

Рублевые корпоративные облигации

17 декабря 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ВБД: хорошие результаты до замораживания цен » стр. 2

Индикаторы

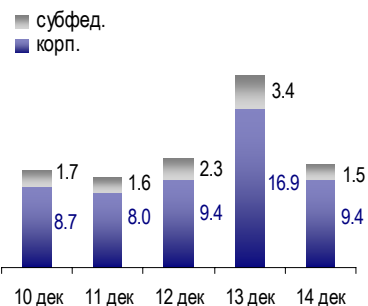
Долларов США за Евро	1.4417	- 1.4 %
Рублей за доллар США	24.5191	+ 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 91.97	- 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.47%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.56%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	135	- 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	612.5	+ 4.9
Остатки на д/с, млрд руб.	126.7	- 8.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 41.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 20 декабря планируется размещение дебютного выпуска ЭйрЮнион Эр Эр Джи (2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

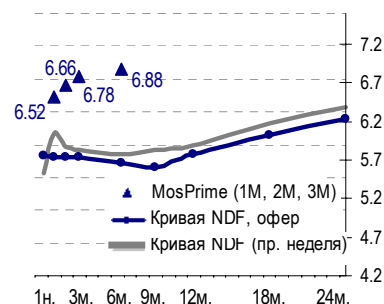


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

17 дек	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
18 дек	Размещение ЛЭКстрой-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
20 дек	Уплата НДС
25 дек	Уплата НДС, ½ суммы акцизов
28 дек	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	98.00	+ 20	2.8	7.98%
Газпром-4	102.95	+ 15	2.0	6.84%
Мосэнерго-1	100.18	+ 14	1.6	*7.56%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НКНХ-4	103.41	+ 66	1.2	*7.29%
Промсвязь-5	98.70	+ 60	1.4	*9.17%
Иркут-3	102.50	+ 50	2.5	7.86%

Лидеры падения

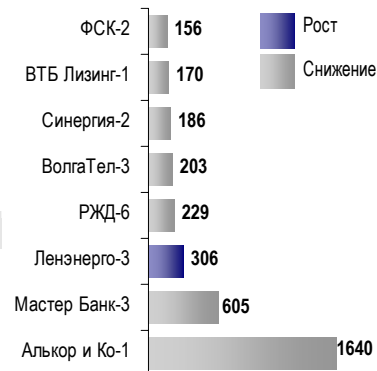
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	102.06	- 24	4.9	7.09%
ЛУКОЙЛ-3	100.45	- 11	3.5	7.09%
АИЖК-9	99.60	- 10	5.4	7.78%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	96.01	- 49	1.3	*12.79%
СаНОС-2	102.51	- 28	1.8	8.72%
ВолгаТел-3	101.04	- 17	1.8	8.07%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ВБД: хорошие результаты до замораживания цен

Отчетность за 9М2007: без негатива по основным показателям, несмотря на стремительный рост цен на сырое молоко

В пятницу группа ВБД опубликовала отчетность по US GAAP за 9 месяцев 2007 г. Компания убедительно продемонстрировала способность поддерживать высокую эффективность в условиях быстрого роста цен на сырье. Отчетность за 9 месяцев не отражает возможные негативные последствия замораживания цен на ряд товарных категорий, поскольку «мораторий» действует с середины октября. Тем не менее, мы не ожидаем существенного ухудшения консолидированных показателей группы по итогам 2007 года.

С учетом сравнительно низкой долговой нагрузки, ВБД остается сильнейшим с точки зрения кредитного качества среди представленных на рынке компаний пищевой отрасли. Спрэды рублевого выпуска ВБД стабилизировались на уровне 200-220 б.п., что в целом соответствует фундаментальной оценке риска компании. На наш взгляд, значительные колебания цены облигаций ВБД в ближайшие месяцы маловероятны.

Финансовые результаты Группы ВБД по US GAAP (\$млн)

Год	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	Капитальные затраты, кроме M&A
2005	1 394.6	140.9	10.1%	329.1	2.3x	75.1
9М2006	1 252.6	175.2	14.0%	312.4	1.3x	74.9
2006	1 762.1	234.3	13.3%	406.7	1.7x	130.0
9М2007	1 758.3	229.4	13.0%	486.7	1.6x	127.7

Источник – данные компании, оценки Райффайзенбанка

Молочный дивизион: 40%-й рост выручки, снижение валовой маржи с 30.8% до 30.1%

Рост продаж к результатам 9М2006 составил в долларовом выражении около 40%. В молочном сегменте около 30% от совокупного роста выручки пришлось на компании, приобретенные в конце 2006 года. Средняя долларовая цена за кг молочной продукции возросла на 15.9% - незначительно по сравнению с беспрецедентным ростом цен на сырое молоко (+41% в долларовом выражении за 3-й квартал 2007 г.). Однако компании пока удается поддерживать валовую маржу в молочном сегменте выше 30% (30.1% против 30.8% за 9М2006).

Компания значительно повысила цены на молочную продукцию до замораживания цен

Столь незначительное снижение рентабельности молочного дивизиона объясняется в первую очередь тем, что компания успела существенно поднять цены на продукцию до октября 2007 г., когда было принято решение о моратории. В августе-сентябре ВБД поднял цены примерно на 26%, компенсировав таким образом часть издержек от роста цен на сырье.

Негативный эффект от моратория, скорее всего, проявится в начале следующего года

Пока неясно, насколько в дальнейшем отразится на рентабельности молочного дивизиона замораживание цен на ряд товаров «социального» ассортимента. По всей видимости, действие моратория будет продлено до апреля 2008 года. Мы полагаем, что ВБД будет стремиться компенсировать негативный эффект от сдерживания цен за счет продукции, не подпадающей под действие моратория. Тем не менее, сокращение маржи молочного дивизиона, формирующего около 75% от выручки группы, вполне может отразиться на рентабельности группы в 1-м квартале 2008 г.

Рентабельность сегментов «Напитки» и «Детское питание» заметно выросла

В соковом сегменте рост цен на концентрат переключается на потребителя: валовая рентабельность увеличилась по сравнению с 9М2006 на 10 п.п. и превысила 40%. Достаточно успешно развивается и сегмент детского питания, выручка которого возросла на 44%, а валовая рентабельность также превышает 40%. Таким образом, наличие высокомаржинальных сегментов и ряд мер по оптимизации издержек позволили группе сохранить рентабельность ЕБИТДА на уровне 13%, достигнутом во 2-й половине 2006 года.

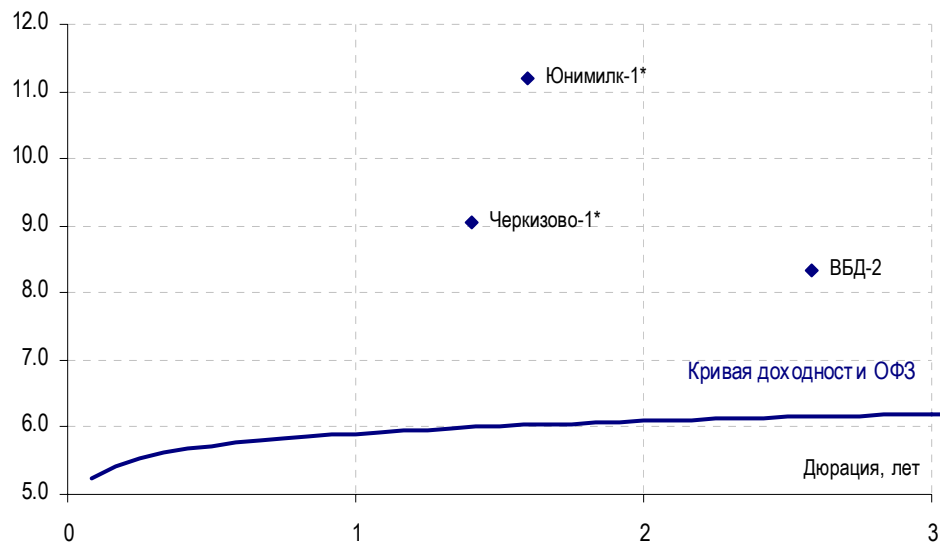
На уровень долговой нагрузки может существенно повлиять только M&A

Долговая нагрузка компании находится на консервативном уровне – около 1.6x Долг/ЕБИТДА. Мы полагаем, что компания в настоящий момент способна профинансировать даже весьма масштабные капзатраты без существенного наращивания долга. Основным фактором роста долговой нагрузки могут стать сделки M&A в профильных сегментах: в сентябре сообщалось, что ВБД проявляет интерес к молочным активам в Казахстане и Белоруссии. Кроме того, пока сложно предположить, каким образом может повлиять на долг завершение консолидации соковых производств, а в долгосрочной перспективе – возможное формирование на базе ВБД многопрофильного холдинга. Однако, мы полагаем, что в 2007-2008 гг. долговая нагрузка компании останется в комфортных пределах - около 2x Долг/ЕБИТДА.

Доходность бумаг ВБД близка к «справедливому» уровню, потенциал роста ограничен

Спрэды бумаг ВБД находятся в диапазоне 200-220 б.п. к ОФЗ, доходность к погашению в декабре 2010 г. около 8.30%. На наш взгляд, данный уровень доходности близок к «справедливому» уровню для текущих рыночных условий, поэтому мы не ожидаем существенного роста цен рублевого выпуска ВБД.

Доходность облигаций на 14 декабря



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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	npatrahin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	-------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.