

ТРЕВОЖНЫЙ ДЕКАБРЬ

Предыдущий пик оферт и погашений пришелся на июнь и сопровождался первыми техническими дефолтами

Первый всплеск дефолтов по корпоративным облигациям пришелся на июнь 2008 года и был не в последнюю очередь обусловлен необычно высоким для рублевого рынка объемом выплат. Суммарный объем оферт и погашений всего за две недели июня в 3-4 раза превысил историческую норму – не удивительно, что нашлись несколько эмитентов 3-го эшелона, по тем или иным причинам не готовых к исполнению своих обязательств. Один из них (Миннеско Новосибирск) затем допустил реальный дефолт.

В декабре объем превысит 70 млрд по более чем 40 выпускам – есть все основания опасаться новой серии дефолтов

Следующий локальный пик погашений и оферт придется на декабрь, и он будет вполне сопоставим по масштабам с июньским. По нашим подсчетам, общая сумма выплат составит около 75 млрд руб., число компаний и банков, которым предстоит погасить или выкупить облигации, превысит 40. Оговоримся, что в данном случае сложно привести более точные цифры, поскольку часть выпусков были выкуплены в ходе предыдущих оферт, а некоторые – изначально не были ориентированы на активное обращение и играют роль квази-кредитов в портфелях узкого круга инвесторов.

Риски эмитентов значительно возросли даже по сравнению с июньской ситуацией

Принципиальные отличия декабрьской ситуации от июньской – полная потеря ценовых ориентиров на всех финансовых рынках и резкое ухудшение кредитных характеристик очень существенной доли эмитентов. Последствия легко прогнозируемы: для эмитентов оферты превращаются в погашения практически всего объема выпуска, вне зависимости от новой ставки купона, при этом риски рефинансирования настолько высоки, что почти все эмитенты 3-го эшелона становятся реальными «претендентами на дефолт».

Вероятность дефолта в 3-м эшелоне не всегда просчитывается по финансовой отчетности, тем не менее, кредитный анализ смысла не потерял...

Практика показывает, что даже выплаты купонов могут приводить к дефолтам. Однако мы полагаем, что большинство инвесторов все же интересуются в основном погашениями и офертами, тем более что задержки купонных выплат часто на самом деле вызваны техническими проблемами. Мы решили сосредоточиться на оценке кредитного риска тех эмитентов, которые обслуживают долг, но, возможно, не смогут найти средства на погашение или оферту. Кредитный кризис ставит в подобное положение значительную часть эмитентов, учитывая, что в последние годы очень многие из них вынужденно (из-за нехватки долгосрочных ресурсов в банковской системе) финансировали долгосрочные инвестиционные проекты короткими заимствованиями.

...однако не менее важно решение ключевых банков-кредиторов по дальнейшей кредитной поддержке эмитента

Наш анализ ряда представителей 3-го эшелона показывает, что облигации обычно составляют относительно небольшую часть от общего объема долга. Поэтому отсутствие денежных средств, достаточных для немедленного погашения бумаг, означает для эмитентов зависимость не столько от держателей облигаций, сколько от одного или нескольких банков – ключевых кредиторов компании. Именно их решение относительно дальнейшего рефинансирования компании часто решает судьбу облигационного займа. Такое решение может быть принято или не принято в зависимости от желания и возможности банка отсрочить наступление дефолта – не только по облигациям, но и по другим кредитным линиям – в надежде на восстановление кредитоспособности заемщика в будущем. При этом решение банка-кредитора не в последнюю очередь зависит от его собственного финансового состояния, а в некоторых случаях – от оценки «стратегической» важности данного бизнеса для экономики.

Заинтересованность эмитента в нормальном прохождении оферты больше не является аксиомой...

У держателей облигаций в данной ситуации остается лишь два варианта - держать неликвидные бумаги до погашения или найти на них покупателя – скорее всего, по очень низкой цене. Выбор во многом зависит от оценки кредитного качества, которая в свою очередь сводится к ответу на вопросы типа «пройдет оферту или не пройдет», «получит поддержку банков или не получит». Интересно, что в нынешней ситуации не совсем очевидно, какой ответ выгоден эмитенту: по нашей информации, некоторые эмитенты предпринимали действия по неявному выкупу собственных облигаций по заниженным ценам.

...а в случае банкротства – позиции необеспеченных инвесторов настолько слабы, что не позволяют рассчитывать на приемлемый recovery rate

Репутационные риски – не самый актуальный вопрос для эмитентов, когда долговой рынок фактически закрыт. Поэтому даже у платежеспособных компаний может возникнуть соблазн направить доступную ликвидность на выкуп собственных долгов со значительным дисконтом, а не на исполнение оферты по номиналу. После «прецедента Инпрома» легко представить ситуацию, когда эмитент сознательно затягивает срок исполнения оферты под предлогом судебного запрета, вынуждая держателей бумаг продавать их по любым ценам – ведь обеспечительные меры не распространяются на обычные сделки купли-продажи. А в случае, если ни эмитент, ни поручители не являются балансодержателями ценных активов (не редкость в 3-м эшелоне), компания вообще может инициировать процедуру банкротства SPV и погасить его долги выборочно. При ликвидации эмитента позиции держателей облигаций – едва ли не худшие среди всех кредиторов, и никакой юридической базы для солидарной защиты инвесторов на российском рынке пока нет.

Мы планируем публиковать кредитные обзоры по относительно «рыночным» выпускам, которым предстоит пройти через оферту или погашение в декабре

В преддверии массовых оферт и погашений декабря (надеемся, что он не войдет в историю российского рынка облигаций как «кровавый декабрь») мы планируем дать краткие кредитные характеристики компаниям и банкам, которым предстоит пройти через погашения и оферты до конца 2008 года. Наша цель – помочь инвесторам сформировать хотя бы базовое представление о том, в какой «кредитной форме» сейчас находятся эмитенты, и на какие риски нужно обратить особое внимание.

Мы решили сфокусироваться на представителях 3-го эшелона – примерно об этом же сегменте мы писали весной под рубрикой «От 12 и старше», имея в виду доходность и дюрацию бумаг. Цифра «12» (как и многие цифры выше по шкале доходности) давно потеряла актуальность для рублевого долгового рынка, но интерес к кредитному качеству 3-го эшелона остается. Этот интерес сохранится и в следующем году – как минимум до тех пор, пока на рынке остаются бумаги эмитентов такого калибра. Сегодня в нашем обзоре – кредитные комментарии по четырем компаниям, оферты или погашения которых приходятся на первую неделю декабря.

Оферты и погашения 1-5 декабря 2008

Выпуск	Дата	Оферта / погашение	Объем, млн руб.	Организатор	Пред. купон	Новый купон
Свободный сокол, 3	02.12.2008	оферта	1 200	ИБ ТРАСТ	11.57%	21%
Санвэй-Груп, 1	03.12.2008	погашение	1 000	Росбанк	11.25%	-
Банк Спурт, 2	04.12.2008	оферта	1 000	ГК Регион	13.25%	13.25%
Рубеж-Плюс Регион, 1	04.12.2008	оферта	1 000	Банк Санкт-Петербург	12%	20%

Источник: Cbonds.ru

Свободный сокол

▪ **Эмитент:** ОАО ЛМЗ «Свободный сокол» ▪ **Поручитель:** ООО «Черметтрейд» ▪ **Объем выпуска:** 1.2 млрд руб. ▪ **Сумма купона:** 57.7 млн руб. ▪ **Дата оферты:** 2 декабря 2008 г. ▪ **Ставка купона на следующий 6-месячный купонный период:** 21% ▪ **Следующая оферта:** в июне 2009 г. ▪ **Погашение:** в мае 2011 г. ▪ **Платежный агент:** Сбербанк РФ

Свободному соколу нужно договариваться с крупнейшим кредитором об условиях рефинансирования – непростая задача в условиях резкого ухудшения ситуации в отрасли

Мы полагаем, что компания может полностью выкупить займ только в случае привлечения банковских кредитов в сопоставимом объеме. Свободный сокол обладает длительной кредитной историей в Сбербанке, является одним из важнейших предприятий для экономики Липецкой области, поэтому у инвесторов, на наш взгляд, есть основания рассчитывать на успешное прохождение оферты. Однако в перспективе для сохранения бизнеса компании, вероятнее всего, придется рассмотреть варианты продажи одному из крупных металлургических холдингов при государственной поддержке.

Ключевые факторы кредитного риска: ограниченная способность генерировать денежный поток при существенном ухудшении конъюнктуры рынка чугуна, зависимость от экспорта, резкое ухудшение платежеспособности конечных потребителей, непрозрачная структура торговых и финансовых операций внутри холдинга, высокая долговая нагрузка.

Свободный сокол – небольшой по размеру российский производитель чугуна (доля рынка – около 1.5%). Производство чугуна на липецком заводе ориентировано, в основном, на экспорт (87% от совокупного объема отгрузки). Второе направление деятельности – производство чугунных труб для объектов коммунального хозяйства – больше ориентировано на внутренний спрос. Завод имеет доменное производство, работает на рудном сырье сторонних поставщиков, собственных сталеплавильных мощностей не имеет.

Группа публикует отчетность по РСБУ своего главного производственного актива - ОАО Свободный сокол, а также поручителя – ООО «Черметтрейд», ключевого трейдера группы на внутреннем рынке. Дочерняя швейцарская компания Overcom s.a., которая является основным контрагентом липецкого завода по экспортным поставкам, а также несколько юр.лиц, представляющих угольные активы группы (шахта «Анжерская-Южная») в кредитную базу облигационного займа не входят, финансовые показатели не раскрываются.

Финансовые результаты ОАО Свободный сокол, млн руб.

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг/ЕБИТДА*, Раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
9м2008	8 607.2	10.2%	867.8	10.1%	4 968.1	4.8x	2.7x
2007	7 296.6	9.9%	757.9	10.4%	4 435.6	5.9x	1.8x
9м2007	5 291.7	10.5%	591.5	11.2%	4 354.9	5.5x	2.0x
2006	5 817.9	8.3%	512.4	8.8%	2 652.9	5.2x	1.9x

* - в расчете использован показатель ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании по РСБУ, оценки Райффайзенбанка

Результаты ЛМЗ за 3-й квартал выглядят лучше, чем в 1-й половине года, но долговая нагрузка остается высокой, а нехватка оборотных средств – обостряется из-за проблем со сбытом; в нынешних условиях это означает потенциальные проблемы с рефинансированием

Некоторые отчетные показатели ЛМЗ, на наш взгляд, искажены вследствие значительного объема внутривхолдинговых сделок. В частности, на долю компании Черметтрейд приходится около 44% от общего объема поставок сырья, оффшорный трейдер Overcom является одним из основных контрагентов завода по экспорту чугуна. Такая структура закупок и продаж вполне может подразумевать трансфертное ценообразование, но в целом отчетность за 9 месяцев 2008 г. достаточно информативна для оценки финансовых показателей. Мы сделали следующие выводы из ее анализа:

- Компания показала существенный рост выручки в 3-м квартале за счет роста экспортных поставок. Доля экспорта в совокупных объемах продаж чугуна достигла 87%, т.к. продажи на внутреннем рынке фактически стагнировали. Физические объемы отгрузки труб вообще снизились на 11.5% по сравнению с 3кв2007, в результате продажи трубного дивизиона теперь составляют лишь 7.3% от совокупной выручки (18.6% по итогам 3кв2007).

- Изменение структуры продаж в пользу чугуна могло бы негативно повлиять на рентабельность, однако в 3кв2008 этого не произошло: компания демонстрирует стабильную валовую маржу на уровне 10% и примерно такую же рентабельность по EBITDA. Об ограничениях отчетности по РСБУ мы уже упомянули, но наиболее значительное ухудшение показателей рентабельности следует ожидать по итогам 4-го квартала: снижение экспортных цен на чугун с \$700-720 за тонну как минимум на \$100-150, в то время как внутренний спрос в последние месяцы резко сократился.
- Запасы готовой продукции выросли с начала 2008 года на 18%, и скорее всего, продолжат увеличиваться в результате резкого ухудшения финансового положения металлургических компаний (а именно они являются конечными потребителями товарного чугуна). На этом фоне мы отмечаем ухудшение структуры оборотных активов: рост дебиторской задолженности (на 30% с начала года), а также финансовых вложений - судя по данным квартального отчета, в основном, вексельных займов компаниям – операторам проекта «Анжерская-Южная». В целом, все эти факторы увеличивают потребности в оборотном капитале – отсюда рост долга Свободного сокола на 532 млн руб. с начала 2008 года.
- По данным компании, основная часть инвестиций 2008 года была направлена на модернизацию доменного производства. Сумма инвестиций - около 500 млн руб. за 9 месяцев – примерно соответствует той части средств от размещения облигационного займа, которая не была направлена на цели рефинансирования. Поэтому долговая нагрузка Свободного сокола, хотя и по-прежнему высока, не увеличилась по сравнению с 2006-2007 гг. В зависимости от методики расчета, показатель Долг/EBITDA находится в диапазоне 4.8-6.0х.
- С нашей точки зрения, при текущем уровне долговой нагрузки у Свободного сокола практически нет возможностей для финансирования инвестпрограммы следующего года. Однако есть и более актуальная проблема – рефинансирование краткосрочного долга. Помимо оферты по облигациям на 1.2 млрд руб., до конца 2008 года компании необходимо погасить банковские кредиты на 1 млрд руб.
- Если исходить из того, что отчетность ЛМЗ достаточно адекватно отражает финансовые потоки компании, наша оценка ее возможностей по мобилизации ресурсов из собственного операционного денежного потока – не более 370 млн руб. (ежеквартальная EBITDA – 200-250 млн руб., плюс денежные средства на балансе ЛМЗ на конец сентября – около 120 млн). Операционная прибыль поручителя близка к нулю, а остальные компании холдинга мы не рассматриваем в качестве доноров ликвидности. Так что единственный способ прохождения оферты – банковское рефинансирование – либо через кредитование, либо путем выкупа облигаций одним из инвесторов.

*Для успешного
прохождения оферты
новая ставка купона
должна быть интересна,
в первую очередь,
основному банку-
кредитору*

Основным кредитором завода является Сбербанк, причем у компании есть опыт привлечения долгосрочных кредитных линий – по данным квартального отчета, в настоящее время действуют две таких линии до 2014 года на 525 млн руб. и \$12.9 млн. Основная часть оборудования завода, в т.ч. двух доменных цехов, находится в залоге по кредитам. На наш взгляд, именно крупнейшие банки-кредиторы Свободного сокола (либо один из них) могут оказать ему финансовую поддержку при прохождении декабрьской оферты. Поэтому не исключено, что новая полугодовая ставка купона – 21% - отражает предварительные договоренности эмитента с крупнейшими кредиторами, а не является попыткой привлечь инвесторов повышенной доходностью и короткой дюрацией.

Санвэй-Груп

▪ **Эмитент:** ООО «Санвэй-Груп» ▪ **Поручители:** ЗАО «Агролайн», ООО «Русагро», ООО «Вояж» ▪ **Объем выпуска:** 1 млрд руб. ▪ **Сумма купона:** 56.1 млн руб. ▪ **Дата погашения:** 3 декабря 2008 г. ▪ **Организатор и платежный агент:** Росбанк

Ключевой риск кредитного профиля группы Санвэй – очень высокая зависимость от краткосрочного долгового финансирования

Облигации компании практически неликвидны, и, по нашим предположениям, сконцентрированы у ограниченного круга инвесторов. Поскольку в данном случае речь идет не об оферте, а о погашении выпуска при недостаточном операционном денежном потоке эмитента и отсутствии свободных активов с сопоставимой залоговой стоимостью, платежеспособность компании зависит от поддержки основных кредиторов (крупнейший из них – Росбанк). Мы не беремся оценивать вероятность получения такой кредитной поддержки.

Ключевые риски кредитного профиля группы: низкая ликвидность, очень большой объем краткосрочного долга к рефинансированию, зависимость от условий оплаты и платежной дисциплины торговых сетей, а также слабая структура обеспечения облигационного займа.

Санвэй (S&P B-) – крупный российский импортер и дистрибутор фруктов и овощной продукции. Фактически это торговый бизнес, ключевые продукты – бананы и цитрусовые, но в последние годы группа стала приобретать черты «вертикальной интеграции»: компания обладает собственными плантациями в Эквадоре (обеспечивают до 25% поставок бананов), транспортной и складской инфраструктурой (около 20 складских терминалов, специализированный флот, парк грузовых автомобилей).

Эмитент облигаций является ключевым импортером группы. Контрагенты ООО «Санвэй-Груп» – в основном, другие юридические лица внутри группы, поэтому отчетность эмитента по РСБУ не репрезентативна, так же как и отчетность поручителей – дистрибуторской компании «Русагро» и одного из держателей недвижимости – ООО «Вояж». Однако с точки зрения финансовой прозрачности Санвэй выгодно отличается от большинства представителей 3-го эшелона: у группы есть рейтинг от S&P, и для анализа доступна отчетность по МСФО за 2008-й финансовый год (закончился 30 июня 2008 г.).

Финансовые результаты Группы Санвэй (\$ млн)

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг/ЕБИТДА, Раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2008ф	695.4	16.0%	66.3	9.5%	262.2	4.0x	2.4x
2007ф	562.5	13.6%	50.6	9.0%	174.8	3.5x	2.4x

Источник: аудированная отчетность по МСФО за 2008 финансовый год, оценки Райффайзенбанка

Шестикратный рост краткосрочных заимствований за год вызвал бы вопросы и в более спокойные времена; сейчас подобная структура долга – источник повышенного риска

Наши основные наблюдения:

- В последние три года продажи группы росли быстрее рынка, при этом долговую нагрузку удавалось постепенно снижать за счет опережающего роста операционной прибыли. Во второй половине 2007 года компания столкнулась с замедлением роста выручки, которое в основном связано с насыщением рынка: если за 2006-й финансовый год выручка выросла на 67%, в 2007-м – на 40% (Санвэй вышел на 1-е место среди российских импортеров фруктов), то в 2008-м – на 24%.
- С точки зрения операционной рентабельности Санвэй уступает конкурентам (прежде всего, JFC), в т.ч. как следствие более высоких темпов роста операционных затрат. Соответственно, инвестиции группы были направлены на расширение собственной производственной и транспортной инфраструктуры (складских терминалов, плантаций, рефрижераторных судов и автопарка).

- Быстрый рост инвестиционной активности Санвэя начался в 2005-2006 гг., когда были приобретены первые суда. Планы по инвестициям на 2007-2008 гг. также были амбициозными: по нашим оценкам, компания направляла на приобретение основных средств порядка \$40-45 млн ежегодно. Эта сумма сравнима с годовой операционной прибылью группы, поэтому компания избежала драматического роста долговой нагрузки, хотя в абсолютном выражении долг компании за последний финансовый год увеличился на \$87 млн.
- Нарастание долга за последний отчетный период было связано не столько с финансированием инвестпрограммы, сколько с изменениями в оборотном капитале компании. Дебиторская задолженность на балансе Санвэя возросла за 2008-й финансовый год в 1.5 раза, что увеличило потребности компании в оборотном капитале приблизительно на \$40 млн. В июле-октябре 2008 г. требуемый объем оборотных средств мог разрастаться еще быстрее из-за проблем с оплатой отгруженного товара – как со стороны розничных сетей, так и от дилеров. К возможности использования дебиторской задолженности в качестве обеспечения по кредитам (за исключением долга крупнейших сетей) мы в текущей ситуации относимся скептически. При этом единственный источник ликвидности для Санвэя – краткосрочные банковские линии.
- Совокупный объем краткосрочных банковских кредитов увеличился по сравнению с прошлым годом на \$118 млн (в 6 раз), их доля в совокупном долге возросла с 13% до 54%, а общая доля краткосрочных обязательств (включая лизинговые обязательства, облигации, а также часть выпуска CLN, не предъявленная к оферте в декабре 2007 г.) достигла к концу июня 2008 г. 82% от совокупного долга, в абсолютном выражении – более \$200 млн.
- Для группы Санвэй - с годовой EBITDA на уровне \$70 млн, незавершенной программой капвложений и незначительным объемом ликвидных активов – столь высокий объем краткосрочного долга означает очень высокий риск рефинансирования. Более того, судя по данным отчетности, наибольший объем погашений приходится именно на 4-й квартал 2008 г. К немедленному погашению могут быть при определенных условиях предъявлены и оставшиеся CLN (\$28 млн), т.к. показатели долговой нагрузки компании приблизились к ковенантам по выпуску (4x Долг/EBITDA и 2x Долг/Капитал). Отметим также, что большая часть краткосрочных кредитов (около 77%) номинированы в иностранных валютах, что в текущих условиях несет дополнительный валютный риск.

У отраслевых конкурентов группы – разный опыт прохождения оферт, результат во многом определяется банками-кредиторами

Напомним, что один из отраслевых конкурентов группы Санвэй – группа компаний Сорус – столкнулась с аналогичными проблемами - нехватки ликвидности, роста проблемной дебиторской задолженности и значительного объема долга к рефинансированию. Нам представляется, что Сорус не нашел понимания у крупнейших банков-кредиторов и допустил технический дефолт по оферте в середине ноября 2008 г. В отрасли есть и позитивный пример – группа JFC, которая успешно прошла через оферту в октябре.

Объем облигационного займа Санвэй-Груп (1 млрд руб.) невелик относительно совокупного краткосрочного долга компании. На наш взгляд, компании предстоит в первую очередь вести переговоры о реструктуризации портфеля банковских кредитов и пересмотре всего графика погашения обязательств. Оценить перспективы рефинансирования компании очень сложно. Санвэй - один из крупнейших игроков в своем сегменте, но импорт плодоовощной продукции вряд ли сейчас можно отнести к приоритетным отраслям для банковского кредитования. С другой стороны, бизнес-модель компании может достаточно гибко адаптироваться к резкому ухудшению рыночных условий: внутренний спрос на основные виды фруктов существует в любых условиях, конкуренция со стороны локальных производителей – минимальна, возможность организовать собственный сбыт для минимизации проблем с дилерами и ритейлерами – существует, по крайней мере, теоретически.

Рубеж-Плюс Регион

- Эмитент: ООО «Рубеж-Плюс Регион»
- Поручители: ООО «Заря», ООО «ПродИмпорт»
- Объем выпуска: 1 млрд руб.
- Сумма купона: 59.8 млн руб.
- Дата оферты: 4 декабря 2008 г.
- Ставка купона на следующий период: 20%
- Следующая оферта: в июне 2009 г.
- Погашение: в июне 2010 г.
- Платежный агент: НП НДЦ

Группа Рубеж активно развивает складское, агропромышленное и логистическое направления на заемные средства...

Как и многие другие выпуски 3-го эшелона, облигационный займ Группы компаний Рубеж изначально был рассчитан на рефинансирование, т.к. компания направляла краткосрочные долговые ресурсы на реализацию инвестпроектов с более длительным циклом. Соответственно, в новых условиях группе придется сократить инвестиции, а прохождение оферты зависит от банков – крупнейших кредиторов компании (Связь-банк, Банк Санкт-Петербург и ряд других). Ключевые факторы кредитного риска: низкая ликвидность как следствие долговой модели финансирования инвестпрограммы, низкая рентабельность, подверженность валютному риску, слабая структура обеспечения облигационного займа.

...однако импорт и оптовая торговля мясом и мясопродуктами пока формируют до 95% от совокупной выручки

Основным направлением деятельности Группы компаний Рубеж является импорт и оптовая реализация мяса (главным образом, мяса птицы) и мясопродуктов; потребители – мясокомбинаты и оптовые дилеры. Другие сегменты – птицеводство, автотранспортные и складские услуги - формируют не более 5% от совокупной выручки группы. Собственный мясоперерабатывающий завод и птицефабрики – небольшие по объемам реализации и доле рынка. На их развитие была ориентирована среднесрочная инвестиционная программа холдинга.

В состав ГК Рубеж входят более 30 российских юр.лиц. Эмитент является управляющей компанией холдинга, оба поручителя – оптовые трейдеры группы, отчетность по РСБУ не репрезентативна. В целях кредитного анализа группы мы рассматриваем управленческую консолидированную отчетность за 9 месяцев 2008 г.

Финансовые результаты Группы компаний Рубеж, млн руб.

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг/ЕБИТДА, Раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
9М2008	22 870.5	12.5%	1 468.4	6.4%	8 886.7	4.5x	1.9x
1П2008	13 467.6	12.3%	864.3	6.4%	7 732.5	4.5x	2.0x
2007	21 132.8	13.1%	1 289.2	6.1%	5 467.9	4.2x	2.0x
2006	18 603.7	12.4%	1 131.0	6.1%	4 270.7	3.8x	2.5x

Источник: управленческая отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Мы выделяем следующие ключевые моменты:

Долговая нагрузка на уровне 4.5x Долг/ЕБИТДА – далеко не самая высокая среди эмитентов 3-го эшелона...

- В 2008 году резко возросла оценочная стоимость активов группы – в основном, за счет ввода в эксплуатацию птицеводческого и мясоперерабатывающего комплексов. Тем не менее, общая оценочная стоимость производственных объектов в собственности группы (\$240 млн) уступает ее совокупному долгу примерно на 30%, что иллюстрирует долговую модель развития. Мы полагаем, что большая часть объектов ГК Рубеж находится в залоге по банковским кредитам, при этом доля необеспеченных облигаций в общей массе долга - лишь около 10%.
- Компания не раскрывает структуру банковского долга по срокам, но по косвенным данным можно предположить, что на долю краткосрочных заимствований приходится как минимум 50% от совокупного долга. Это означает, что в течение ближайшего года группе предстоит найти возможности для рефинансирования примерно 4.4 млрд руб. – даже по оптимистическим оценкам это почти в 2.5 раза больше операционного денежного потока ГК Рубеж. Отметим также, что обслуживание долга уже по итогам 9М2008 обходилось компании приблизительно в половину ЕБИТДА, и вероятнее всего, станет еще дороже в будущем.

...но значительный объем краткосрочного долга неизбежно ведет к очень высокому риску рефинансирования

- Нарращивание заемного капитала ГК Рубеж напрямую связано с инвестпрограммой, причем размещение 1-го выпуска облигаций в прошлом году, на наш взгляд, совпало с пиком инвестиционных вложений. Группа запустила строительство холодильного распределительного центра в Санкт-Петербурге и начала подготовку к строительству аналогичного терминала в Москве (на сегодняшний день, приобретен земельный участок в Домодедово).
- Стоимость каждого терминала составляет порядка 1.8 млрд руб. Сопоставимые инвестиции были направлены на реконструкцию птицефабрик (в прессе называлась цифра 2.2 млрд руб. за последние 1.5 года). По нашим оценкам, за период с середины 2007 года по конец 3кв2008 группа направила на финансирование инвестпрограммы не менее 4 млрд руб., и эта сумма приблизительно соответствует увеличению долга за тот же период.
- Отметим, что агропромышленное подразделение ГК Рубеж должно выйти на проектную мощность лишь в 2009 году. Цикл окупаемости птицеводческого проекта, по некоторым оценкам, составляет 5-8 лет. Мы полагаем, что инвестпрограмма лишь частично профинансирована за счет длинных банковских кредитов (в меморандуме к 3-му выпуску облигаций упоминается 3-летняя линия Сбербанка).
- Разрыв между сроками финансирования и реализации инвестпроектов – основная причина проблем с рефинансированием в нынешних условиях. Вторая причина – низкая рентабельность. Поскольку 95% от совокупной выручки группа получает от трейдингового бизнеса, для которого характерна невысокая маржа при значительном обороте, рентабельность ГК Рубеж в целом также невысока – 12.5% на уровне валовой маржи и 6.4% по марже EBITDA.
- Импорт как ключевое направление деятельности группы – источник повышенного валютного риска в текущих условиях. Более того, Рубеж в значительной степени зависит от квот на импорт мяса и мясопродуктов, которые, вполне вероятно, будут сокращены для поддержки местных производителей. Мы полагаем, что импортируемая группой продукция при дальнейшем ослаблении рубля может быть частично вытеснена с рынка с негативными последствиями как с точки зрения продаж компании, так и с точки зрения качества ее дебиторской задолженности.

Перспективы птицеводческого направления, в которое инвестированы значительные заемные ресурсы, могут позитивно повлиять на решение крупнейших кредиторов о рефинансировании

В начале осени 2008 года группа планировала разместить 3-й выпуск облигаций объемом 2 млрд руб. с целью рефинансировать подходящий к оферте дебютный выпуск и часть краткосрочных банковских кредитов. Однако ухудшение ситуации на долгом рынке не позволило компании провести размещение, и теперь рефинансирование 1-го выпуска зависит от нескольких банков, кредитующих группу. Мы полагаем, что птицеводческий комплекс ГК Рубеж, хотя и не играет существенной роли с точки зрения операционной прибыли (по сравнению с импортом и оптовым трейдингом), может сыграть важную роль при принятии банками решений о дальнейшем финансировании группы.

Птицеводческий проект включен в федеральную программу развития АПК и является своеобразным противовесом как импортным операциям, подверженным валютным и регулятивным рискам, так и оптовой дистрибуции, связанной в настоящее время с рисками неплатежей. С нашей точки зрения, у банков-кредиторов ГК Рубеж найдутся основания для финансовой поддержки проекта: они сейчас вряд ли заинтересованы в дефолте по облигационному займу, который не играет определяющей роли в структуре совокупного долга группы.

Банк Спурт

- Эмитент: ОАО АКБ «Спурт»
- Объем выпуска: 1 млрд руб.
- Сумма купона: 32.9 млн руб.
- Дата оферты: 4 декабря 2008 г.
- Ставка купона на следующий купонный период: 13.25%
- Следующая оферта: в июне 2009 г.
- Погашение: в мае 2012 г.
- Платежный агент: АКБ «Спурт»

Поддержка государства поможет пройти через оферту

Ключевой фактор кредитного риска банка - резкий отток клиентских средств осенью 2008 года, который заметно ослабил платежеспособность банка. Однако при участии государства ликвидная позиция банка была восстановлена, и мы полагаем, что у держателей рублевого выпуска Спурта есть хорошие шансы на возврат своих средств. В случае возникновения новых проблем, социальная значимость банка в масштабах региона также позволяет надеяться на поддержку банка со стороны АСВ и местных властей.

Финансовые результаты Банка Спурт по РСБУ

Период	Совокупные активы, руб млн	Депозиты физ лиц руб млн	Изм %	Депозиты юр лиц руб млн	Изм %	Ликвидные активы руб млн	Изм %
01.09.08	10,070	1,956	--	2,807	-	676	-
01.10.08	9,882	1,849	-5,5%	2,800	-0,2%	411	-39,2%
01.11.08	10,219	1,420	-23,2%	2,121	-24,2%	1259	+206%

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Спурт - небольшой коммерческий банк в Татарстане

Спурт (Fitch В-) - небольшой коммерческий банк в Республике Татарстан. Акционерами банка являются менеджмент (40%), ЕБРР (28%) Нижнекамскнефтехим и его менеджмент (25%) и Газпромбанк (3%). Бизнес-модель Спурта изначально была сфокусирована на обслуживании узкого круга корпоративных клиентов, однако, начиная с 2005 года, банк начал развивать кредитование розничных клиентов, а также малого и среднего бизнеса. Тем не менее, до настоящего времени баланс банка (как в активной, так и пассивной части) демонстрирует достаточно высокую степень концентрации с ограниченным кругом корпоративных клиентов.

Отток средств мог привести к весьма негативным последствиям...

Ввиду специфики нашего обзора, мы не будем детально рассматривать кредитные характеристики Банка Спурт, а остановимся лишь на оценке краткосрочной ликвидности банка и его способности выполнить обязательства перед держателями рублевых облигаций. В сентябре-октябре 2008 года на волне общего недоверия к банковскому сектору, Спурт столкнулся с серьезным оттоком клиентских средств – порядка 1.2 млрд руб., что составляет около четверти клиентских пассивов согласно отчетности по РСБУ. Отток средств физических лиц составил более 27%, а средства корпоративных клиентов уменьшились на 24.5%. В результате, банк столкнулся с острой нехваткой ликвидности, что могло привести к очень серьезным негативным последствиям.

...если бы не поддержка со стороны ЦБ

Спасательным кругом для банка послужила поддержка со стороны Центрального банка, который в конце октября предоставил Спурту беззалоговый кредит объемом 1.4 млрд руб, что с лихвой компенсировало отток клиентских средств. Также порядка 400 млн руб были предоставлены регулятором банку под залог неких активов (вероятно, части кредитного портфеля). В результате ликвидность банка заметно улучшилась по состоянию на 1 ноября (1.2 млрд руб), и ввиду того, что основная волна панических изъятий средств из банковского сектора прекратилась, мы полагаем, что на настоящий момент Спурт обладает достаточным запасом ликвидности и вполне способен полностью выкупить выпуск рублевых облигаций.

Социальная значимость банка позволяет его кредиторам надеяться на оперативное вмешательство властей

Стоит отметить, что даже после существенного оттока, по состоянию на 1 ноября объем средств физических лиц в банке по-прежнему превышает 1 млрд руб. Этот факт позволяет отнести Спурт к категории социально значимых и подлежащих оздоровлению финансовых институтов согласно классификации Агентства по страхованию вкладов. Таким образом, даже в случае возникновения у банка новых проблем с ликвидностью, кредиторам Спурта вполне можно надеяться на оперативное вмешательство властей, что является дополнительным фактором комфорта.

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.