

Рублевые корпоративные облигации

17 ноября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Разгулай: земля и долги » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Возможна ли рецессия в России?» стр. 4

Индикаторы

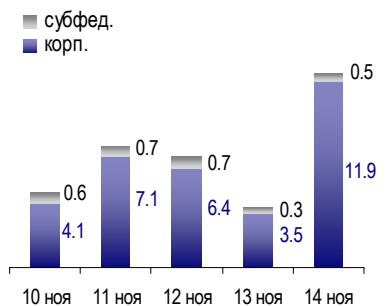
Долларов США за Евро	1.2631	- 1.5 %
Рублей за доллар США	27.2899	- 1.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 51.00	- 5.9 %
Москва-39, дох. % год.	9.03%	-76 б.п.
Россия-30, дох. % год.	10.62%	+ 3 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	500.5	- 30.8
Остатки на д/с, млрд руб.	338.2	- 71.7
Сальдо операций с ЦБ	- 199.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- Группа Разгулай намерена 20 ноября разместить биржевые облигации серии БО-11 на 1 млрд руб. (погашение – через 1 год)

Объем торгов на ММВБ

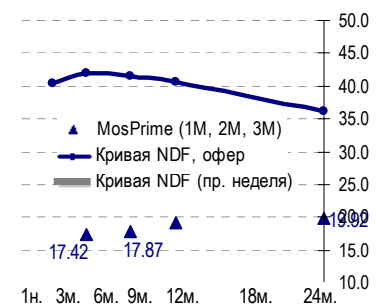


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

17 ноя	Уплата акцизов, ЕСН
18 ноя	Оферта Терна-финанс-2 (1.5 млрд руб.)
19 ноя	Погашение Магнит-финанс-1 (2 млрд руб.)
20 ноя	Оферта ЭйриЮнион Эр Эр Джи-1 (2 млрд руб.)
21 ноя	Оферта Инпром-3 (1.3 млрд руб.)
24 ноя	Оферта УРСИ-6 (2 млрд руб.)
	Оферта Газпромбанк-4 (20 млрд руб.)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТуранАлем-1	94.00	+ 1 404	0.9	15.73%
Газпромбанк-1	86.49	+ 1 149	2.0	14.99%
АИЖК-3	101.50	+ 525	1.2	8.38%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОИА-2	84.05	+ 1 383	2.2	16.93%
Мечел-2	79.98	+ 999	1.4	*25.80%
ЧТПЗ-1	76.75	+ 875	1.4	30.78%

Лидеры падения

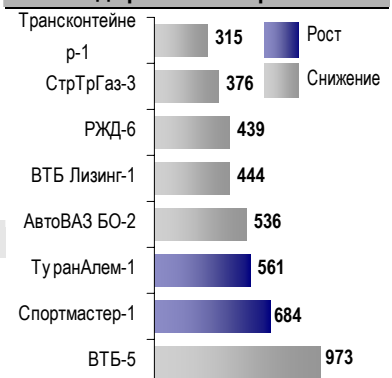
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-3	82.20	- 1 779	2.7	15.01%
ОГК-2	74.00	- 300	1.5	30.68%
ФСК-2	90.50	- 245	1.5	15.70%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Лебединский-2	82.80	- 920	0.0	0.00%
НК Альянс-1	87.90	- 610	0.8	*27.46%
Белон-2	65.00	- 500	0.8	*80.00%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Разгуляй: земля и долги

В 2008 году Разгуляй финансировал приобретение земельных активов за счет долга, результат – высокий риск рефинансирования

В пятницу Группа Разгуляй опубликовала консолидированные результаты 1-го полугодия 2008 г. Отчетность подтверждает агрессивное увеличение долга, связанное с масштабными инвестициями в расширение земельного фонда компании. Во второй половине года Разгуляй традиционно показывает более сильные операционные результаты, однако рост выручки вряд ли может существенно повлиять на кредитные характеристики группы. Исходя из опубликованных данных по объему и структуре долга Разгуляя, мы оцениваем риск рефинансирования компании как очень высокий.

Финансовые результаты Группы Разгуляй

Период	Выручка*	Валовая рентабельность*	ЕБИТДА**	Рентабельность ЕБИТДА**	Валовый Долг	Долг/ЕБИТДА***, Раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
1п2008	12 719	22.4%	1 719	13.5%	22 702	4.8x	2.3x
2007	32 610	18.3%	3 743	11.5%	13 989	3.7x	3.5x
1п2007	9 390	16.4%	694	7.4%	14 250	10.3x	1.2x
2006	23 377	20.2%	3 613	15.5%	12 723	4.3x	4.3x

* - в расчет выручки включены доходы от переоценки биологических активов

** - из расчета показателя ЕБИТДА исключены доходы, связанные с приобретением и продажей долей в дочерних компаниях

*** - показатель Долг/ЕБИТДА рассчитан исходя из ЕБИТДА за последние 12 месяцев, чтобы уменьшить влияние сезонности

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Совокупный долг на конец 1п2008 – 22.7 млрд руб., 60% от этой суммы - краткосрочные обязательства

Наши основные наблюдения:

- Для операционных показателей Разгуляя характерна ярко выраженная сезонность, связанная с активным управлением товарными запасами. В зависимости от ценовых ожиданий, компания может сокращать объемы продаж в отдельных сегментах. В 1п2008 такое сокращение произошло в сахарном дивизионе – физический объем реализации белого сахара сократился втрое по сравнению с 1п2007. Продажи зернового субхолдинга, напротив, выросли на 15% в физическом выражении, что на фоне резкого роста цен на зерно стало основным фактором роста совокупной выручки группы на 35% без учета доходов от переоценки.
- По данным компании, товарные запасы в настоящий момент включают более 800 тыс тонн зерновых и 200 тыс тонн сахара – более \$200 млн по текущим ценам. Разгуляй рассчитывает адаптироваться к ухудшению ценовой конъюнктуры в зерновом сегменте и вновь, как и в прошлом году, показать позитивную динамику продаж во 2-м полугодии. Однако мы полагаем, что товарные запасы в 2008-2009 гг. будут использоваться не столько для оптимизации структуры продаж, сколько для привлечения денежных средств для рефинансирования резко возросших долговых обязательств компании.
- Совокупный долг Разгуляя увеличился с начала 2008 года с 14.0 до 22.7 млрд руб., причем доля краткосрочного долга держится на уровне 60-65%. По данным отчетности, в декабре группе предстоит выкупить два выпуска биржевых облигаций на общую сумму 2.5 млрд руб., в 1п2009 – погашения еще на 8 млрд руб. Однако, помимо облигаций у компании есть значительный объем обеспеченных банковских кредитов, в т.ч. краткосрочных – примерно на 10 млрд. руб., и более детальная информация о сроках их погашений не раскрывается.
- Основная причина роста долга Разгуляя в 1п2008 – инвестиции в приобретение земельных участков. Объем капвложений составил 5.7 млрд руб., из которых 4.5 млрд направлены на расширение земельного фонда. После отчетной даты (в июле 2008 г.) кредитный портфель мог быть частично рефинансирован за счет поступлений от допэмиссии акций (6.9 млрд руб.), но средства от допэмиссии были также полностью направлены на приобретение земель, в т.ч. внесение авансов за участки.

В 2009 году группа сократит инвестпрограмму и сосредоточится на рефинансировании долга

- Холдинг объявил о сокращении инвестпрограммы на 5 млрд руб. Судя по всему, речь идет о сокращении капвложений будущего года. На телефонной конференции в пятницу глава Разгуляя г-н Потапенко заявил, что пиковый долг на 2009 год ожидается в размере 27-28 млрд руб. Вероятнее всего, это означает, что за июль-октябрь 2008 г. долг группы не уменьшился, и долговая нагрузка в ближайшие месяцы останется очень высокой.
- Оценка долговой нагрузки Разгуляя в терминах Долг/ЕБИТДА затруднена из-за сезонных колебаний финансовых показателей. Включив в расчет операционной прибыли переоценку стоимости биологических активов компании (1.2 млрд руб. за 1п2008), и используя показатель ЕБИТДА за последние 12 месяцев, мы получили значение Долг/ЕБИТДА на уровне 4.8х. При этом мы обращаем внимание, что оценка активов – слабое место консолидированной отчетности Разгуляя: из-за использования данных оценки на конец 2005 года компания вновь получила квалифицированное заключение аудитора.
- Более консервативный расчет показателя ЕБИТДА (с учетом корректировки на результат переоценки необранного урожая) дает гораздо более слабые кредитные характеристики – Долг/ЕБИТДА на уровне 8.5х. Это вполне логичный результат, поскольку операционный денежный поток компании за вычетом капвложений в 1п2008 был фактически отрицательным. В качестве позитивного момента отметим, что показатель покрытия процентных выплат находился на приемлемом уровне – скорее всего как результат субсидирования процентной ставки государством.

В ближайшие месяцы группе предстоят непростые переговоры с банками-кредиторами по поводу рефинансирования своих долговых обязательств. В пятницу г-н Потапенко рассказал, что с держателями облигаций к погашению в декабре уже достигнуты договоренности о рефинансировании или реструктуризации (источник – Reuters). На текущей неделе компания рассчитывает разместить еще один выпуск биржевых облигаций на 1 млрд руб. Мы полагаем, что размещение вряд ли будет носить рыночный характер, как и в случае нескольких предыдущих биржевых выпусков.

В сложившейся ситуации риск рефинансирования Разгуляя очень высок: компания полностью зависит от банков-кредиторов, позиции держателей необеспеченного долга выглядят существенно слабее. Мы не исключаем, что Разгуляя, как один из крупнейших сельхозпроизводителей, может обратиться за финансовой помощью напрямую к государству.

ЭКОНОМИКА

Возможна ли рецессия в России?

Объем выпуска важнейших отраслей экономики начал сокращаться

В настоящее время ряд отраслей российской промышленности испытывают серьезные проблемы – стоимостные и физические объемы выпуска их продукции начали резко сокращаться. Мы решили проанализировать, насколько сильно это скажется на росте ВВП и пришли к выводу, что, если не произойдет серьезного улучшения ситуации, то в 2009 году Россию с высокой вероятностью ожидает рецессия.

Под ударом оказались строительные компании, нефтяники, металлурги, банки и автопром

В результате резкого сокращения доступа к корпоративным и потребительским кредитам, а также падения мировых цен на нефть и металлы, под ударом оказались такие отрасли как строительство, нефтяная и металлургическая промышленность, финансовая деятельность, автопром, производство стройматериалов. Шок в каждой конкретной отрасли передается к поставщикам и потребителям ее товаров и услуг. Мы считаем, что в первой половине 2009 года реальный стоимостной объем выпуска всех перечисленных выше отраслей будет значительно ниже, чем в 1п2008 года.

Мы попытались дать грубую оценку спада в этих отраслях в 1п2009

В своих оценках мы придерживались умеренно-позитивного сценария: правительству удастся стабилизировать ситуацию, однако его действий будет недостаточно для восстановления производства на докризисном уровне. Таким образом, мы не предполагаем банковского кризиса, кризиса неплатежей или резкого снижения потребительской уверенности населения – каждое из этих событий может вызвать цепную реакцию и еще больше усугубить проблемы в экономике. В то же время, в нашем прогнозе не предполагается, что усилия правительства и Банка России приведут в 1п 2009 года к существенному восстановлению банковского кредитования, а также повышению совокупного спроса в экономике для компенсации снижения экспорта. При этом мы понимаем, что наша оценка является достаточно грубой, но в ситуации, когда информация о проблемах в отраслях искажена и поступает очень дозированно, сделать точные прогнозы достаточно тяжело.

Более всего пострадают строительство и металлургия, а также федеральный бюджет в связи со снижением нефтяных налогов

Таким образом, исходя из описанных выше предпосылок, мы прогнозируем, что в связи со снижением цен на нефть и сокращением физических объемов ее экспорта, российская добывающая промышленность в первой половине 2009 года сократится на 10% (при \$55 за баррель). В металлургии снижение выпуска будет более серьезным (-30%), так как мировые цены по многим категориям товаров приблизились к себестоимости, кроме того основной потребитель металлургической продукции внутри страны – это строительство. Очевидно, что, несмотря на активную поддержку со стороны государства, должна сократиться и финансовая деятельность (-7%).

Мы считаем, что, даже с учетом выкупа жилья государством, объемы строительства в 1п2009 сократятся на 15%, в первую очередь за счет коммерческой недвижимости, а также снижения доступности ипотеки. Кроме того, мы предполагаем падение нефтепереработки и продукции автопрома на 10% и производства стройматериалов на 15% - с учетом металлургии это приведет к сокращению обрабатывающей промышленности на 4%. Очевидно, что произойдет резкое замедление темпов роста чистых налогов, по наши оценкам, с 10% до 2%, в основном за счет уменьшения объема НДС и экспортных пошлин на нефтепродукты.

Оценка динамики отдельных отраслей экономики России в 1п2009 (уоу)

добывающая промышленность	-10%	обрабатывающая промышленность	-4%
чистые налоги	2%	металлургия	-30%
строительство	-15%	автопром	-10%
операции с недвижимостью	-10%	нефтепереработка	-10%
финансовая деятельность	-7%	стройматериалы	-10%

В итоге, мы прогнозируем отрицательные темпы роста ВВП в 1п2009, на уровне -1.8%.

Если посмотреть на структуру экономического роста и ВВП, то легко заметить, что испытывающие проблемы отрасли являлись основными драйверами развития экономики России в последние годы. Под прямой удар не попала только розничная торговля, хотя и там мы предполагаем снижение темпов роста с 11% до 5% в связи с затруднениями с финансированием и доступностью потребительского кредитования, что должно в первую очередь отразиться на продажах бытовой техники и автомобилей. Поэтому неудивительно, что, суммируя все отраслевые показатели, в итоге мы получаем в 1п2009 года отрицательный рост ВВП – около -1.8% относительно 1п2008.

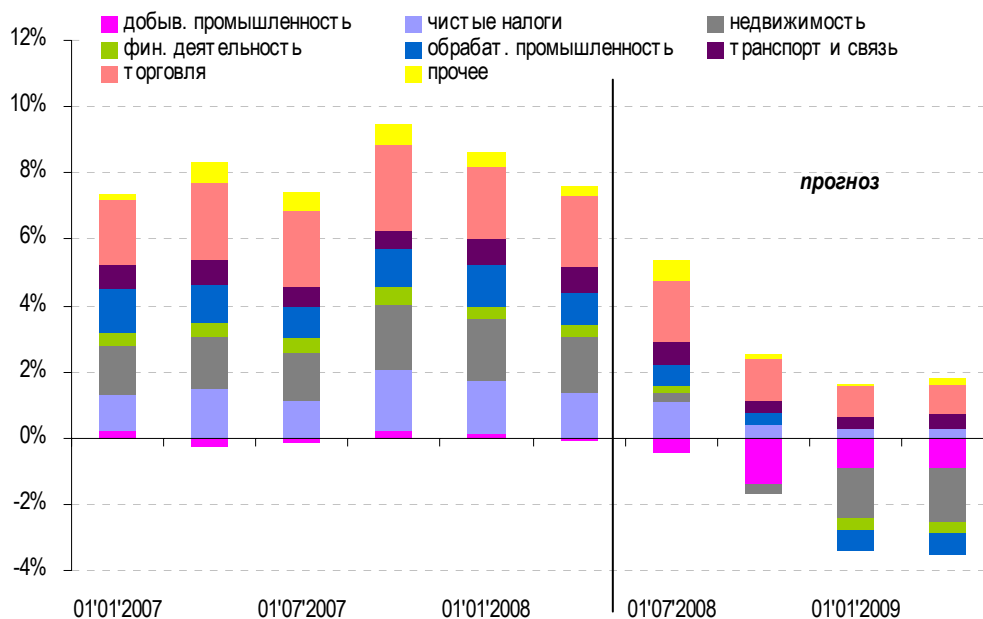
Мы далеки от иллюзий, что наш прогноз по динамике отдельных отраслей будет точным. Однако мы достаточно уверены в том, что получившаяся общая картина хорошо отражает сегодняшнее положение вещей в российской экономике: рецессии в 2009 году избежать будет очень сложно.

Структура ВВП в 2007 г. (по добавленной стоимости)	
добывающая промышленность	9.0%
чистые налоги	14.1%
недвижимость	14.0%
фин. деятельность	4.1%
обрабатывающие производства	16.3%
торговля	17.7%
транспорт и связь	8.1%
прочие	16.7%

Структура обрабатывающей промышленности в 2007 г. (по выручке)	
пищевая промышленность	17%
нефтепродукты и кокс	11%
металлургия	23%
автопром	10%
неметаллические мин. продукты (стройматериалы)	6%
прочее	33%

Источник: Госкомстат

Отраслевая структура роста ВВП



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
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 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@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.