в июле 2005 г. 7К купил калининградскую сеть магазинов «Алтын». Дальнейшие региональные планы компания пока не раскрывала, однако очевидно, что это направление развития должно стать для нее одним из основных на ближайшие годы.

### ***Недвижимость как отдельный бизнес***

Значительную часть действующих торговых площадей (более 50% объектов) компания арендует у ОАО «Столичные гастрономы» (СГ). Эта компания, также контролируется В. Груздевым и А. Занадворовым через «7К инвест-холдинг». Потенциально такая структура владения недвижимостью несет в себе риск перераспределения денежных потоков в пользу держателя недвижимости. Однако на сегодняшний день 7К арендует недвижимость у СГ по относительно невысоким ставкам, которые зафиксированы на длительный срок. Начиная с 2004 г., новые объекты 7К покупает на свой баланс. В дальнейшем 7К может выкупить у СГ арендуемые магазины, после чего СГ будут заниматься собственным девелоперским бизнесом.

**Финансовые результаты Седьмого Континента по МСФО (млн руб.)**

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА, %	Чистая прибыль	Валовый долг	Доля краткосрочного долга, %	Долг / ЕБИТДА (аннуализир.), раз
2003	10 620	487	4.6%	267	129	100.0%	0.3
2004	14 687	1 233	8.4%	787	0	0.0%	0.0
2005	20 158	2 112	10.5%	1332	2 641	100.0%	1.3

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Седьмой континент****Долговая нагрузка: не проблема для 7К**

В настоящий момент у 7К существует долг только в виде CLN в размере \$90 млн. Бумаги были выпущены в сентябре 2005 со сроком обращения 2 года и годовой офертой. Уровень долговой нагрузки является достаточно низким (соотношение Долг/ЕБИТДА – 1.2 раза), а с учетом средств, привлеченных за счет дополнительного выпуска акций, чистый долг компании на некоторое время станет отрицательным.

**Рентабельность 7К растет, но не за счет торговли**

С 2003 года рентабельность 7К по ЕБИТДА выросла более, чем в 2 раза – 10.5% по итогам 2005 г. По рентабельности 7К уступает только Пятерочке. Высокая рентабельность 7К достигается за счет высоких доходов от продажи рекламы и маркетинговых услуг, тогда как непосредственно торговые операции 7К имеют примерно такую же рентабельность, как и у основного конкурента – Перекрестка.

**Столичные Гастрономы****Долг Гастрономов – небольшой...**

Долг у «Столичных гастрономов» до размещения облигаций был незначительным (соотношение Долг/ЕБИТДА около 0.5 раз). После размещения облигаций долг СГ составит 1.9 млрд руб. (Долг/ЕБИТДА – около 2.5 раз). Такой уровень долговой нагрузки не является на наш взгляд слишком агрессивным, т.к. стоимость недвижимости, находящейся на балансе компании, превышает 3 млрд руб.

**... но может существенно вырасти**

В будущем СГ планируют сконцентрироваться на девелоперском бизнесе и приступить к реализации сразу нескольких крупных проектов. Соответственно компании понадобятся значительные объемы средств. Пока СГ не объявляли о конкретных проектах, в которых они собираются участвовать. На сегодняшний день денежные потоки компании состоят из: поступлений от аренды магазинов 7К – 1 млрд руб.; средств от выпуска облигаций – 1.5 млрд руб. Этих денег может хватить на реализацию 2-3 средних по размеру проектов. Если планы компании будут более амбициозными, ее долговая нагрузка может существенно возрасти.

**Кредитное качество Столичных гастрономов неоднозначно**

С точки зрения кредитного качества, СГ являются неоднозначной компанией.

*Позитивные факторы:*

- наличие в собственности качественной недвижимости;
- поручительство компании-держателя 75% акций 7К.

*Негативные факторы:*

- отсутствие роста денежных потоков на ближайшее время;
- намерение компании принять значительные риски на небольшое число крупных строительных проектов;
- отсутствие четко сформулированной стратегии и финансовых планов.

**Ценообразование  
Гастрономов – от  
недвижимости**

Мы считаем, что ценовым ориентиром при размещении облигаций Столичных гастрономов должны являться компании, работающие в недвижимости и в ритейле. Единственный такой пример – Марта. Дисконт по облигациям СГ относительно Марты должен, на наш взгляд, составить 200-250 б.п.

**Оценка справедливой  
доходности**

Мы оцениваем справедливую доходность дебютного выпуска «Столичных гастрономов» на уровне 10% к двухлетней оферте.

**Кредитный SWOT-анализ: Седьмой Континент/Столичные гастрономы**

*Сильные стороны*

- Лидер московского рынка: высокая узнаваемость бренда и лояльность покупателей
- Низкий уровень долговой нагрузки
- Высокая рентабельность
- Возможность привлекать акционерный капитал, высокая прозрачность бизнеса и финансов компании

*Возможности*

- Эффективная региональная экспансия
- Увеличение продаж private label и оптимизация форматов торговли

*Слабые стороны*

- Незначительное региональное присутствие группы
- Развитие всего одного формата магазинов
- Значительная доля «неторговых» доходов

*Угрозы*

- Ужесточение конкуренции со стороны Перекрестка
- Риски нескольких крупных проектов в недвижимости



## Копейка

**Не самая крупная, но агрессивная в своих планах сеть**

Копейка – самая маленькая по объемам выручки сеть дискаунтеров федерального масштаба. Ее выручка за 2005 г. по предварительным данным составила около \$570 млн. Компания в течение последних 2 лет наращивала выручку темпами выше рыночных – 50-60% в год. В последнее время Копейка проводит активную региональную экспансию: с начала года компания приобрела магазины у двух региональных сетей и, судя по всему, не собирается на этом останавливаться.

**Основные характеристики сети Копейки**

- Выручка за 2005 г. - \$ 570 млн (по предварительной оценке);
- Размер сети: 205 магазинов на конец I кв. 2006 г.;
- Основной формат – дискаунтер;
- Основной регион: Москва, идет активное расширение в регионы;
- Собственная логистическая система: 3 распределительных центра в Москве.

**Акционеры – ФК «Уралсиб» и менеджеры**

Крупнейшим акционером компании является Фонд прямых инвестиций ФК «Уралсиб», который контролирует 50% капитала сети. Фонд приобрел эту долю в 2004 г. у структур ЮКОСа. Оставшиеся 50% принадлежат трем основателям и топ-менеджерам сети. По примеру Магнита компания планирует провести IPO в 2006 г. Корпоративная структура группы достаточно традиционна для российских ритейлеров: в ней выделены торговые компании для каждого региона; компания, управляющая недвижимостью; логистическая компания и оператор импорта.

**Сначала Москва – теперь и регионы**

Исторически основным регионом для Копейки была Москва, где в I половине 2005 г. было сосредоточено более 90% магазинов сети. Как и большинство московских ритейлеров, компания приступила к активному расширению в регионы. При этом Копейка практикует как развитие собственных магазинов «с нуля», так и приобретение уже существующих сетей. В феврале 2006 г. компания купила у Millhouse Capital 48 магазинов сети «Эконта» в Нижнем Новгороде; в апреле 2006 г. было объявлено о приобретении сети «Самара-Продукт» (22 магазина). В итоге на сегодняшний день количество магазинов под управлением Копейки превышает 200.

**Дискаунтер с хорошим уровнем private label**

Основным форматом магазинов Копейки является дискаунтер. Также в сети компании присутствует формат «Супердискаунтер» – магазин большей площади, с расширенным за счет непродовольственных товаров ассортиментом. Компания достигла значительных успехов в продвижении товаров под собственными торговыми марками – доля private label в объеме продаж составляет более 10%, что позитивно сказывается на рентабельности.

**Доля собственной недвижимости будет снижаться**

По состоянию на конец 2005 компания арендовала около 60% магазинов. Однако в результате активной региональной экспансии, доля арендованных магазинов увеличится до 80% в течение 1-2 лет. Компания арендует недвижимость на срок не менее 7 лет, что защищает ее от повышения арендных ставок в ближайшем будущем.

### Финансовые результаты Копейки по МСФО (млн долл.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA, %	Чистая прибыль	Валовый долг	Доля краткосрочного долга, %	Долг / EBITDA (аннуализир.), раз
2003	199	12	6.2%	7	0	0.0%	0.0
2004	337	26	7.8%	15	51	100.0%	1.9
9M05	405	30	7.5%	11	84	49.7%	2.1

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост выручки за год – 69%**

По итогам 9 месяцев 2005 г. рост выручки составил 57%. Предварительная оценка выручки за 2005 год – \$570 млн, что соответствует росту на 69% за год. В январе-феврале 2006 года компания сохранила высокие темпы роста (58% к тому же периоду 2005 года).

**Долг растет, но остается на приемлемом уровне**

На конец III кв. 2005 г. долг компании составлял порядка 84 млн. долл.: 1.2 млрд руб. – первый облигационный выпуск, размещенный в январе 2005 г., и 40 млн. долл. – 1.5-летние CLN, которые были погашены в апреле 2006 г. В феврале 2006 года компания разместила рублевые облигации на 4 млрд рублей. В ходе размещения облигации на 2.1 млрд руб. были выкуплены аффилированной компанией Копейки. С учетом этого факта наша оценка долговой нагрузки по соотношению Валовой долг/EBITDA составляет 2.5 – 2.7х.

**Рентабельность на среднем уровне**

Рентабельность Копейки по EBITDA с 2004 года находится на достаточно стабильном уровне: 7.5 – 7.8%. Этот уровень значительно ниже, чем у лидера рынка – Пятерочки (11.9%), но выше, чем у большинства других дискаунтеров. Агрессивная региональная экспансия, скорее всего, приведет к снижению рентабельности в 2006 г.

**Доходность облигаций Копейки на 3 мая 2006 г.**

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.	Справедливая доходность, %	Потенциал изменения спреда, б.п.
Копейка-1	*8.17	101.10	0.61	1 200	9.75%	203	8.00-8.20%	-
Копейка-2	*9.07	99.55	2.50	4 000	8.70%	251	8.90-9.00%	-

\*к оферте

Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

**Оценка справедливой доходности**

Мы оцениваем справедливый спрэд облигаций Копейки к Пятерочке в 30-50 б.п. за счет отсительно более низкой рентабельности и высокой долговой нагрузки. Справедливый спрэд Копейки-2 к ОФЗ по нашим оценкам составляет 250-270 б.п. Если в результате IPO компания привлечет средства, ее кредитное качество улучшится. Однако с учетом значительных объемов долга, выкупленного «на себя», спреда по ее облигациям вряд ли смогут существенно сузиться.

**Кредитный SWOT-анализ: Копейка***Сильные стороны*

- Высокий рентабельность для дискаунтера
- Хорошее развития private label

*Возможности*

- Проведение IPO и привлечение средств для развития сети

*Слабые стороны*

- Относительно высокий уровень долга
- Отставание в развитии сети в регионах
- Значительный объем облигаций был выкуплен на аффилированные компании Копейки.

*Угрозы*

- Конкуренция со стороны более крупных сетей и снижение рентабельности
- Средства, вырученные при IPO уйдут акционерам, а не самой компании

## Виктория

### Выручка - \$600 млн

Виктория – мультиформатная сеть дискаунтеров. Выручка компании за 2005 г. по нашим оценкам превысила \$600 млн, сеть компании на начало 2005 г. состояла из 134 магазинов.

### Калининград – пока основной регион...

Родным регионом для Виктории является Калининградская область: там начиналось развитие сети и на сегодняшний день сконцентрирован значительный объем бизнеса группы. Сеть Виктории также присутствует в Москве и Санкт-Петербурге. Структуру торгового оборота по регионам компания не раскрывает, однако по нашим оценкам, на Калининград в 2005 г. приходилось около половины всех операций. В планах компании на ближайшее время – сосредоточиться на развитии своей московской сети.

### ... и ключевой источник рисков

Главная особенность группы – специфическая структура операций в Калининграде. Здесь действует особый экономический режим, поэтому денежные потоки Виктории распределены между большим количеством индивидуальных предпринимателей. Эти потоки консолидируются только в управленческой отчетности группы. Такая структура бизнеса создает существенную непрозрачность финансовой отчетности. Мы считаем, что это существенно увеличивает кредитный риск компании, т.к. держатели облигаций не могут претендовать на денежный поток от операций в Калининграде. В будущем Виктория планирует сконцентрировать калининградские операции на одном юридическом лице, как это сделано в Москве и Петербурге, однако сроки консолидации пока не определены.

### Недвижимость, логистика, private label

Доля магазинов, находящихся в собственности компании является одной из самых низких среди российских ритейлеров – 11%. У компании есть своя собственная логистическая и транспортная инфраструктура: 3 действующих складских центра, еще 3 центра должны быть запущены в 2006 г. Система закупок Виктории является централизованной. Компания также развивает предложение продуктов под собственными торговыми марками: их доля в обороте составляет около 2%.

### Выручка - \$600 млн, рентабельность - 7%

По данным самой компании, не подтвержденным финансовой отчетностью, выручка за 2005 г. составила \$607 млн, рентабельность по EBITDA по итогам 9 месяцев 2005 г. – 7%. Такой уровень является достаточно хорошим показателем для дискаунтера, отражающим высокую эффективность торговых операций. К сожалению, на основании имеющейся отчетности сделать более обоснованные выводы невозможно.

### Долг/EBITDA: 1.8 или 3.7

С учетом первого облигационного займа, размещенного в феврале 2005 г., долг компании составляет около 2.1 млрд руб. Соответственно, по всей группе соотношение Долг/EBITDA достаточно консервативно – 1.8 раза. Но если принять в расчет тот факт, что денежные потоки от торговли в Калининграде не попадают в обеспечение по займу, соотношение Долг/EBITDA может вырасти до 3.7 раз.

### Оценка справедливой доходности

На наш взгляд, текущий уровень доходности по облигациям Виктории не компенсирует рисков держателей ее облигаций. Мы оцениваем справедливый спред облигаций Виктория-1 к ОФЗ на уровне 360-380 б.п. Соответственно, мы видим возможность расширения спреда по этим облигациям на 40-60 б.п. относительно текущих уровней.

### Доходность облигаций Виктории на 3 мая 2006 г.

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спред к кривой ОФЗ, б.п.	Справедливая доходность, %	Потенциал изменения спреда, б.п.
Виктория	*9.52	100.30	0.74	1 500	9.90%	332	9.90-10.10%	↑ 40-60

\*к оферте

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Марта

### **Инвестиционный фонд, с активами ритейле**

Марта представляет из себя диверсифицированный инвестиционный холдинг с выручкой \$309 млн за 2005 г. В портфеле холдинга значительную часть составляют проекты в розничной торговле. Один из главных ритейловых проектов – совместное предприятие с немецким концерном Rewe сеть магазинов Billa. Марта постепенно трансформируется в инвестиционный фонд. Соответственно риски ее облигаций – принципиально иные, чем риски «классических» розничных сетей.

### **Юридическая структура холдинга упрощается**

Головная структура холдинга – австрийская компания, собственниками которой являются 2 менеджера холдинга. До последнего времени холдинг был крайне непрозрачным, что создавало высокие риски. Сейчас компания упрощает свою юридическую и организационную структуру, т.к. в 2006-2007 гг. она предполагает провести IPO ряда крупных проектов, либо продать их стратегическим инвесторам. В ближайшее время головная компания холдинга планирует опубликовать оферту по всем выпущенным облигациям Марты. Это снизит риски держателей облигаций, связанные с перераспределением денежных потоков внутри холдинга.

### **Ритейл – 63% от выручки за 2005 г.**

Розничное направление принесло компании за 2005 г. выручку в \$194 млн. Два основных проекта Марты в ритейле:

- 1) Совместное предприятие с крупнейшим немецким ритейлером Rewe Group – сеть супермаркетов Billa. Выручка за 2005 г. – около \$120 млн. Марте принадлежит 25% в капитале торговой части проекта;
- 2) Собственные сети магазинов Grossmart и Продмак. Выручка за 2005 г. - \$171 млн, EBITDA - \$9.6 млн. В апреле 2006 г. 15 супермаркетов Grossmart были переданы в сеть Billa. В дальнейшем Марта планирует постепенно передавать московские магазины в сеть Billa и сосредоточиться на скупке сетей в регионах.

На наш взгляд стратегия Марты в ритейле больше соответствует логике инвестиционного фонда: компания покупает недооцененные активы, вкладывает средства в их развитие, а затем продает их. Два других крупных розничных проекта – интернет-магазин бытовой техники 003.ru и сеть магазинов косметики и бижутерии “Colors&Beauty” – компания также планирует продать.

### **Ставка на недвижимость**

По нашим ощущениям, центром интересов Марты становится бизнес в недвижимости:

- 1) Компания владеет 75% капитала компании-держателя недвижимости сети Billa и получает от нее стабильные доходы;
- 2) Совместное предприятие RTM Development (доля Марты – 50%), занимающееся строительством коммерческой недвижимости в Москве и в регионах. Стоимость незавершенных проектов предприятия - \$127 млн.

### **Рост прозрачности позволяет адекватно оценить риски**

Пока компания не опубликовала финансовой отчетности за 2005 г., однако обещает сделать это в ближайшем будущем. В ее деятельности явно прослеживается тенденция на повышение прозрачности. Стратегия развития компании направлена на превращение в диверсифицированный инвестиционный холдинг. Судя по всему, основным направлением в холдинге на ближайшее время станут проекты в коммерческой недвижимости.

**Увеличение рыночного долга**

Сейчас в обращении находится 2 облигационных выпуска Марты на общую сумму 1.7 млрд руб. Компания в настоящий момент готовит третий выпуск облигаций (2 млрд руб. на 5 лет без оферты), средства от которого будут в основном направлены на рефинансирование краткосрочных банковских кредитов.

**Оценка справедливой доходности**

Мы считаем, что ценообразование облигаций Марты должно основываться на облигациях компаний, работающих в недвижимости. С этой точки зрения ее облигации оценены справедливо. Мы оцениваем справедливый спред Марты к ОФЗ в 550-600 б.п. Исходя из этого, доходность по новому выпуску Марты мы прогнозируем на уровне не ниже 11-12%. Такая доходность была бы крайне высокой для «классического» ритейлера, но для инвестиционного холдинга со такая стоимость заимствований вполне привлекательна. Поэтому мы считаем, что облигации Марты могут быть интересны инвесторам, которые готовы принимать более высокие риски, связанные с инвестиционными проектами и недвижимостью.

**Доходность облигаций Марты на 3 мая 2006 г.**

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спред к кривой ОФЗ, б.п.	Справедливая доходность, %	Потенциал изменения спреда, б.п.
Марта-1	12.37	105.00	1.74	700	14.84%	592	12.20-12.30%	-
Марта-2	*11.87	99.89	1.04	1 000	11.75%	557	12.00-12.10%	-

\*к оферте

Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

## Матрица

### **Самая маленькая среди сетей**

Матрица – самая маленькая по объему выручки за 2005 г. ритейловая сеть, которую мы включили в свой обзор. Выручка компании за 2005 г. составила около \$150 млн. Основной бизнес компании сосредоточен на территории Башкирии. Помимо розничной торговли, компания занимается также дистрибуцией алкогольной продукции.

### **Структура и финансы крайне непрозрачны**

Холдинг пока не оформлен как единая структура: торговые компании и операторы недвижимости существуют отдельно. Конечным владельцем бизнеса Матрицы является ее основатель и генеральный директор – Тимур Гизатуллин. Компания не публикует аудированных консолидированных финансовых результатов и является одним из наименее прозрачных эмитентов в отрасли.

### **Ключевой рынок – Башкирия**

Бизнес Матрицы практически полностью сосредоточен на территории Башкирии. Там расположены все действующие магазины компании, за исключением одного гипермаркета в Москве. Компания является лидером местного рынка. Судя по ее собственным заявлениям, в ближайшем будущем она так и останется преимущественно региональным оператором с сильными позициями на башкирском рынке. Этот факт можно объяснить существующими в Башкирии административными барьерами для других операторов.

### **Недвижимость – отдельно от займа**

Структура выпуска облигаций компании предполагает обеспечение только в виде поручительств от торговых компаний группы. При этом денежные потоки группы в действительности аккумулируются не на торговых операторах, а на держателях недвижимости. Такая структура займа создает, на наш взгляд, высокие риски перераспределения денежных потоков и не соответствует интересам держателей облигаций Матрицы.

### **Уровень долга – очень высокий**

Долг компании на начало 2006 г. составлял около \$65 млн. Привлеченные в результате выпуска облигаций средства компания более чем на 70% планировала направить на рефинансирование краткосрочной задолженности. Несмотря на то, что Матрица не публикует данных, позволяющих определить величину EDITDA, мы оцениваем долговую нагрузку по соотношению Долг/EBITDA на уровне 4-5 раз.

### **Риски очень высоки. Справедливый спрэд к Пятерочке – 400-500 б.п.**

Мы считаем риски облигаций Матрицы крайне высокими в связи с высоким уровнем долговой нагрузки компании и отсутствием поручительств со стороны держателей недвижимости. С учетом этих рисков, мы считаем текущие спрэды Матрицы к облигациям Пятерочки (430-450 б.п.) оправданным. При этом мы пока не видим тенденций к улучшению кредитного качества компании.

## Доходность облигаций Матрицы на 3 мая 2006 г.

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.	Справедливая доходность, %	Потенциал изменения спреда, б.п.
Матрица	*12.77	99.90	1.02	1 200	12.32%	647	12.70-12.90%	-

\*к оферте

Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### **Аналитика**

Михаил Борисов	mborisov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9938
Станислав Пономаренко	sponomarenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 1316
Максим Раскоснов	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893

### **Начальник аналитического отдела**

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928
----------------	------------------------	-------------------

## Операции на рынке корпоративных облигаций

---

### **Начальник Казначейства**

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Александр Тен	aten@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

## Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

---

### **Начальник отдела корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Роман Зильбер	rzilber@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
---------------	-----------------------	-------------------

### **Аналитика**

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
----------------	--------------------------	-------------------

### **Выпуск облигаций**

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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