

Обзор долгового и денежного рынков

Бодрин Юрий research@sviaz-bank.ru
Тарасов Олег CR@sviaz-bank.ru

СОДЕРЖАНИЕ

| | |
|--|--|
| Обзор рынков | Бодрин Юрий |
| Комментарий по внешнему рынку | 2 |
| Комментарий по денежному рынку | 5 |
| Комментарий по рынку внутренних долгов | 7 |
| Кредитный комментарий | Свиридов Станислав и Тарасов Олег |
| МРК: сравнительный анализ по итогам 1Q09 (РСБУ) | 9 |
| ВБД планирует вторичное размещение выкупленных бондов | 10 |
| Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства | 13 |

ОСНОВНЫЕ НОВОСТИ НЕДЕЛИ

- Банк России проведет 28 мая аукцион по размещению ОБР-9 на сумму 5 млрд. рублей.
- Минфин проведет 27 мая размещение допвыпуска ОФЗ 25064 на 6 млрд. рублей.
- Банк России проведет 25 и 26 мая беззалоговые кредитные аукционы на суммы до 50 млрд. и 20 млрд. рублей.
- «ВМК-ФИНАНС» начнет 27 мая размещение облигаций серии 01 на 1 млрд. рублей.
- РЖД начнет 28 мая размещение облигаций серии 12 на 15 млрд. рублей.
- Денежная база в РФ в узком определении за период с 12 по 18 мая возросла на 23,5 млрд. рублей до 3,8717 трлн. рублей.
- Fitch присвоило АК АЛРОСА рейтинги «В», поместило рейтинги в список Rating Watch «Негативный».
- ВТБ 24 установил ставку 3 – 4-го купонов по облигациям серии 03 в размере 10,5 % годовых.
- ММВБ с 22 мая допускает к торгам в списке «А1» облигации Москвы серии 45 и 50.
- «Разгуляй-Финанс» установил ставку 3 – 6 купонов по облигациям серии 04 в размере 17 % годовых.
- Инфляция в России за период с 13 по 18 мая 2009 г. составила 0,1 %, с начала месяца – 0,4 %, с начала года – 6,6 % - Росстат.
- ТГК-4 установила ставку 5 – 6-го купонов по облигациям серии 01 в размере 7,6 % годовых.
- Минфин разместил ОФЗ-ПД серии 25064 на 3 млрд. рублей, средневзвешенная доходность 12,3% годовых.

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

Денежный рынок

| Показатель | Посл. | Пред. | Нач. мес. | Нач. года |
|------------------|----------|----------|-----------|-----------|
| Курс ЦБ USD/RUR | 31.1998 | 31.4586 | 32.9740 | 29.3916 |
| Курс ЦБ EUR/RUR | 43.4644 | 43.3562 | 43.9939 | 41.4275 |
| Курс EUR/USD | 1.3931 | 1.3782 | 1.3342 | 1.4095 |
| Ставка Fed Funds | 0 – 0.25 | 0 – 0.25 | 0 – 0.25 | 0 – 0.25 |
| Ставка ЕЦБ | 1.00 | 1.00 | 1.25 | 2.50 |

Остатки на кор/сч ЦБ (млрд. рублей)

| | Посл. | Пред. | Нач. мес. | Нач. года |
|-----------------|-------|-------|-----------|-----------|
| По России | 396.7 | 420.8 | 470.6 | 1 026.9 |
| По Москве | 255.2 | 270.8 | 333.7 | 802.7 |
| Депозиты банков | 447.7 | 439.1 | 159.6 | 136.6 |

Межбанковский рынок и мировые индикаторы

| Показатель | Посл. | Пред. | Нач. мес. | Нач. Года |
|------------------|--------|--------|-----------|-----------|
| Mosprime 6m | 14.10 | 14.15 | 17.58 | 22.67 |
| Mibor – 1 день | 8.26 | 8.36 | 10.09 | 10.55 |
| Libor 6m USD | 1.2013 | 1.1700 | 1.5650 | 1.7525 |
| Индекс EMBI+ | 433.79 | 434.42 | 419.72 | 665 |
| Индекс EMBI+ Rus | 478.15 | 479.48 | 454.94 | 719 |

Долговые рынки

| Показатель | Посл. | Пред. | Нач. Мес. | Нач. Года |
|------------|-------|-------|-----------|-----------|
| 10Y UST | 3.45 | 3.35 | 3.15 | 2.49 |
| Rus'30 | 7.54 | 7.51 | 8.03 | 10.05 |
| Москва 39 | 9.63 | 9.62 | 15.58 | 8.80 |
| Газпром А6 | 8.78 | 8.25 | 9.00 | 10.27 |
| ОФЗ 46018 | 11.34 | 10.74 | 10.55 | 8.54 |

Товарные и фондовые рынки

| Показатель | Посл. | Пред. | Нач. мес. | Нач. года |
|---------------------|---------|---------|-----------|-----------|
| Индекс Dow Jones | 8277.32 | 8292.13 | 8212.41 | 9034.69 |
| Индекс РТС | 1013.37 | 1001.36 | 832.87 | 626.85 |
| Brent Crude (ICE) | 60.63 | 59.82 | 52.65 | 47.04 |
| Light Sweet (NYMEX) | 61.55 | 61.05 | 53.20 | 46.34 |
| Gold | 958.5 | 950.8 | 887.6 | 878.8 |

Комментарий по внешнему рынку

US Treasuries

Началась минувшая неделя для рынка американских казначейских обязательств неоднозначно. В первой половине дня UST дорожали, продолжая, таким образом, динамику предыдущей недели. Рост котировок государственных бумаг можно было обусловить появлением интереса со стороны инвесторов к относительно безрисковым инструментам в связи с неопределенностью в отношении дальнейшего развития событий в экономике США. Кроме того, в качестве дополнительного позитива, способствовавшего росту цен на трейжера, выделить стоит наконец «притормозившую» ФРС США. Первичных размещений US Treasuries не было уже две недели.

Однако ближе к вечеру ситуация координальным образом изменилась. На заявлениях министра финансов США Тимоти Гейтнера о стабилизации американской экономики фондовые индексы начали демонстрировать позитивную динамику. В то же время казначейские обязательства развернулись и по итогам дня закрылись в «красной» области. Индикативный выпуск US Treasuries 10, например, завершил торговую сессию понедельника с доходностью порядка 3,22 % годовых против 3,10 % годовых сессией ранее.

На следующий день торги безрисковыми активами проходили по тому же сценарию. Первоначально доходности трейжерей росли на ожиданиях лучших статистических отчетов по строительству домов в апреле. Однако статистические данные по США вышли хуже ожиданий. **Число начатых строителей домов (и разрешений) в апреле** обновили свои антирекорды. Всего было **начато строительство 458 тыс. домов (-12,8 %) и получено 494 тыс. разрешений**. Данные за март по строительству были немного скорректированы – с 510 тыс. до 525 тыс.

Главной причиной падения строительства стал обвал в секторе многоквартирных домов с 167 тыс. до 90 тыс. (-46 %). Дома на одну семью показали рост на 10 тыс. до 368 тыс. Вообще многоквартирные дома – показатель достаточно волатильный и раньше уже преподносил подобные сюрпризы. Больше радует уже 4 месяца стабилизации примерно на одних уровнях строительства домов на одну семью. Картина с разрешениями схожа – здесь также достаточно существенное снижение по многоквартирным домам. По домам на одну семью также наметилась стабилизация.

В годовом выражении сокращение числа строителей и полученных разрешений в секторе домов на одну семью составляет примерно 70% и пока что улучшения здесь не видно. Чего не скажешь о домах на одну семью – если не случится новых потрясений, летом мы можем сформировать «дно». Ранее на неделе вышел индекс настроений в секторе строительства от NAWB/Wells Fargo. Здесь вновь рост, но уровни индекса все равно соответствуют уровням жесткой депрессии.

На этом фоне котировки US Treasuries немного скорректировались после снижения, после чего стали колебаться на ценовых уровнях близких к уровням закрытия понедельника.

В среду был опубликован протокол заседания Комитета по открытым рынкам ФРС США, прошедший 29 апреля. Заявления оказались крайне неутешительными. В сторону ухудшения был пересмотрен прогноз по развитию экономики США в 2009 году. Выделить стоит пересмотр ожиданий сокращения ВВП в текущем году. Текущий диапазон снижения установлен в размере 1,3 – 2 % против 0,5 – 1,3 % - предыдущая оценка. Также в худшую сторону были пересмотрены данные по безработице в США. Прежний прогноз – 8,8 – 9 %. Текущий прогноз – 9,2 – 9,6 %.

При этом несмотря на столь негативные прогнозы рост котировок UST можно было оценить как довольно скромный. По итогам торговой сессии индикативный выпуск US Treasuries 10 потерял всего 4 б.п. в доходности (по сравнению с закрытием предыдущего дня), которая в итоге составила порядка 3,20 % годовых. И это несмотря на то, что ФРС США продолжила выкуп трейжерей и скупала ценные бумаги с погашением с 2016 года по 2019 год на 7,7 млрд. долларов США.

В четверг главным событием, повлиявшим на ухудшение настроений у участников рынка, стало решение агентства S&P о пересмотре прогноза по рейтингу Великобритании со «Стабильного» на «Негативный». На этом фоне можно было наблюдать как повсеместное снижение фондовых индексов, так и падение котировок на рынке безрисковых активов.

Не смогла поддержать UST ФРС США, осуществившая очередной выкуп трейжерей объемом 7,398 млрд. долларов США с погашением с сентября 2013 года по февраль 2016 года. Примечательным

фактом является то, что объем предложения US Treasuries приравнялся к 45 – 46 млрд. долларов США. При этом большую часть продавцов составляли нерезиденты.

В то же время подлил масла в огонь регулятор опубликованием очередного плана по размещению на текущей неделе новых государственных обязательств на сумму 162 млрд. долларов США.

Таким образом, индикативный выпуск US Treasuries 10 на момент закрытия торговой сессии прибавил в доходности порядка 15 б.п. по сравнению с закрытием предыдущего рабочего дня. Эффективная доходность выпуска к погашению составила 3,35 % годовых.

Также 21 мая были опубликованы очередные статистические данные, оказавшие на рынки нейтральное влияние.

Индекс опережающих индикаторов впервые с прошлого июня показал существенный рост.

Фактически полученные +1 % стали приятным сюрпризом при прогнозе всего в +0,8 %. Причины роста были ожидаемы – это двухмесячное ралли на фондовых рынках, рост потребительских ожиданий, спрэды процентных ставок. Индекс совпадения продолжил снижаться, подтверждая продолжения рецессии. Отношение совпадающего индекса к запаздывающему также как и сам LEI впервые за долгие месяцы показал позитивные изменения. Один месяц серьезного увеличения – не повод расслабляться. Но это – еще один признак разворота. Хотя если отталкиваться только от опережающих индикаторов – стоит подождать продолжения тенденции.

Итак, рынок акций, серьезно снизившийся в прошлом году и показавший неплохое ралли за последние пару месяцев, раньше висел тяжелым грузом на сводном индексе. Теперь ситуация изменилась, но возникает вопрос – как долго такое положение вещей будет сохраняться. Рынок выглядит перекупленным, а если оглянуться назад и посмотреть, на чем он рос, то никаких ощущений, кроме несказанного удивления у меня не возникает.

Потребители постепенно отходят от состояния полной подавленности, но рано говорить о росте оптимизма или их активности.

Но не все так уж хорошо. Рынок труда и спад в промпроизводстве продолжают оказывать давление на индекс.

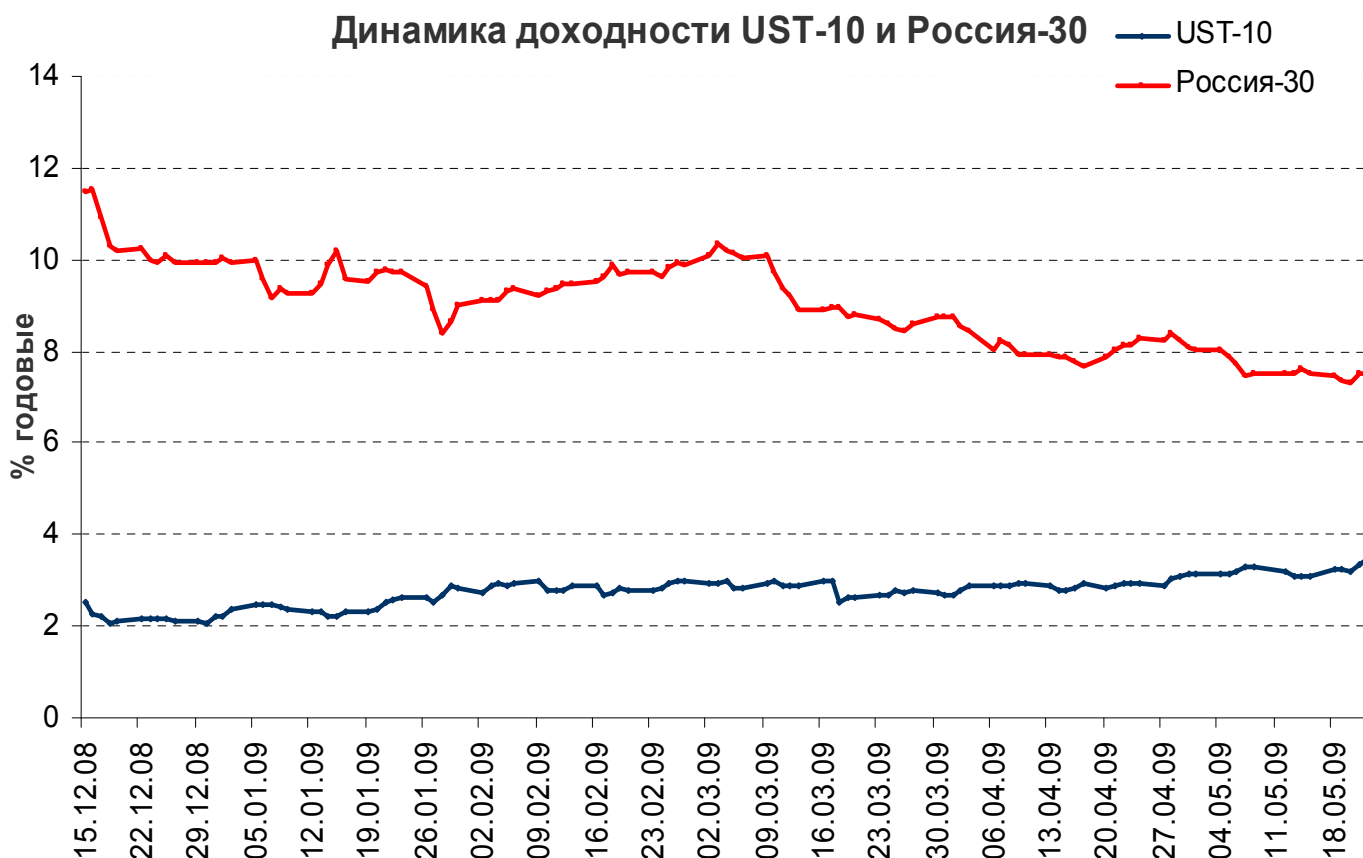
В последний торговый день недели рост доходности UST продолжился. Причины всё те же – ожидание аукционов по размещению казначейских облигаций США.

Еврооблигации

Вплоть до среды российские еврооблигации поднимались в цене на фоне оптимистичного настроения участников рынка. Покупки в сегменте emerging markets осуществлялись в сопровождении подрастающей нефти и укрепляющейся национальной валюты. При этом стоит отметить, что рост котировок был не столь агрессивен как прежде. При достижении индикативным суверенным выпуском Россия – 30 ценового уровня в 102 % от номинала стала прослеживаться некоторая консолидация. В принципе данное явление не стало неожиданностью, учитывая то, что ценовые уровни, достигнутые евробондами, довольно высокие.

В четверг рынок еврооблигаций не смог проигнорировать глобальную стену негатива, обрушившуюся с внешних рынков. В результате чего начались активные продажи индикативного суверенного выпуска Россия – 30. На фоне понижения прогноза по рейтингу Великобритании до «Негативного» выпуск Россия – 30 на момент закрытия торговой сессии потерял 1 п.п., закрывшись на уровне 100,6521 – 100,75 % от номинала.

В пятницу в сопровождении относительно низкой торговой активности еврооблигации продолжили дешеветь. Ценовые изменения в корпоративном сегменте рынка евробондов сопровождалось расширением спрэдов между bid и offer в стакане. Спрэд индекса EMBI+ Russia в пятницу составил 478,15 б.п. CDS 5Y Россия – 292 б.п.



Комментарий по денежному рынку

Денежно-кредитный рынок

В первый рабочий день недели в финансовой системе чувствовалась некоторая нехватка свободной рублевой ликвидности. Ставки МБК на денежно-кредитном рынке можно было наблюдать на уровне выше 9 % годовых. Росли объемы операций прямого РЕПО с ЦБ РФ. Суммарно за два аукциона кредитным организациям удалось привлечь чуть больше 31 млрд. рублей против 13 млрд. рублей днем ранее.

В то же время в понедельник прошел очередной беззалоговый аукцион Банка России. Предложение составило 50 млрд. рублей сроком на 5 недель. При этом общий объем спроса составил всего лишь 32,1 млрд. рублей, в результате чего все выставленные заявки были удовлетворены регулятором. Ставка отсечения была на минимальном уровне – 14,25 % годовых. Средневзвешенная ставка составила 15,76 % годовых.

Результаты данного аукциона мы оцениваем положительно. Низкий спрос на рублевые ресурсы Банка России в период налоговых выплат и в период возврата банками привлеченных ранее беззалоговых кредитов обратно в ЦБ РФ вселяют веру в то, что значительного дефицита ликвидности в банковской системе в ближайшем будущем ожидать не стоит.

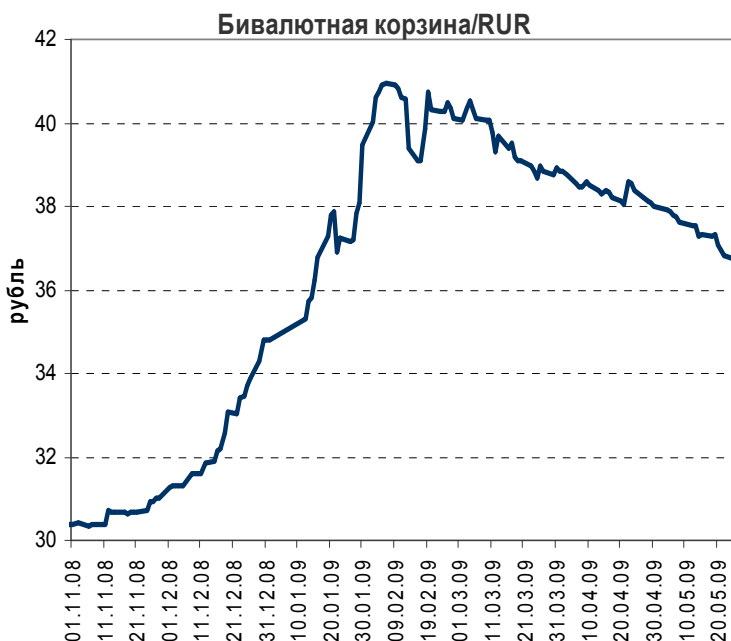
Уже во вторник конъюнктура денежно-кредитного рынка заметно улучшилась. В течение дня ставки МБК сползли с 9 % годовых до 6 – 7 % годовых. Данный уровень ставок можно было наблюдать в течение всей недели. Выплаты же НДС за I квартал 2009 г., а также выплаты банками беззалоговых кредитов ЦБ РФ проходили за счет средств, полученных от продажи иностранной валюты, а также за счет ресурсов, привлеченных на беззалоговом аукционе ЦБ РФ и на аукционе МИНФИНа.

Ожидать значительных изменений в конъюнктуре денежно-кредитного рынка на текущей неделе, на наш взгляд, не стоит. Стабильность ставок рынка МБК, скорее всего, будет поддерживаться в основном за счет последующих валютных продаж.

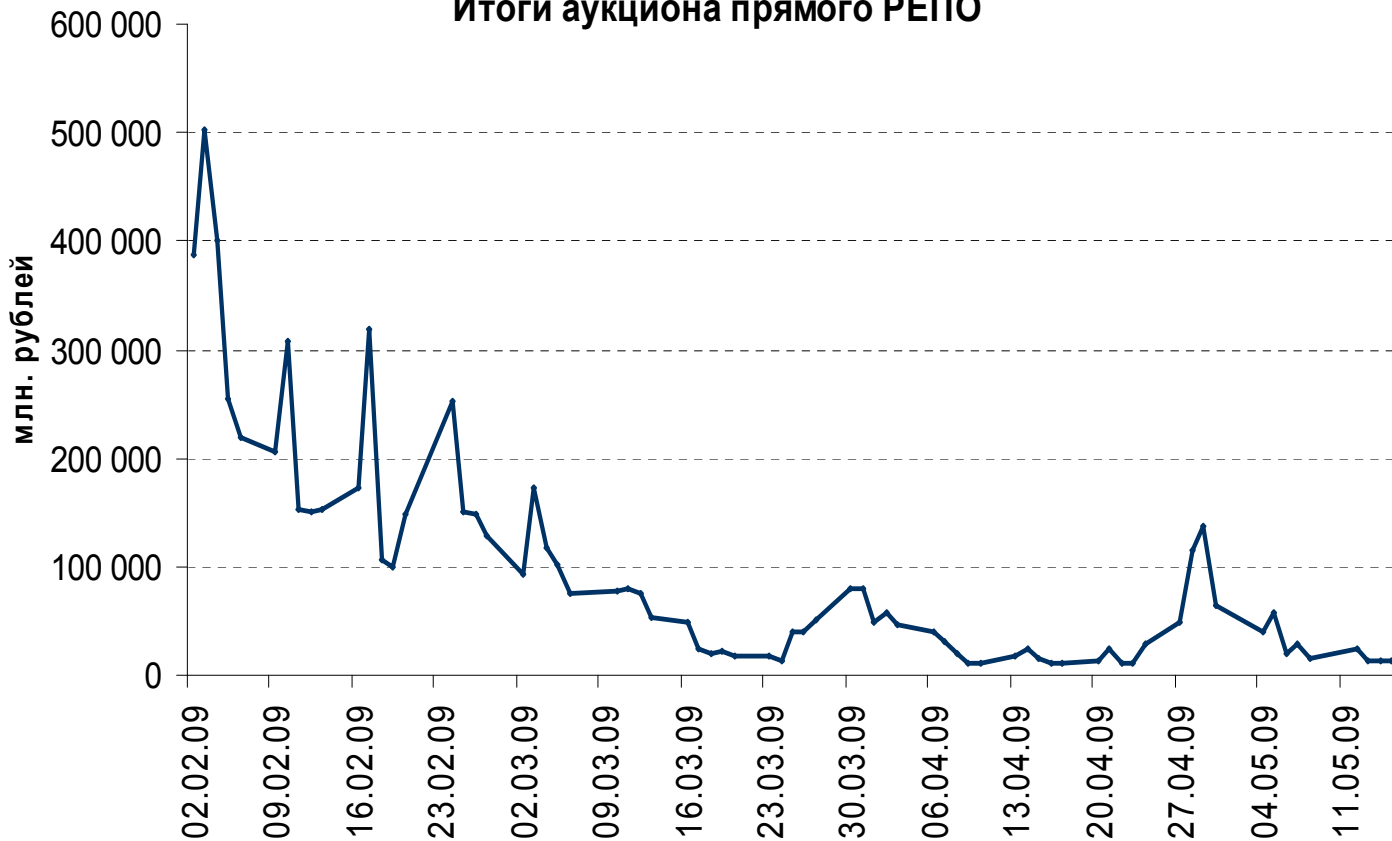
Валютный рынок

В течение всей недели рубль укреплялся по отношению к бивалютной корзине (0,55 доллар США и 0,45 евро) и к доллару США. В качестве основных факторов, способствовавших курсовому росту национальной валюты выделить стоит: растущие цены на нефть, положительную динамику фондовых индексов, а также высокий спрос на рублевую ликвидность в связи с наступлением периода налоговых выплат. Таким образом, за неделю корзина потеряла почти 60 копеек. При этом по нашим оценкам Банк России принимал активное участие в валютных торгах и за неделю купил порядка 10 млрд. долларов США.

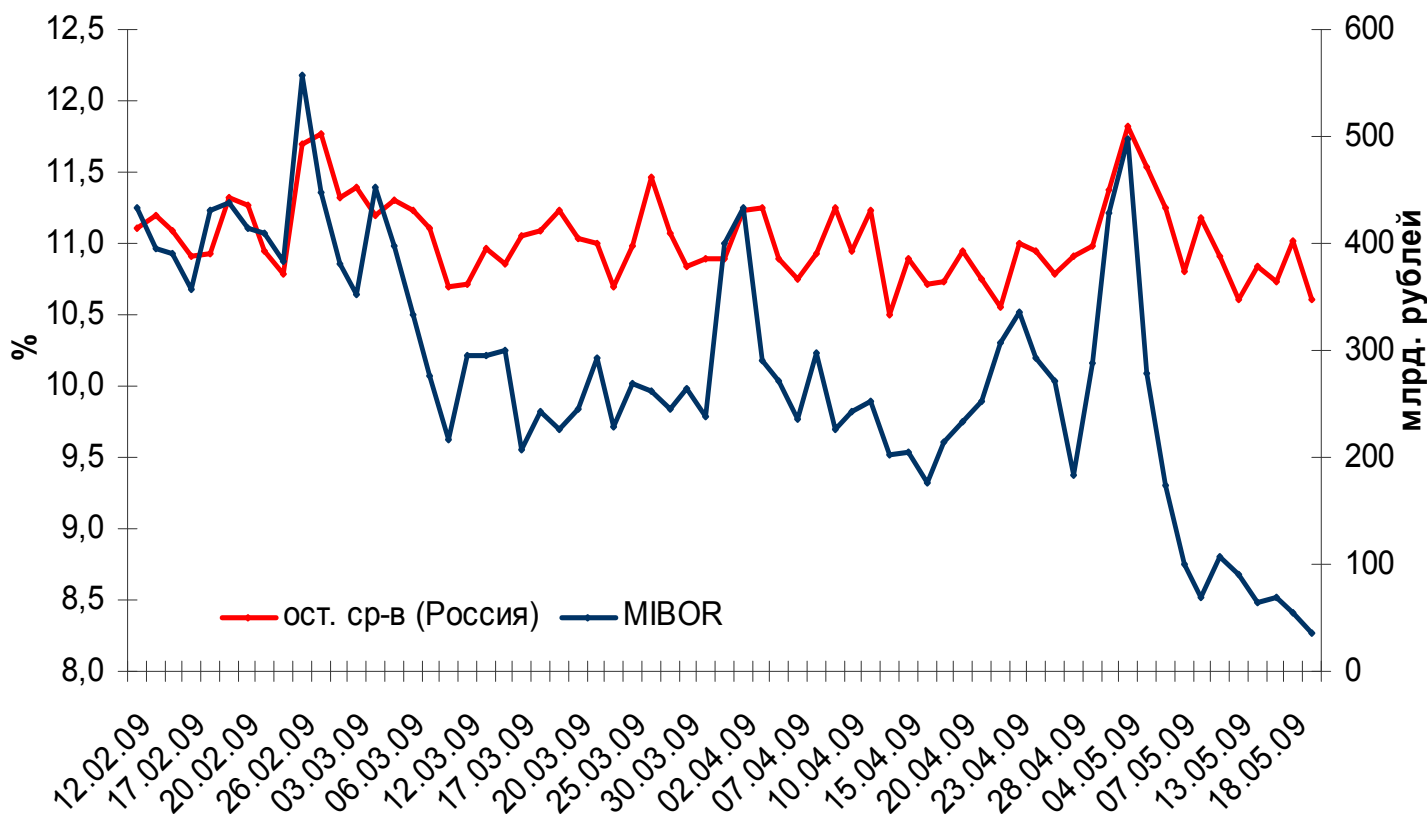
На текущей неделе ситуация на валютном рынке, скорее всего, сохранится без значительных изменений. Укрепление рубля по отношению к бивалютной корзине до конца месяца может продолжиться независимо от динамики цен на нефть. В качестве главного фактора, способствующего росту национальной валюты, выделить стоит высокую потребность участников рынка в рублевой ликвидности в период налоговых выплат.



Итоги аукциона прямого РЕПО



Остатки средств на корсчетах банков (Россия) и MIBOR



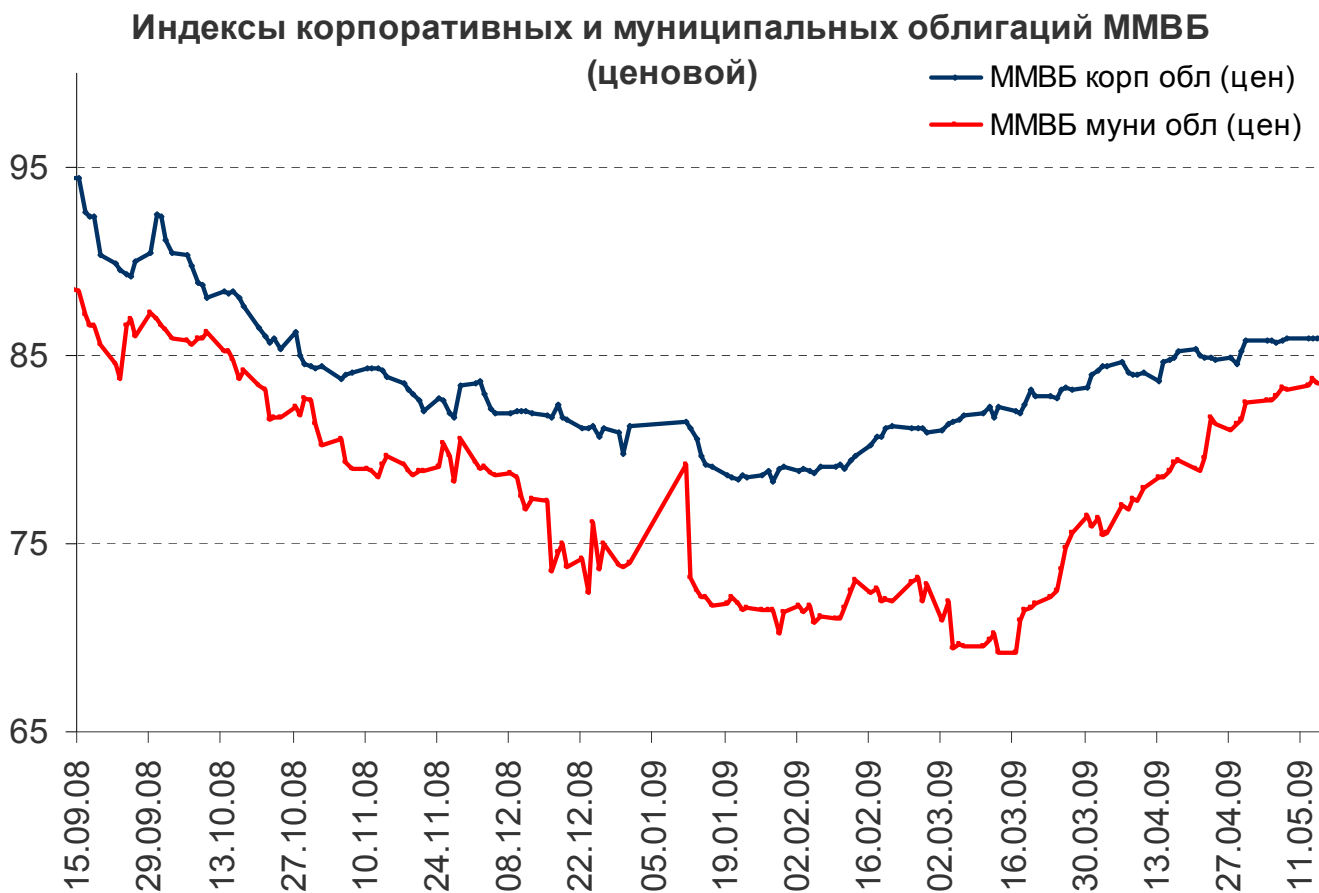
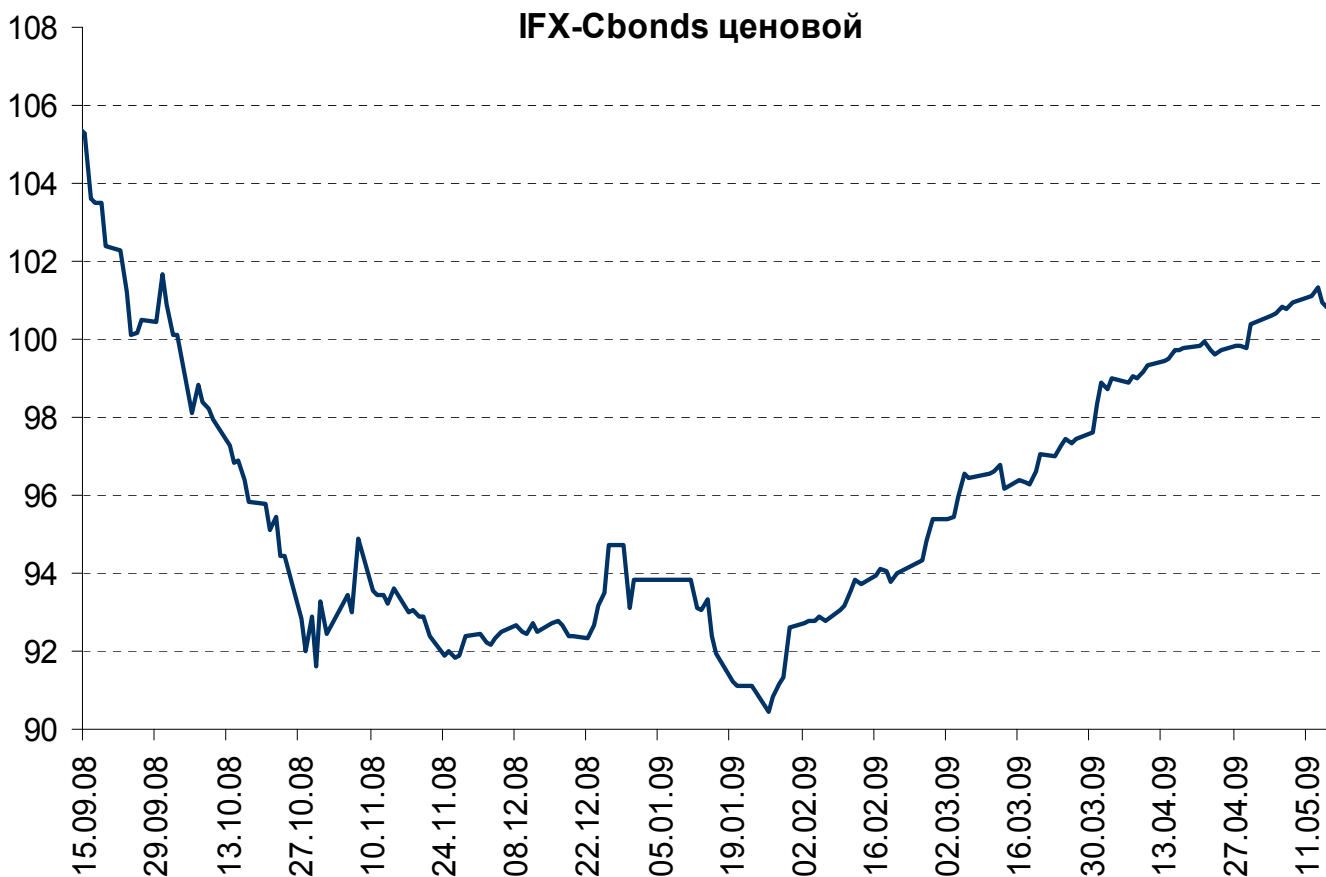
Комментарий по рынку внутренних долгов

Рынок рублевых облигаций

Единой динамики котировок в первые рабочие дни недели на внутреннем долговом рынке не сложилось. С одной стороны дешевели наиболее ликвидные бумаги, продемонстрировавшие в предыдущие дни довольно неплохой рост. Инвесторы фиксировали прибыль в обязательствах Газпром нефти, в отдельных выпусках Москвы и др. В то же время тенденцию лучше рынка сохраняли облигации второго эшелона. При этом стоит отметить, что торговая активность была довольно низкая. Как ни странно, основные сделки заключались в сегменте РЕПО, что отчасти можно было оправдать наступлением периода налоговых выплат, а также желанием инвесторов защитить свои лонги в условиях заканчивающегося месяца и неопределенного внешнего фона.

В целом торги на рынке рублевых облигаций в течение всей недели проходили вяло. В качестве одной из главных причин такого положения дел на вторичном рынке также можно выделить первичный рынок, объем предложения новых облигаций на котором довольно сильно и быстро возрос. И это, в свою очередь, означает, что при размещении новых обязательств можно рассчитывать на неплохую премию к рынку. Таким образом, вторичка становится просто неинтересной.

На текущей неделе конъюнктура рынка рублевых бондов вряд ли претерпит значительные изменения. Публичные обязательства, скорее всего, как и прежде будут демонстрировать стойкость против любого негатива. А за день – за два до конца месяца можно ожидать некоторый рост котировок по всему спектру облигаций, что, в свою очередь, будет обусловлено желанием участников рынка получить положительную переоценку по своим «бумажным» портфелям.



Кредитный комментарий

МРК: сравнительный анализ по итогам 1Q09 (РСБУ)

| | | | | | | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1Q09, bln RUR | ВТК | ДСВ | СЗТ | СТК | УРСИ | ЦТК | ЮТК |
| Sales (trailing 12m) | 26,6 | 12,6 | 24,9 | 27,8 | 40,7 | 34,3 | 21,1 |
| EBITDA (trailing 12m) | 10,0 | 4,0 | 8,4 | 8,0 | 12,7 | 11,8 | 9,1 |
| Assets | 44,8 | 16,9 | 53,6 | 41,0 | 59,6 | 50,1 | 45,4 |
| Finance debt | 13,1 | 5,7 | 16,1 | 17,9 | 23,9 | 18,6 | 23,0 |
| 31.03.2009 | ВТК | ДСВ | СЗТ | СТК | УРСИ | ЦТК | ЮТК |
| EBITDA margin, % | 39,5% | 40,1% | 37,1% | 30,1% | 37,6% | 33,0% | 45,1% |
| Finance debt / EBITDA (trailing 12m), x | 1,4 | 1,3 | 2,0 | 2,2 | 1,9 | 1,5 | 2,7 |
| EBITDA / %, x | 5,7 | 10,2 | 8,3 | 4,2 | 5,3 | 7,0 | 3,8 |
| Short-term borrowings / Finance debt, % | 46,9% | 43,7% | 22,6% | 56,4% | 37,2% | 42,7% | 48,4% |
| Current ratio, x | 0,57 | 0,51 | 0,63 | 0,35 | 0,62 | 0,51 | 0,35 |
| Quick ratio, x | 0,24 | 0,02 | 0,03 | 0,08 | 0,25 | 0,06 | 0,14 |

Источник: ежеквартальные отчеты эмитентов ценных бумаг, расчеты Банка

* выручка компании на 31.03.2009 за последние 12 месяцев

** EBITDA компании на 31.03.2009 за последние 12 месяцев

В ближайшее время МРК начнут публиковать аудированную консолидированную отчетность по МСФО за 2008 год с расшифровками и комментариями, что позволит детально оценить кредитное качество каждой компании. Пока же можно сопоставить основные финансовые показатели МРК на основе РСБУ за первый квартал 2009 года.

У большинства МРК традиционно достаточно высокие показатели рентабельности – активное внедрение ШПД способствует росту доходов компаний, а программы оптимизации численности персонала сокращают удельные расходы. Способность компаний генерировать значительный денежный поток является одним из ключевых факторов устойчивости финансового положения в условиях ограниченной возможности по рефинансированию обязательств. Кроме того, МРК прошли пик инвестиционной программы, связанный с реализацией УУС – как следствие у всех МРК в 2009 году отмечается резкое снижение CAPEX.

За исключением ЮТК, долговая нагрузка у всех компаний находится сейчас на приемлемом уровне. Не должна настораживать высокая доля краткосрочных обязательств в общем объеме платного долга у СТК – во-первых, 20.05.09 компания погасила облигационный займ 07 серии на 2 млрд. рублей, во-вторых 18.05.09 СТК получил первый транш пятилетнего кредита СБ РФ на 1,4 млрд.рублей (из 3 млрд.руб.), в-третьих с июля по сентябрь компания планирует начать размещение биржевых облигаций на 4 млрд.рублей.

Помимо того что у ЮТК наибольшая долговая нагрузка среди МРК, у этой компании в 2009 году самый высокий объем исполнения обязательств по публичному долгу – компании предстоит оферта по CLN на 3,5 млрд.руб. и погашение двух облигационных займов на 8,5 млрд.руб – именно из-за рисков рефинансирования обязательств S&P поместила кредитный рейтинг ЮТК в список CreditWatch с негативным прогнозом. Впрочем, ЮТК объявило о планах по выпуску в 2009-2010 гг биржевых облигаций на 10 млрд.руб., а также ведет работу по открытию новых кредитных линий.

| Выпуск | объем, млрд.руб. | дата оферты / погашения |
|---|------------------|-------------------------|
| ВТК, 2 | 3,0 | 03.12.2009 |
| ВТК, 3 | 2,3 | 30.11.2010 |
| ВТК, 4 | 3,0 | 10.09.2009 |
| ВТК: исполнение обязательств в 2009 году | 6,0 | |
| ДСВ, 2 | 2,0 | 04.06.2010 |
| ДСВ, 3 | 1,5 | 03.06.2009 |
| ДСВ: исполнение обязательств в 2009 году | 1,5 | |
| СЗТ, 3 | 3,0 | 24.02.2011 |
| СЗТ, 4 | 2,0 | 08.12.2011 |
| СЗТ, 5 | 3,0 | 01.06.2010 |
| СЗТ: исполнение обязательств в 2009 году | 0,0 | |

| | | |
|--|-------------------|------------|
| СТК, CLN | 90 mln.USD | 24.10.2009 |
| СТК, 6 | 2,0 | 16.09.2010 |
| СТК, 8 | 2,0 | 18.02.2010 |
| СТК: исполнение обязательств в 2009 году | 90 mln.USD | |
| УРСИ, 6 | 2,0 | 23.11.2009 |
| УРСИ, 7 | 3,0 | 18.03.2010 |
| УРСИ, 8 | 2,0 | 12.04.2010 |
| УРСИ: исполнение обязательств в 2009 году | 2,0 | |
| ЦТК, CLN | 115 mln.USD | 02.11.2010 |
| ЦТК, 4 | 5,6 | 21.08.2009 |
| ЦТК, 5 | 3,0 | 30.08.2011 |
| ЦТК: исполнение обязательств в 2009 году | 5,6 | |
| ЮТК, CLN | 3,5 | 04.06.2009 |
| ЮТК, 3 | 3,5 | 10.10.2009 |
| ЮТК, 4 | 5,0 | 09.12.2009 |
| ЮТК, 5 | 2,0 | 04.06.2010 |
| ЮТК: исполнение обязательств в 2009 году | 12,0 | |

Источник: Cbonds

В целом, мы не ожидаем проблем у МРК с обслуживанием обязательств в 2009 году – генерируя значительный денежный поток, компании могут как погашать долги за счет собственных средств, так и рефинансировать обязательства в случае необходимости.

Станислав Свиридов
тел. 228 – 38 – 01 (доб. 31-92)

Вимм-Билль-Данн планирует вторичное размещение выкупленных бондов

В начале этого года компания «Вимм-Билль-Данн» отказалась от размещения облигаций четвертой и пятой серий общим объемом 6 млрд. руб. из-за неблагоприятной ситуации на рынке капитала. Теперь же, когда конъюнктура рынка несколько улучшилась, компания нашла способ, как быстро привлечь 3 млрд. руб. На этой неделе, 28 мая, «Вимм-Билль-Данн» планирует провести вторичное размещение облигаций 3-й серии, выкупленных ранее по оферте. Напомним, что третий выпуск облигаций компании «Вимм-Билль-Данн» на 5 млрд. руб. был размещен в марте 2008г., а год спустя компания выкупила по оферте 93% этого выпуска на 4,6 млрд. руб., при этом бумаги включены в ломбардный список ЦБ РФ и допущены к торгам в списке «А1» на ФБ ММВБ.

Стоит отметить, что текущая ставка полугодового купона по третьему облигационному выпуску компании «Вимм-Билль-Данн» установлена в 15% годовых, при этом организатор вторичного размещения данного выпуска на сегодняшний день ориентирует потенциальных инвесторов на доходность 16,0 -17,0 % при дюрации 15 месяцев (следующая оферта предусмотрена в сентябре 2010г.), что соответствует цене размещения 98,4 -99,4 % от номинала. Мы считаем, что «Вимм-Билль-Данн» вполне может рассчитывать на успешное вторичное размещение облигаций 3-й серии в плановом объеме в 3 млрд. руб. при установленном ориентире, однако, определенное давление на дальнейшие котировки данной бумаги может оказать наметившаяся в последнее время активность среди ряда эмитентов первого эшелона. Так, недавно разместившийся выпуск МТС-4 с годовым купоном в 16,75% и планируемое на этой неделе размещение облигаций РЖД-12 с ориентиром по купону в 15% -15,5% предполагают доходность бумаг крепкого второго эшелона на уровне около 17% годовых с дюрацией не более полутора лет.

Группа «Вимм-Билль-Данн» – ведущий производитель молочных продуктов, безалкогольных напитков и детского питания в России и странах СНГ. В настоящее время «Вимм-Билль-Данн» производит более 100 наименований напитков, более 900 видов молочной продукции и более 50 видов детского питания. Компания владеет брендами «Домик в деревне», NEO, «Веселый молочник», Imunele, Beauty, «33 коровы», «Чудо», J7, «Любимый сад», «100% Gold», Bio-Max и некоторыми другими, а также выпускает минеральную воду «Ессентуки» и детское питание «Агуша». Основными акционерами являются Гаврил Юшваев (19,61%), Давид Якобашвили (10,50%), Сергей Пластинин (5,45%), Danone (18,36%), 39,99% акций обращаются в виде ADR на NYSE.

Согласно последней опубликованной консолидированной отчетности ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания» за 4 кв. и в целом за 2008г. в соответствии с US GAAP, финансовые и операционные результаты деятельности компании в прошлом году можно охарактеризовать как нейтральные из-за снижения оборотов в ключевом сегменте «Молоко» и негативного влияния на отчетность девальвации рубля во второй половине 2008г.

В консолидированной отчетности ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты Питания», как и у многих отечественных компаний, ведущих финансовую отчетность в долларах США, по итогам 4 кв. 2008г. помимо общего снижения масштабов бизнеса из-за экономического кризиса, просматривается существенное замедление динамики финансовых показателей, как следствие девальвации рубля относительно американской валюты. Так, в 4 кв. 2008г. выручка компании снизилась на 7,4% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года и составила 629,4 млн. USD., а чистый убыток составил 7,9 млн. USD по сравнению с чистой прибылью в 4 кв. 2007г. в размере 34,4 млн. USD, что стало следствием неденежных расходов из-за курсовых разниц.

В целом по итогам 2008г. консолидированная выручка компании «Вимм-Билль-Данн» выросла на 15,8% по сравнению с аналогичным показателем предыдущего года и составила 2,8 млрд. USD, данное увеличение было преимущественно обусловлено ростом цен на молочную продукцию в прошлом году. При этом стоит отметить, что согласно данным руководства «Вимм-Билль-Данн», несмотря на снижение потребления молока в течение 2008г. в среднем на 5-7%, продажи компании в прошлом году в натуральном выражении немного увеличились за счет вхождения в новые регионы, где местные предприятия из-за кризиса были вынуждены сократить производство. С точки зрения структуры выручки компании «Вимм-Билль-Данн» 75% всех доходов, как и год ранее, приносит сегмент «Молоко», выручка от данного направления деятельности компании за 2008г. увеличилась на 13% и достигла 2,1 млрд. USD. Выручка компании «Вимм-Билль-Данн» от сегмента «Напитки» по итогам 2008г. составила 473,2 млн. USD, что на 14% выше аналогичного показателя предыдущего года. Однако, наибольший рост выручки показал сегмент «Детское питание», доходы от данного направления за отчетный год увеличились на 48% и достигли 254,5 млн. USD, что стало следствием повышения спроса на отечественное детское питание из-за резкого роста цен на популярную на данном рынке импортную продукцию.

| Динамика основных финансовых показателей компании «Вимм-Билль-Данн», млн. USD | | | | |
|--|------------------|------------------|-------------|-------------|
| Основные финансовые показатели | 4 кв 2007 | 4 кв 2008 | 2007 | 2008 |
| Выручка | 680 | 629 | 2 438 | 2 824 |
| ЕБИТДА | 71 | 78 | 301 | 361 |
| Операционная прибыль | 46 | 52 | 214 | 245 |
| Чистая прибыль (убыток) | 34 | -8 | 140 | 102 |
| Активы | - | - | 1 533 | 1 577 |
| Собственный капитал | - | - | 673 | 644 |
| Операционный денежный поток | - | - | 97 | 321 |
| Показатели рентабельности | | | | |
| Рентабельность ЕБИТДА, % | 10,4 | 12,4 | 12,3 | 12,8 |
| Операционная рентабельность, % | 6,8 | 8,2 | 8,8 | 8,7 |
| Рентабельность чистой прибыли, % | 5,1 | отриц. | 5,7 | 3,6 |
| Рентабельность активов, % | - | - | 9,1 | 6,5 |
| Показатели долговой нагрузки | | | | |
| Финансовый долг | - | - | 546 | 650 |
| долгосрочный, % | - | - | 26 | 64 |
| краткосрочный, % | - | - | 74 | 36 |
| Выручка/Финансовый долг, х | - | - | 4,5 | 4,3 |
| Финансовый долг/ ЕБИТДА, х | - | - | 1,8 | 1,8 |
| ЕБИТДА /Проценты к уплате, х | - | - | 8,6 | 8,1 |
| Финансовый долг/Активы | - | - | 0,36 | 0,41 |

Источник: данные ОАО «Вимм-Билль-Данн ПП», расчеты АКБ «Связь-Банк»

Также отмечаем разнонаправленную динамику основных показателей прибыли компании «Вимм-Билль-Данн» в 2008г. Так, показатель EBITDA вырос на 20% до 361 млн. USD, что также отразилось на увеличении рентабельности EBITDA по итогам 2008г. с 12,3% до 12,8%. Вместе с тем, из-за шестикратного роста в течение 2008г. финансовых расходов «Вимм-Билль-Данн», ввиду убытка от курсовых разниц, чистая прибыль компании по итогам отчетного года сократилась на 27% до 102 млн. USD, что привело к снижению показателя рентабельности по чистой прибыли до 3,6% с 5,7%. Вместе с тем, чистая прибыль компании, скорректированная на неденежные убытки от переоценки валютных кредитов, за 2008г. увеличилась на 27% до 146 млн. USD.

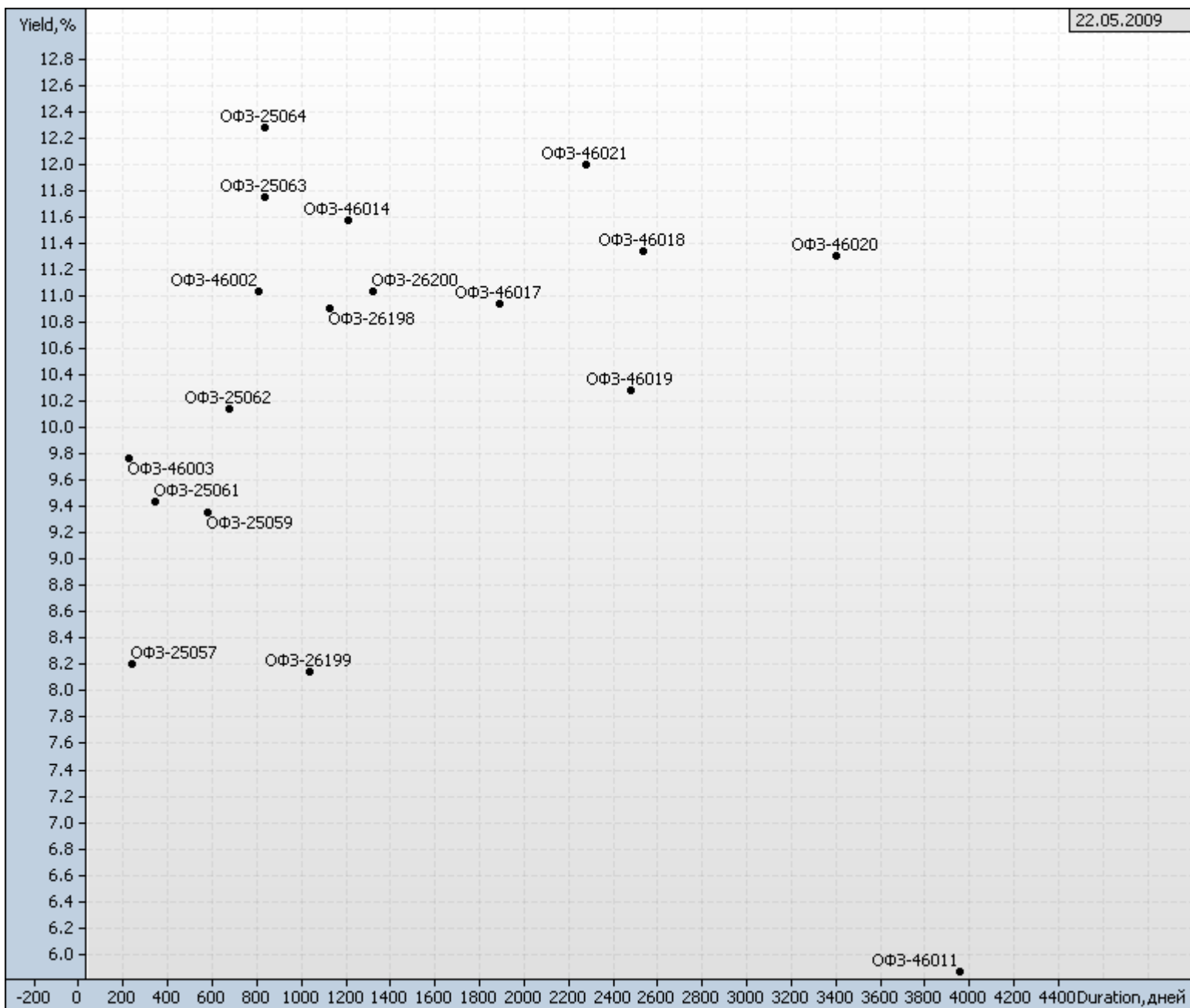
На конец 2008г. финансовый долг компании «Вимм-Билль-Данн» увеличился на 19% до 650 млн. USD, при этом уровень долговой нагрузки практически не изменился. Так, соотношение «Выручка/ Финансовый долг» по итогам отчетного года составило 4,3х (против 4,5х в 2007г.), а показатель «Финансовый долг/ EBITDA» остался на прежнем уровне в 1,8х. Также отмечаем значительное улучшение по итогам 2008г. временной структуры финансового долга компании «Вимм-Билль-Данн» в связи с увеличением доли долгосрочных обязательств компании в общем объеме долга с 26 до 64%. Учитывая внушительный объем накопленных на конец отчетного года денежных средств в сумме 277,3 млн. USD, а также величину свободного денежного потока в 2008г. в размере 135,8 млн. USD и сравнительно невысокий плановый уровень капитальных затрат в 2009г. в сумме не более 150 млн. USD (в 2008г. – 195,3 млн. USD), мы считаем, что в этом году у компании «Вимм-Билль-Данн» не должно возникнуть проблем с обслуживанием своих долговых обязательств, тем более что в ходе oferty в марте 2009г. компания уже выкупила за счет собственных средств 130 млн. USD облигаций третьей серии, часть которых теперь планирует разместить вторично.

Стоит отметить, что согласно заявлениям представителей организатора вторичного размещения 3-й серии облигаций «Вимм-Билль-Данн», средства в сумме 3 млрд. руб. будут направлены на реструктуризацию кредитного портфеля и на пополнение оборотных средств компании. Тем не менее, учитывая низкий уровень долговой нагрузки «Вимм-Билль-Данн» и достаточно уверенную позицию по текущей ликвидности, средства от вторичного размещения облигаций вполне могут быть направлены на покупку активов, в том числе M&A сделок, для дальнейшего развития основного для компании сегмента «Молоко» или высокомаржинального сегмента «Детское питание», в котором мы видим наибольшие перспективы роста для «Вимм-Билль-Данн» в 2009г.

*Тарасов Олег
тел. 228 – 38 – 01 (доб. 30-94)*

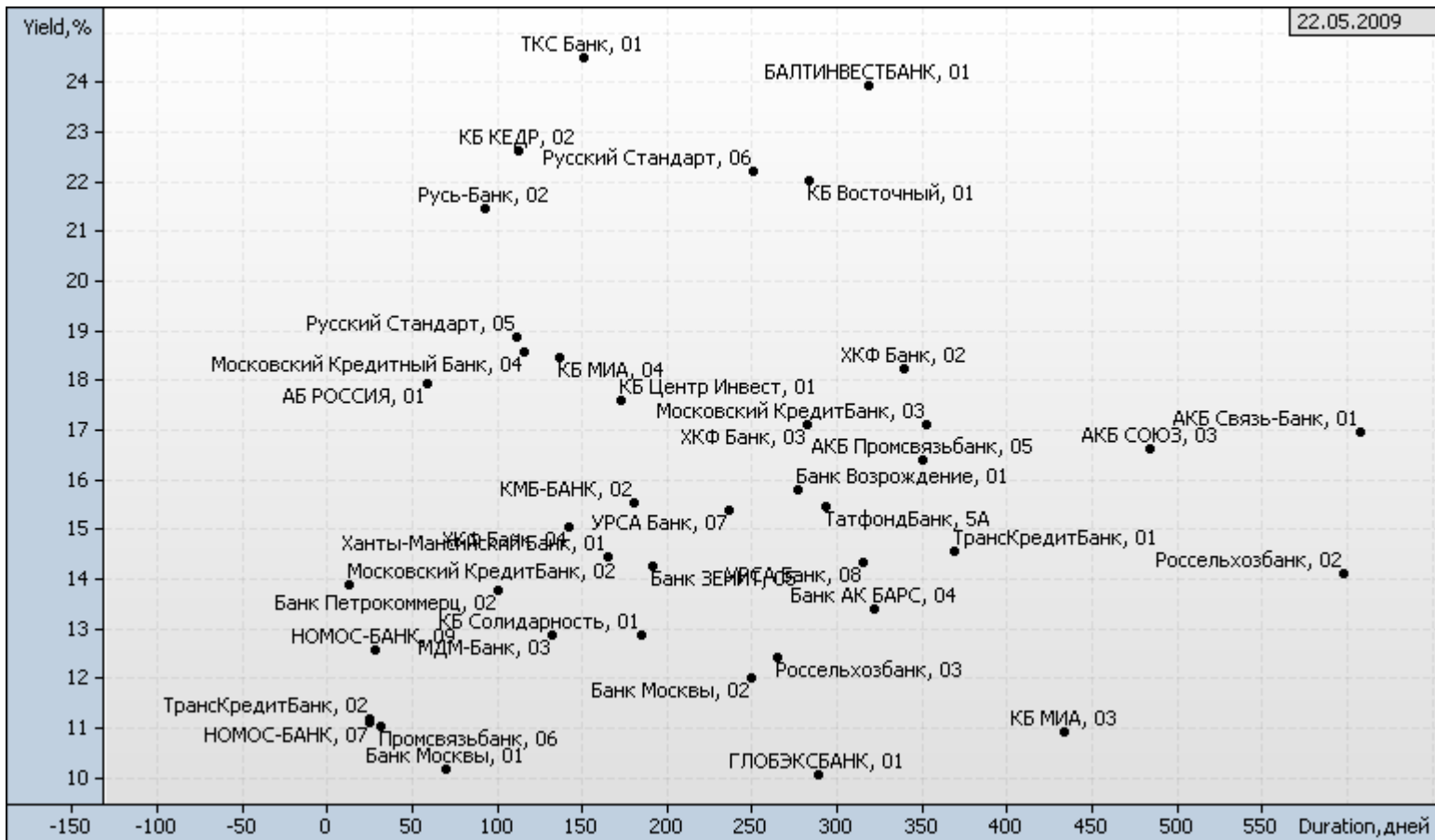
Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства.

ОФЗ

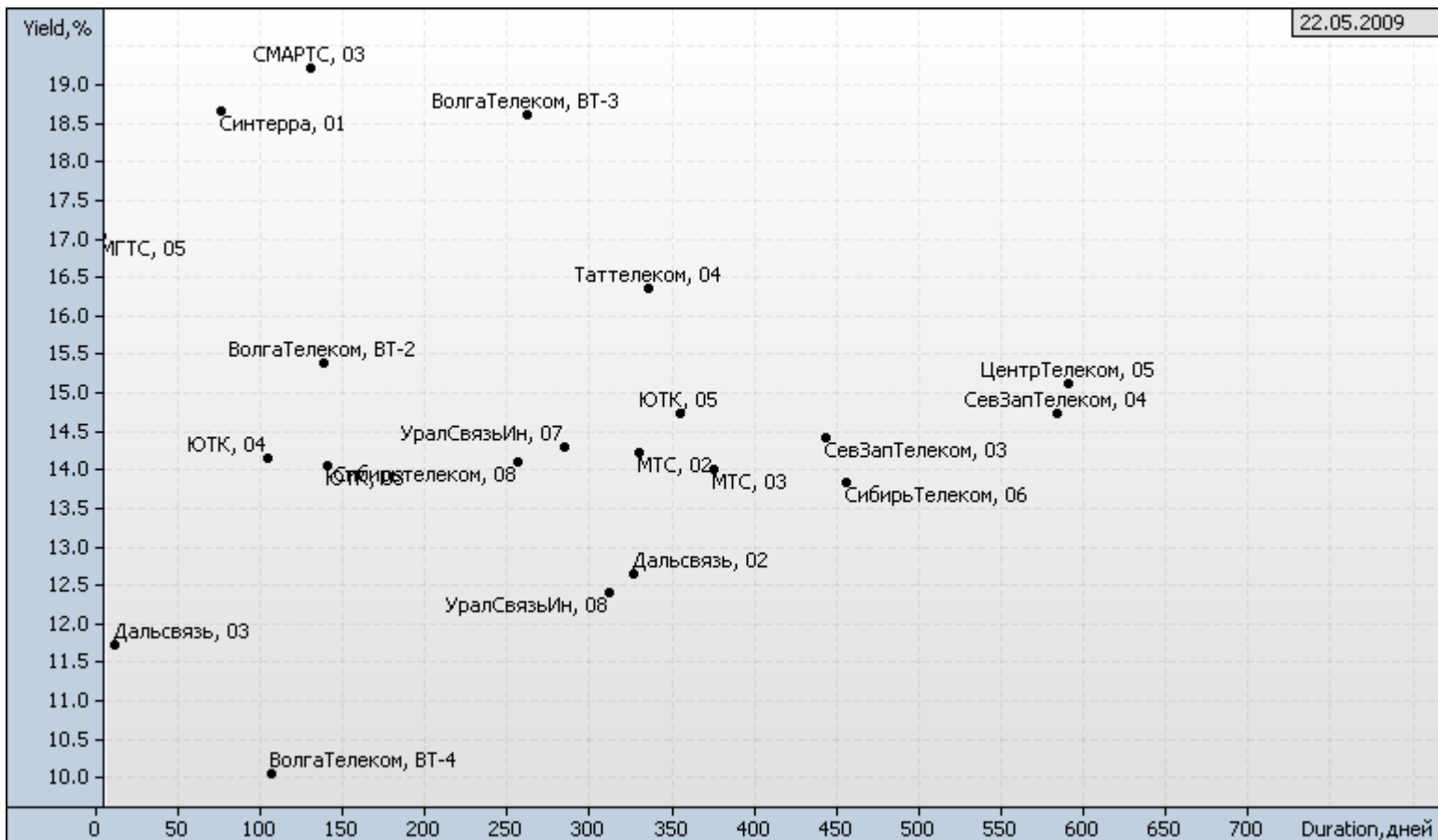


Источник: QuoteTotal 2

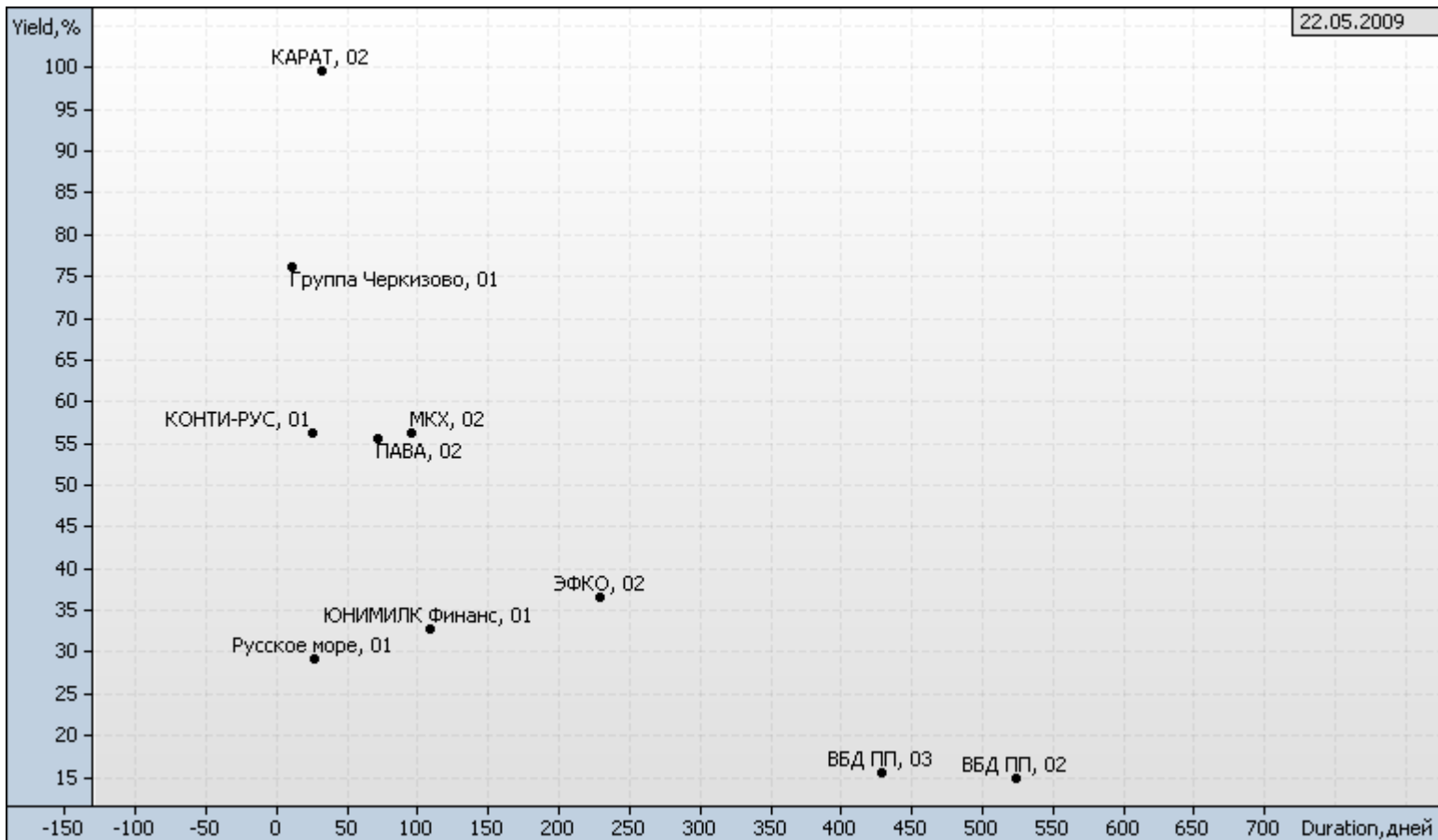
Банки



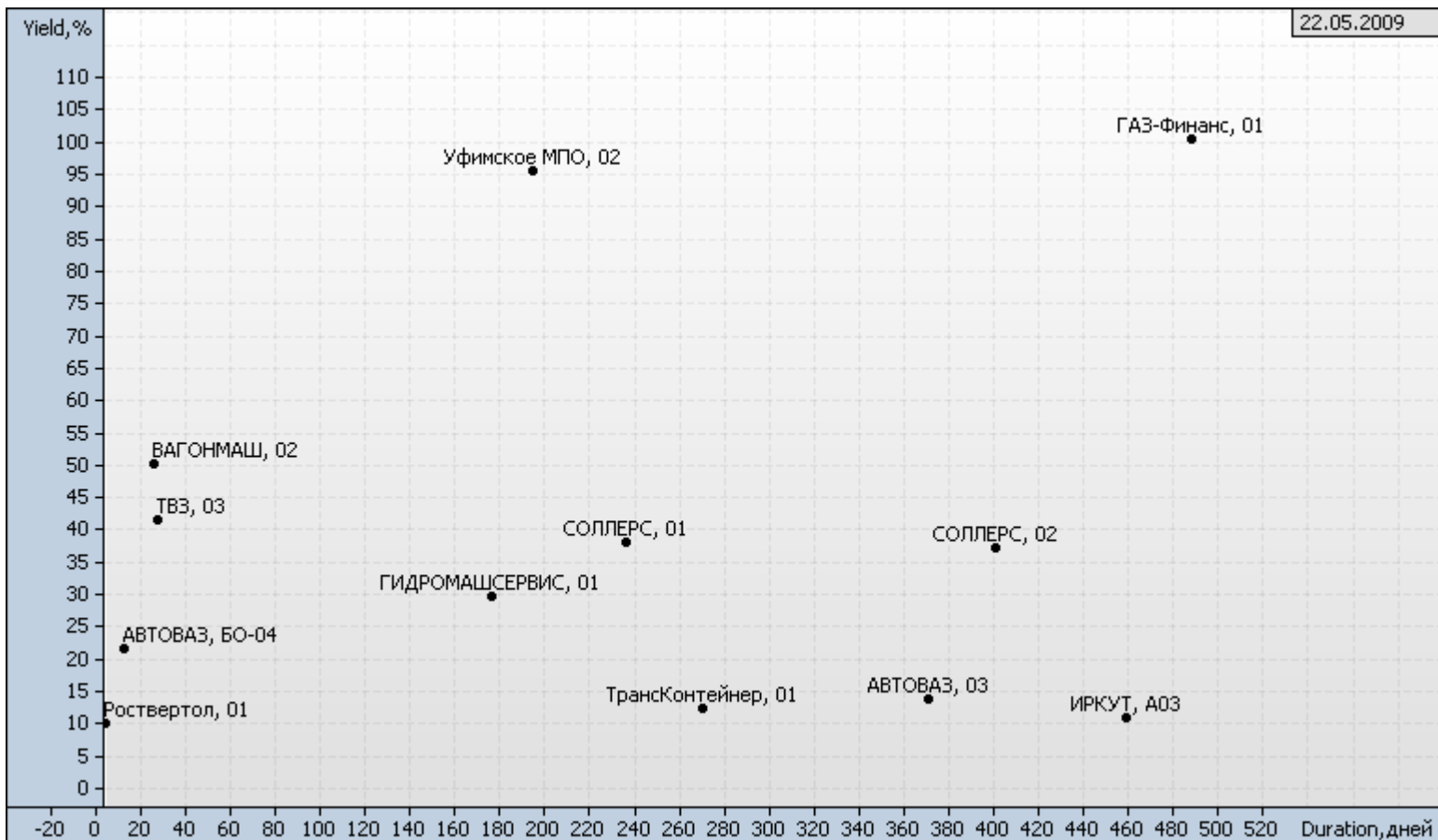
Телекомы



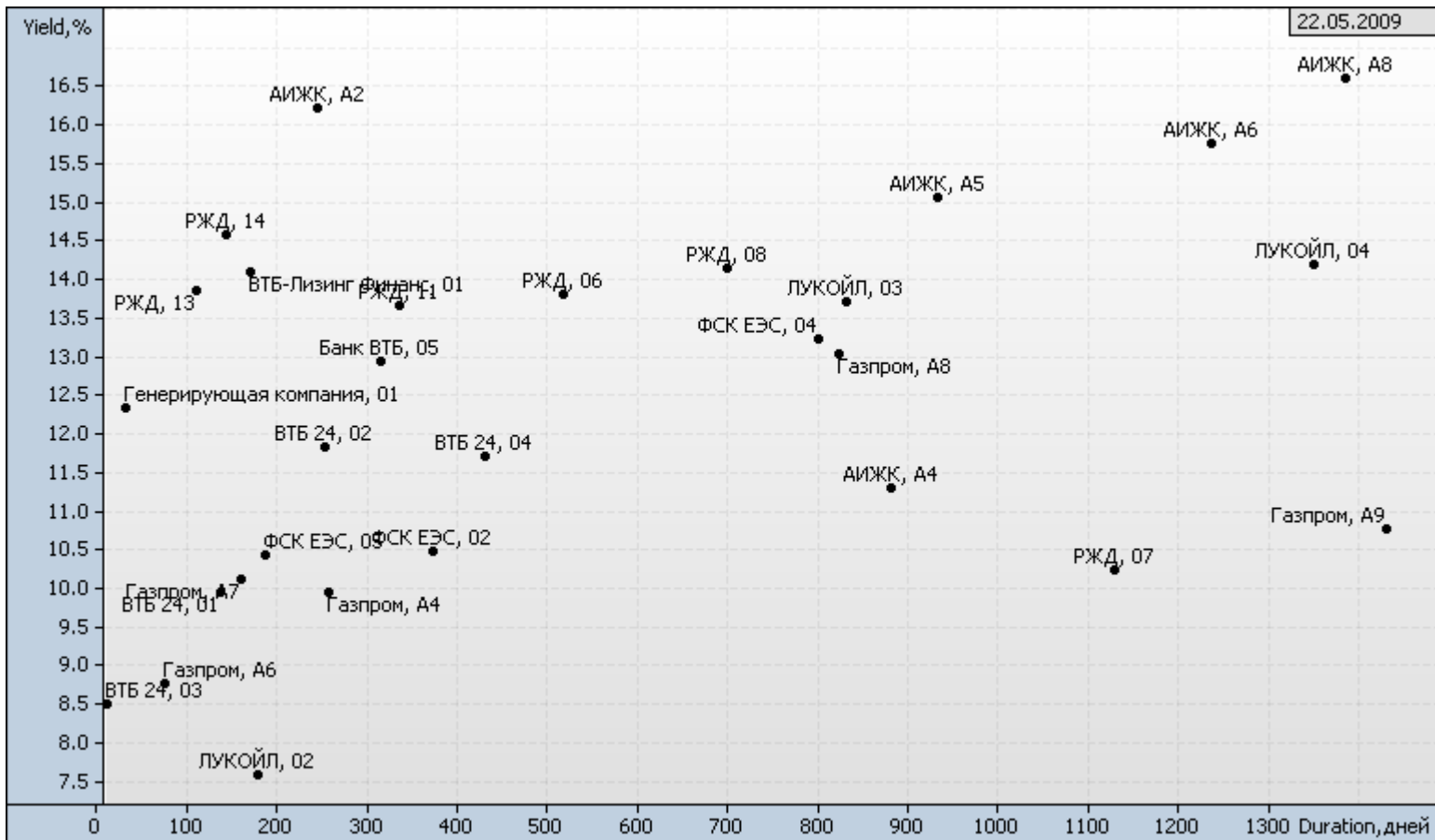
Пищевая промышленность



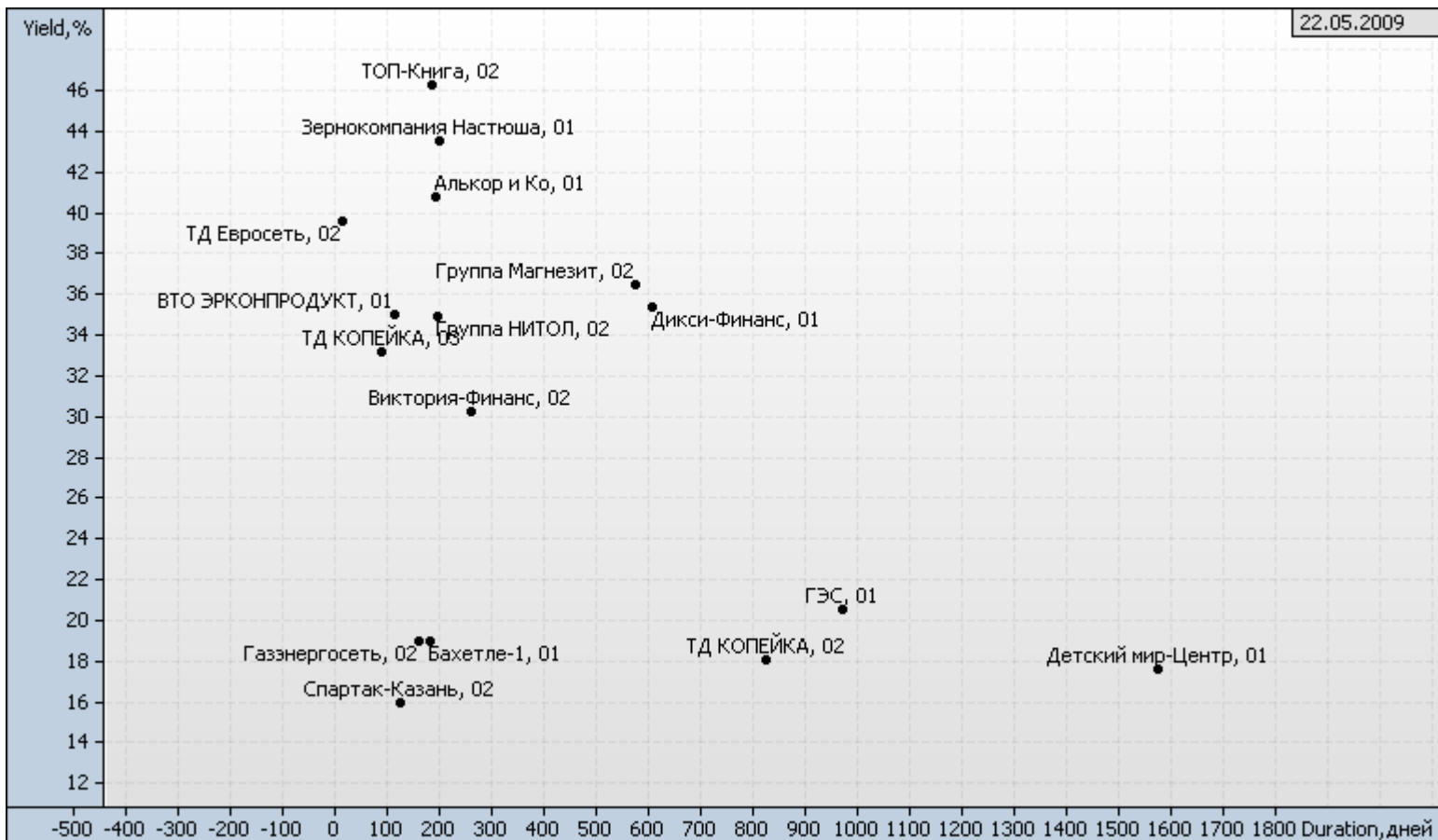
Машиностроение



Фишки



Торговля



ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, и (или) их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые АКБ «Связь-Банк» считает надежными, Банк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. АКБ «Связь-Банк», его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны, должностные лица и (или) сотрудники Банка и (или) связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и (или) намереваются приобрести такие доли капитала и (или) выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, АКБ «Связь-Банк» может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). АКБ «Связь-Банк» может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 228-38-06

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО АКБ «Связь-Банк»
125375, г. Москва, ул. Щепкина, д. 40, стр.1
Тел.: +7(495) 228-36-42
E-mail: IB@sviaz-bank.ru
Internet: <http://www.sviaz-bank.ru/>

Руководство

Автухов Михаил 228-38-01
IB@sviaz-bank.ru

Бахшиян Шаген 228-36-42
IB@sviaz-bank.ru

Эмиссия долговых инструментов

Барков Дмитрий 228-36-42 (30-93)
emission@sviaz-bank.ru

Смакаев Роберт 228-36-42 (33-37)
emission@sviaz-bank.ru

Волгарев Виктор 228-36-42 (30-97)
emission@sviaz-bank.ru

Менлиманова Мирана 228-36-42 (30-23)
emission@sviaz-bank.ru

Сухина Юлия 228-36-42 (30-24)
emission@sviaz-bank.ru

Кривоногова Юлия 228-36-42 (31-99)
emission@sviaz-bank.ru

Продажи на финансовых рынках

Сумин Владимир 228-38-06 (30-32)
sales@sviaz-bank.ru

Очкин Алексей 228-38-06 (31-01)
sales@sviaz-bank.ru

Голубничий Денис 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Дергачев Дмитрий 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Бабаджанов Сухроб 228-38-01 (31-24)
broker@sviaz-bank.ru

Клиентское обслуживание

Хмелева Ольга 228-38-06 (30-77)
broker@sviaz-bank.ru

Виноградова Анна 228-38-06 (31-02)
broker@sviaz-bank.ru

Анализ финансовых рынков

Свиридов Станислав 228-38-01 (31-92)
research@sviaz-bank.ru

Бодрин Юрий 228-38-01 (31-06)
research@sviaz-bank.ru

Гребцов Максим 228-38-01 (31-88)
research@sviaz-bank.ru

Тарасов Олег 228-38-01 (30-94)
CR@sviaz-bank.ru