

# Рублевые корпоративные облигации

21 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

- Эрконпродукт: осторожное движение к следующей оферте » стр.2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Лебединский плюс PepsiCo: как оценивать долг компании » стр.4

ЭКОНОМИКА

- Бюджетные средства по разнарядке » стр. 5

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5437	- 1.2 %
Рублей за доллар США	23.7014	+ 0.7 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 101.53	- 4.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.80%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.30%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	203	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	601.4	- 9.4
Остатки на д/с, млрд руб.	162.9	+ 6.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 56.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

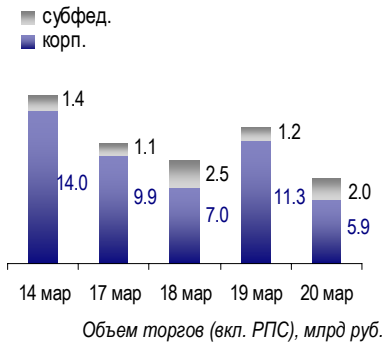
СКОРО

- Планируется выпуск ОМЗ-6 (1.6 млрд руб., 5 лет)

ВЧЕРА

- ЦБ разместил ОБР-5 на 0.32 млрд руб. из 10 млрд руб. под 5.45% годовых к погашению 15 сентября 2008 года

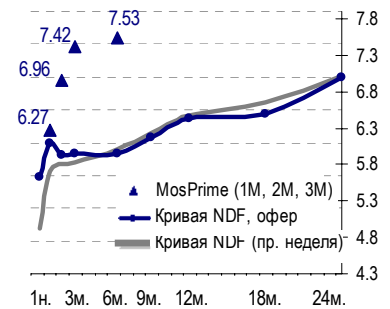
## Объем торгов на ММВБ



## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 25 мар Размещение РБК Информационные системы, БО-4 (1.5 млрд руб., 1 год)  
Размещение ТД Спартак-Казань-2 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)  
Уплата НДПИ, ½ суммы акцизов
- 26 мар Размещение АвтоВАЗ, БО-1 (1 млрд руб., 1 год, call-опцион через 0.5 года)  
Размещение АвтоВАЗ, БО-2 (1 млрд руб., 1 год)  
Размещение Радионет-2 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
- 28 мар Уплата налога на прибыль

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	99.10	+ 65	3.1	7.74%
РЖД-7	99.70	+ 20	3.9	7.77%
Газпром-8	97.75	+ 15	3.1	7.87%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Лебединский-2	99.60	+ 75	0.2	*11.43%
Мечел-2	99.75	+ 75	2.0	*8.70%
МДМ Банк-3	99.50	+ 15	0.5	*9.69%

## Лидеры падения

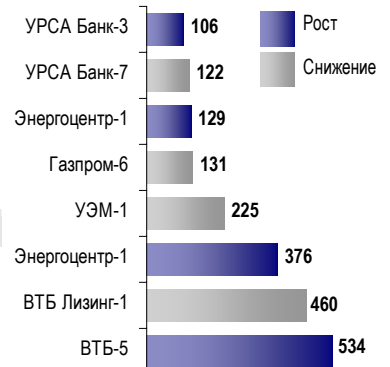
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	98.20	- 13	1.4	*9.05%
РЖД-6	99.10	- 10	2.4	7.88%
ЛУКОЙЛ-3	97.58	- 9	3.3	8.01%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	95.76	- 114	1.4	*12.48%
УЭМ-1	97.90	- 59	1.8	*9.67%
РусСтандарт-8	97.80	- 50	0.6	*12.66%

## Лидеры по оборотам



\*к оферте

## «ОТ 12 И СТАРШЕ»

### Эрконпродукт: осторожное движение к следующей оферте

*Управленческие результаты Эрконпродукта оставляют смешанное впечатление*

*На прошлой неделе компания прошла через оферту с существенным ростом доходности облигаций*

Группа Эрконпродукт, производитель молочных и овощных консервов, представила управленческую отчетность за 6 месяцев финансового года, который завершается в марте 2008 года, а также прогноз годовых результатов. Рост выручки компании серьезно отстает от плановых показателей, процентные расходы составляют более половины операционной прибыли, однако есть и позитивные изменения – прежде всего, существенное повышение рентабельности и сокращение абсолютного значения финансового долга.

На прошлой неделе Эрконпродукт прошел оферту по дебютному выпуску облигаций, повысив ставку купона с 11.4% до 12.5%. Следующая оферта – в сентябре 2008 года, поэтому облигации компании попадают в сегмент высокодоходных бумаг с короткой дюрацией. Несмотря на то, что группа в целом демонстрирует умеренно-позитивную динамику финансовых показателей, мы считаем риск рефинансирования Эрконпродукта достаточно высоким. Облигации компании могут представлять интерес в рамках стратегии «купить и держать до оферты» только для наиболее агрессивных инвесторов.

#### Финансовые результаты группы Эрконпродукт, млн руб

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	3 763	213	5.7	1 578	7.4x	1.3x
1пол2007	1 427	180	12.6	2 105	5.8x	1.9x
2007П*	3 320	392	11.8	1 469	3.8x	1.8x

*Источник: данные управленческой отчетности группы, оценки Райффайзенбанка, \* - прогноз компании*

*Группа предоставила финансовые данные по всем ключевым компаниям*

Аудированная отчетность группы охватывает данные по эмитенту, трем поручителям по облигационному займу, а также компании Sodelem dev. Ltd. – т.е. фактически по молочному дивизиону группы. Однако группа предоставила сводные управленческие данные по всем основным направлениям, включая дивизион овощных консервов и сыродельный комбинат. Именно эту сводную отчетность мы использовали для расчета финансовых показателей, хотя отмечаем довольно большой объем операций со связанными сторонами вне периметра «компиляции».

*Темпы роста бизнеса пока не впечатляют; сыродельческий проект по-прежнему ждет стратегического инвестора*

Мы полагаем, что планы Эрконпродукта по росту выручки до 5 млрд руб. уже в 2007 году основывались в первую очередь на потенциале расширения производства овощных консервов и запуска крупного сыродельного проекта в Чувашии. Однако совокупная выручка группы за последний год снизилась, концепция сыродельного бизнеса была пересмотрена в пользу поиска стратегического иностранного партнера и по-прежнему находится на этапе запуска, а рост рентабельности объясняется, в основном, реструктуризацией молочного направления (в частности, ликвидацией некоторых низкомаржинальных направлений).

*Корректировка инвестиционных планов отчасти способствует снижению долговой нагрузки...*

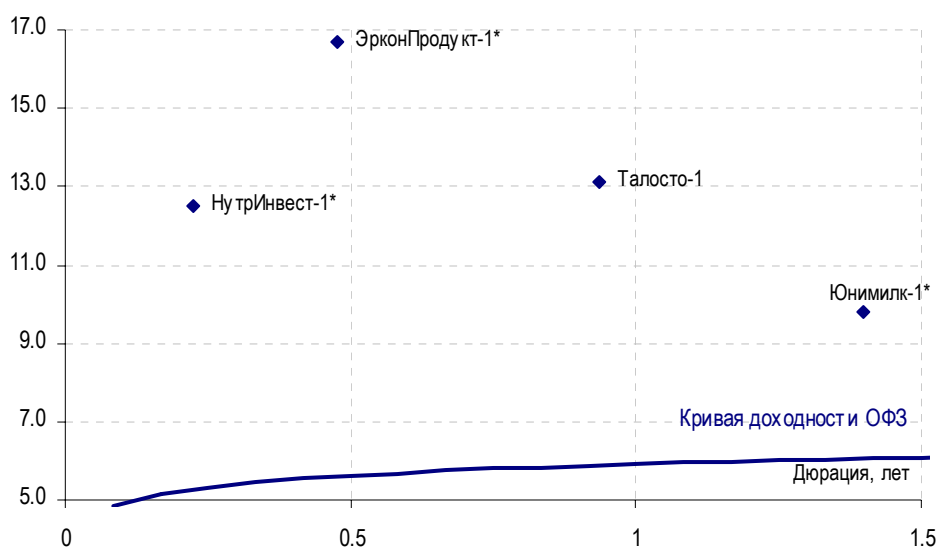
Значительный рост ЕБИТДА позволил компании снизить основной показатель долговой нагрузки: соотношение валового долга к ЕБИТДА сократилось с 7.4x до 5.8x к концу сентября. По прогнозу компании, на конец финансового года в марте (т.е. после прохождения оферты) долговая нагрузка снизится до 3.8x, что является уже вполне умеренным уровнем.

*...однако в перспективе может привести к стагнации бизнеса компании*

Тем не менее, мы пока не видим достаточных оснований для переоценки риска рефинансирования Эрконпродукта, т.к. на обслуживание долга по-прежнему уходит более половины операционной прибыли. Мы осторожно оцениваем перспективы роста операционного денежного потока, поскольку компании пока не удается подтвердить способность развивать новые высокомаржинальные направления бизнеса. Снижение совокупной выручки, на наш взгляд, может также свидетельствовать о том, что развитие бизнеса группы фактически приостановилось из-за недостаточного финансирования.

Учитывая неопределенность относительно инвестиционных планов компании, мы оцениваем риск рефинансирования как сравнительно высокий. На наш взгляд, в рамках стратегии «купить и держать до оферты» бумаги Эконпродукт можно рекомендовать инвесторам с высоким аппетитом к риску на ценовых уровнях выше текущего (доходность по первым сделкам после оферты – 16.6%, дюрация 0.48 года).

### Доходность облигаций на 20 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Лебедянский плюс PepsiCo: как оценивать долг компании

*Американская PepsiCo близка к приобретению ОАО Лебедянский*

Вчера компания PepsiCo (A+/Aa2/AA-) подтвердила свое намерение приобрести 75.53% ОАО «Лебедянский» (Ba3). Сделка может быть завершена не ранее третьего квартала 2008 года, поскольку по ее условиям бизнес по производству детского питания и минеральной воды должен быть выведен в отдельную структуру, что требует одобрения собрания акционеров, а также антимонопольной службы.

*По рублевым бумагам Лебедянского возможен как досрочный выкуп, так и досрочное предъявление к погашению*

На сегодняшний день Лебедянский представлен на рублевом рынке выпуском Лебедянский-2 с плавающей ставкой Mosprime3 плюс 143 б.п. Согласно условиям выпуска, компания имеет право использовать опцион колл (call option), начиная со второго года обращения бумаги – такое право впервые появится в июле 2008 года. При выкупе займа компания обязана уплатить инвесторам комиссию в размере 0.25% от номинальной стоимости облигации.

В тоже время, начав выделение бизнеса по производству детского питания и минеральной воды, компания потенциально рискует получить часть долга к выкупу, поскольку реорганизация акционерного общества дает инвесторам право на досрочное погашение.

*Однако вероятность наступления обоих событий очень невелика*

Мы считаем, что вероятность обоих событий в ближайшее время крайне невелика:

- исполнение опциона колл вряд ли может произойти до тех пор, пока сделка не будет полностью завершена, т.к. рефинансирование рублевого выпуска займом PepsiCo вряд ли возможно, пока сделка не закрыта;
- ожидать масштабного предъявления облигаций к досрочному погашению также не придется, поскольку рублевый долг Лебедянского имеет хороший потенциал роста цены в случае успешного завершения сделки.

*Справедливая цена рублевых облигаций Лебедянского будет меняться в зависимости от этапа прохождения сделки*

В такой «переходный» для компании период, крайне важным, на наш взгляд, является определение справедливой доходности бумаг Лебедянский-2.

По нашему мнению, пока сделка находится только на начальном этапе, инвесторам стоит отталкиваться в большей степени от фундаментальных показателей Лебедянского, чем от кредитных характеристик PepsiCo. Компания является явным лидером рынка, а ее финансовые показатели и кредитный профиль являются одними из самых сильных в российской пищевой отрасли. Согласно предварительным результатам за 2007 год выручка компании выросла на 33% за 2007 год, а долговая нагрузка составила 1.4x Долг/EBITDA. По нашему мнению справедливая цена бумаги в текущей рыночной конъюнктуре должна находиться на уровне 100% от номинала.

В то же время, в случае одобрения разделения компании собранием акционеров (ориентировочно конец июня 2008), основные риски сделки будут сняты (мы предполагаем, что определенные договоренности с антимонопольной службой уже достигнуты), и справедливая стоимость рублевого долга Лебедянского будет оцениваться уже с учетом кредитного качества PepsiCo. По нашему мнению, на сегодняшний день справедливая цена Лебедянский-2 с учетом кредитного качества PepsiCo составила бы 99.5% от номинала.

## ЭКОНОМИКА

### Бюджетные средства по разнарядке

Вчера представитель Минфина озвучил в общих чертах принципы, на основе которых будут устанавливаться лимиты при размещении временно-свободных средств федерального бюджета на депозитах в коммерческих банках. Размер лимита на каждый из банков составит от 10 до 40% от его собственных средств, при этом точное соотношение между капиталом банка и лимитом будет определяться в зависимости от кредитного рейтинга.

Мы попытались приблизительно оценить возможный размер лимита для каждого банка, удовлетворяющего критериям Минфина (рейтинг не ниже ВВ- или Ва3, собственный капитал более 5 млрд. руб.). По нашим оценкам, их совокупный объем составляет примерно 500-650 млрд. руб. Однако 60% этой суммы приходится на Сбербанк и ВТБ, а на оставшиеся банки - всего 200-250 млрд. руб.

С учетом столь высокой концентрации лимитов, мы считаем, что в реальности предельный размер средств, которые бюджет будет способен разместить среди банков при таких ограничениях составит около 300 млрд. руб. В ситуации острой нехватки ликвидности повышение данного объема возможно, если власти «убедят» госбанки более активно перераспределять бюджетные деньги в банковской системе или если произойдет расширение лимитов.

#### Предполагаемый объем лимитов на размещение средств бюджета в банковские депозиты.

Название банка	Собственный капитал на 01.02.2008, млрд. руб.	S&P	Moody's	Fitch	Предполагаемый лимит в % от капитала	Предполагаемый лимит, млрд. руб.
Абсолют банк	13.5		Ваа3	A-	40%	5.4
Райффайзенбанк	44.8	BBB+	Ваа2	A-	40%	17.9
Росбанк	35.6	BB+	Ваа3	A-	40%	14.2
Юникредит банк	47.5	BBB		A-	40%	19.0
ВТБ	277.9	BBB+	Ваа2	BBB+	30%-40%	83-111
ВТБ 24	46.9	BBB+	Ваа2	BBB+	30%-40%	14-18
ВТБ Северо-запад	29.3		Ваа2	BBB+	30%-40%	8-11
Россельхозбанк	49.3		Ваа2	BBB+	30%-40%	14-19
Сбербанк России	701.1		Ваа2	BBB+	30%-40%	210-280
Ак барс	28.5		Ва2	BB-	20%-30%	5-8
Альфа-банк	60.6	BB	Ва1	BB	20%-30%	12-18
Банк Москвы	64.6		Ваа2	BBB	20%-30%	12-19
Возрождение	15.0		Ва3		20%-30%	2-4
Газпромбанк	100.4	BBB-	Ваа2		20%-30%	20-30
МДМ-банк	35.6	BB	Ва1	BB	20%-30%	7-10
Номос-банк	24.9		Ва3	B+	20%-30%	4-7
Промсвязьбанк	32.7	B+	Ва3	B+	20%-30%	6-9
Русский стандарт	34.7	BB-	Ва2	BB-	20%-30%	6-10
Русфинанс банк	6.4	BB+	Ваа2		20%-30%	1
Транскредитбанк	12.2	BB	Ва1		20%-30%	2-3
Уралсиб	40.7	B+	Ва3	B+	20%-30%	8-12
Еврофинанс Моснарбанк	10.4		Ва3	B	10%	1.0
Зенит	16.6		Ва3	B	10%	1.7
Межпромбанк	26.7	BB-	B1	B	10%	2.7
Петрокоммерц	19.1	B+	Ва3		10%	1.9
Банк Санкт-Петербург	17.8		Ва3	B	10%	1.8
Урса банк	25.1		Ва3	B	10%	2.5
ХФ банк	15.6	B+	Ва3		10%	1.6
<b>Всего</b>						<b>492-648</b>

Источник: Bankir.ru, Cbonds, оценки Райффайзенбанка

Банк России также порадовал расширением инструментов рефинансирования. В частности, начало работать Положение 312-П, по которому кредитная организация может брать внутрисдневные кредиты под залог нерыночных активов, в частности прав требований по кредитам. В первую очередь, этот инструмент может быть востребован небольшими

---

банками, у которых нет большого объема бумаг из Ломбардного списка. Крупным кредитным организациям, которые и раньше могли брать внутрисдневные кредиты под обеспечение из Ломбардного списка, этот инструмент будет не столь интересен. Дело в том, что согласно приказу ЦБ №ОД-101, банкам приходится выбирать из двух вариантов: либо брать внутрисдневные кредиты под обеспечение из ломбардного списка, либо полностью переходить на обеспечение из нерыночных активов.

Кроме того, Банк России включил в Ломбардный список новые виды активов: ипотечные облигации и бумаги муниципальных образований. В настоящее время в обращении находится лишь небольшой объем таких бумаг: ипотечных облигаций - на 17 млрд. руб., облигаций муниципальных образований - на 10,7 млрд. руб. При этом ни одно муниципальное образование, бумаги которого торгуются на рынке, не удовлетворяет критериям Ломбардного списка по международному рейтингу. Однако в перспективе включение в Ломбардный список позволит стимулировать более активное размещение данных бумаг (в особенности это касается ипотечных облигаций).

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

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

### **Аналитика**

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

### Операции на рынке корпоративных облигаций

---

#### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

#### **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 Михалевиц	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	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.