Рублевые корпоративные облигации

30 августа 2007 г. **Ежедневное обозрение**

ГЛАВНОЕ

- Юнимилк: экспансия продолжается, долговая нагрузка растет » *стр. 2*

Индикаторы

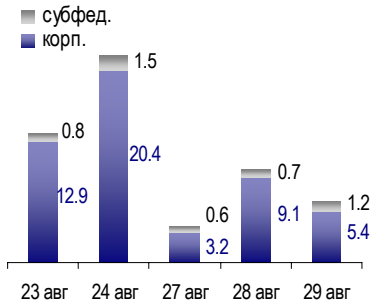
Долларов США за Евро	1.3676	+ 0.5 %
Рублей за доллар США	25.7497	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	$ 71.22	+ 2.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.64%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.97%	– 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	140	– 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	422.4	– 19.0
Остатки на д/с, млрд руб.	349.1	+ 12.0
Сальдо операций с ЦБ	– 236.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Русская медная компания планирует второй выпуск (5 млрд руб., 5 лет)
- ВИМ-Авиа планирует дебютный выпуск (1.5 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

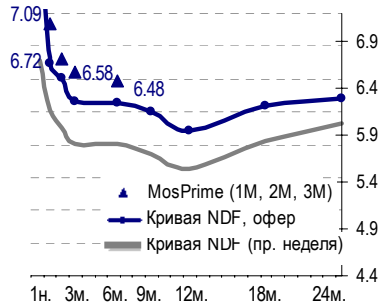


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (4 млрд руб., дюрация 8.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.8 года)
17 сен	Уплата ½ суммы акцизов
	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
	Аукцион ОБР-3 (250 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	99.90	+ 30	3.1	8.12%
Газпром-8	100.05	+ 15	3.6	7.10%
ОГК-5	99.53	+ 10	1.9	*7.89%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЧТПЗ	101.95	+ 45	0.8	*7.06%
ЮТК-4	102.39	+ 39	1.4	8.58%
ХКФБ-4	98.40	+ 15	1.1	*11.97%

Лидеры падения

1 эшелон

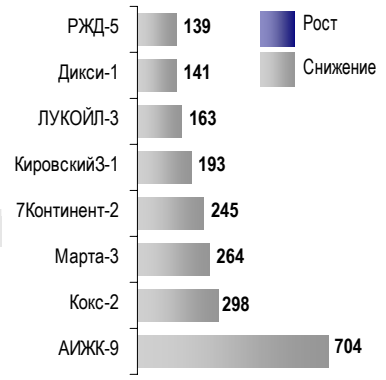
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	102.20	– 105	3.3	7.56%
РЖД-7	102.10	– 60	4.3	7.18%
Газпром-6	100.00	– 51	1.8	7.07%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Транскредит-1	97.00	– 70	2.5	8.69%
АвтоВАЗ-4	99.00	– 60	1.6	*8.59%
Сибакадем-5	101.95	– 49	3.4	9.69%

**к оферте*

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

Юнимилк: экспансия продолжается, долговая нагрузка растет

Юнимилк покупает ведущего производителя молочных продуктов в Татарстане

Группа Юнимилк на днях объявила о закрытии сделки по покупке казанского производителя молочных продуктов «Эдельвейс-М». Сумма сделки пока не раскрывается, но по данным прессы цена «Эдельвейса» составит не менее $100 млн. С учетом озвученных компанией планов по развитию производства, суммарный объем инвестиций в регионе выглядит достаточно агрессивно. Новые приобретения позволят компании существенно увеличить объемы продаж и, как следствие, стоимости бизнеса группы, однако долговая нагрузка останется высокой.

Помимо приобретения «Эдельвейса», Юнимилк инвестирует по $70 млн в 2 новых завода в регионе

В течение 5 лет Юнимилк планирует инвестировать около $140 млн в строительство 2 новых заводов в республике, одновременно продолжая модернизацию основного завода «Эдельвейс-М» в Казани. Сделка с акционерами «Эдельвейса» также подразумевает партнерство с аграрной компанией «КВ-Агро», в рамках которого Юнимилк, по всей видимости, станет соинвестором строительства животноводческих комплексов.

План группы по годовой выручке – 30 млрд руб.

По оценке компании, приобретение «Эдельвейса» добавит к обороту Юнимилка около 2.5 млрд руб., а совокупная выручка группы уже в 2007 г. превысит 30 млрд руб. Сделка позволит Юнимилку занять лидирующие позиции на рынке молочной продукции Татарстана, где пока нет производственных активов у ВБД, основного конкурента группы.

Крупные инвестиции могут подразумевать долговое финансирование

В отсутствие информации о сумме и структуре сделки, ее возможное влияние на финансовые показатели оценить достаточно сложно. По нашим оценкам, ориентировочный объем инвестиций в Татарстане (включая покупку «Эдельвейса») составит за 5 лет не менее $250 млн. Учитывая, что инвестиционная программа Юнимилка далеко не ограничивается предприятиями данного региона, мы полагаем, что существенная часть инвестиций будет профинансирована за счет долговых источников.

Основные финансовые показатели Группы Юнимилк за 2006 г.:

- Выручка: 22.8 млрд руб. (+73% к 2005 г.)
- EBITDA*: 1.2 млрд руб.
- EBITDA margin: 5.2%
- Валовый долг**: 9.1 млрд руб
- Валовый долг/EBITDA: 7.6x (6.8x на конец 2005 г.)

** - EBITDA скорректирована на роялти, выплаченные связанным сторонам и результат деятельности торговой компании в Казахстане*

*** - валовый долг включает лизинговые обязательства, не включает субординированные кредиты*

Долговая нагрузка остается высокой на фоне сравнительно низкой рентабельности

В 1-м полугодии 2006 года компании удалось существенно снизить долговую нагрузку (примерно до 4.5x в терминах Долг/EBITDA), однако затем долг Юнимилка возобновил рост. Компания направляет значительные средства как на поглощения, так и на модернизацию существующих предприятий. В то же время, эффект от экспансии и интеграции новых активов отстает от роста расходов. Это являлось одной из причин наращивания долговой нагрузки в 2006 г., и пока у нас нет оснований ожидать ее снижения в 2007 г.

Компания рассчитывает на быстрый эффект от инвестиций

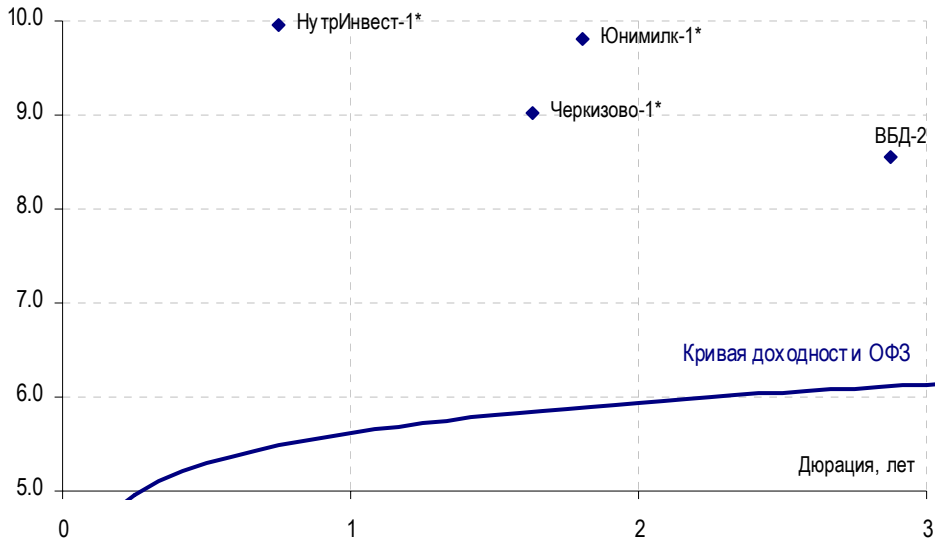
По данным компании, выручка за 1-е полугодие 2007 г. составила 14 млрд руб., показатель EBITDA – 746 млн руб. С учетом последних приобретений, ориентир по годовой выручке на уровне 30 млрд руб. представляется нам вполне выполнимым, поэтому планирумое значение EBITDA за 2007 г. – 2.1 млрд руб. – достижимо при условии, что рентабельность компании стабилизируется на уровне 7%.

Прогноз долговой нагрузки: в диапазоне 7-8x Валовый долг/EBITDA

По нашим оценкам, при увеличении валового долга Юнимилка на $100-150 млн, долговая нагрузка по итогам 2007 года будет находиться в пределах 7-8x Долг/EBITDA. Текущий уровень долговой нагрузки весьма агрессивен, хотя мы не считаем, что он достигнет критического для кредитного качества уровня. Дополнительным позитивным фактором является поддержка со стороны акционеров, в т.ч. в форме субординированных кредитов (1.8 млрд руб на конец 2006 г.). Юнимилк также не исключает возможности проведения IPO во 2-й половине 2008 г. Потенциальный доступ к недолговым источникам финансирования может существенно усилить кредитный профиль Юнимилка.

В текущей рыночной ситуации мы воздерживаемся от рекомендаций по бумагам Юнимилка. Мы не ожидаем снижения долговой нагрузки в среднесрочной перспективе, поэтому с фундаментальной точки зрения не видим потенциала роста цены облигаций компании. По нашему мнению, доходность облигаций Юнимилка в условиях расширения спрэдов по большинству рублевых бумаг, может превысить 10%. После стабилизации рынка кредитный спрэд Юнимилка к бумагам ВБД, более сильного представителя отрасли, составит около 220-250 б.п.

Доходность облигаций на 29 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114

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.