

# Рублевые корпоративные облигации

6 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Объединенные кондитеры: комментарий к МСФО-2006 » *стр. 2*
- Инфляция: целевой уровень ЦБ по-прежнему под сомнением » *стр. 4*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3773	+ 0.5 %
Рублей за доллар США	25.5641	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 76.11	- 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.30%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.00%	- 6 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	129	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	475.0	- 6.9
Остатки на д/с, млрд руб.	476.5	- 4.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 12.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

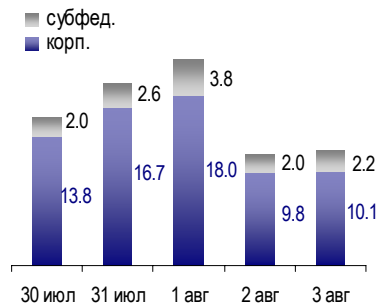
### СКОРО

- Размещение Мираторг-1 (2.5 млрд руб., годовая оферта) планируется 9 августа

### В ПЯТНИЦУ

- Размещен выпуск Сибкадеминвест-1 (1 млрд руб.) под 12.68% годовых к оферте через 1.5 года

## Объем торгов на ММВБ

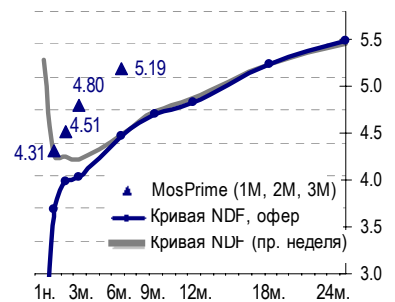


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

7 авг	Размещение М.О.Р.Е.-Плаза (1 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ДВТГ-финанс (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Заседание ФРС США по ставкам
15 авг	Размещение Трансфин-М-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (17 млрд руб., дюрация 7.4 лет)
	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 авг	Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	103.52	+ 72	4.8	*7.08%
АИЖК-9	102.95	+ 43	5.6	7.15%
АИЖК-7	103.90	+ 40	5.6	7.18%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибкадем-5	106.39	+ 44	3.5	8.39%
Иркут-3	104.85	+ 40	2.7	7.10%
Петроком-2	101.00	+ 30	1.9	8.12%

## Лидеры падения

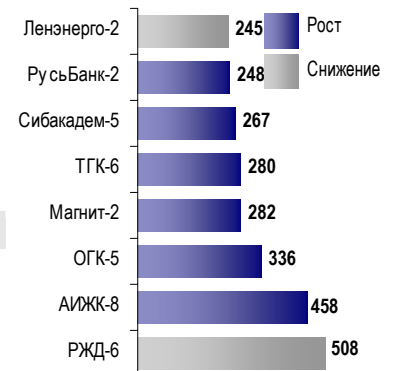
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.80	- 7	2.2	6.23%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	100.10	- 30	1.6	*9.38%
ТГК-1	100.50	- 25	2.3	*7.67%
Русснефть	96.66	- 9	1.3	*12.32%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## Объединенные кондитеры: комментарий к МСФО-2006

**МСФО-2006: в соответствии с предварительными оценками**

Группа Объединенные кондитеры (ОК) опубликовала аудированную отчетность по МСФО за 2006 год. Финансовые показатели соответствуют предварительным прогнозам и подтверждают основные сильные стороны кредитного профиля группы - низкую долговую нагрузку и сравнительно высокую рентабельность.

Дебютный выпуск облигаций ОК вышел на вторичный биржевой рынок в начале июля. В настоящее время доходность бумаг составляет около 7.90% к 3-летней оферте. Наша оценка «справедливого» спреда облигаций ОК – 200-220 б.п. к ОФЗ. Мы полагаем, что по текущим ценам выпуск оценен близко к «справедливому» уровню. До завершения следующего отчетного периода вряд ли стоит ожидать существенного изменения спредов.

**Рентабельность EBITDA по итогам года: 16.5%**

Выручка группы за 2006 год превысила 20 млрд руб. Как мы и ожидали, показатель рентабельности по EBITDA увеличился по сравнению с результатами за 9 месяцев (16.5% против 14.9%) благодаря пиковому сезону продаж в 4-м квартале. При этом, несмотря на значительный рост цен на сахар, валовая маржа ОК даже несколько выросла в 2006 году – с 28.2% до 29.7%, а снижение EBITDA margin на 1 п.п. объясняется, главным образом, увеличением расходов на рекламу и продвижение продукции.

### Фин. показатели ОК по отчетности за 2006г., млрд руб.

Период	Выручка, млрд руб	EBITDA, млрд руб.	Рентабельность по EBITDA, %	Долг, млрд руб	Долг/EBITDA, Раз	Долг / Капитал, %
2005	18.0	3.1	17.2	0.5	0.2x	6.5
2006	20.7	3.4	16.5	1.3	0.4x	12.5

*Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка*

**Долговая нагрузка: всего 0.4x Долг/EBITDA на конец 2006-го, однако вырастет в 2007-м**

Долговая нагрузка ОК остается весьма умеренной, хотя низкий уровень прошлого года (0.4x Долг/EBITDA) не вполне соответствует текущей ситуации. Средства от размещенного в конце мая 2007 года облигационного займа были частично направлены на рефинансирование долга (по предварительным данным, около 900 млн из 3 млрд руб.). Однако значительная часть средств уже используется для финансирования проектов развития, прежде всего, сделок M&A.

**Средства от размещения облигаций будут направлены, в основном, на финансирование M&A**

На сегодняшний день известно как минимум о трех важных приобретениях ОК в 1-м полугодии 2007 г.

- Крупнейшей сделкой текущего года станет покупка крупного российского производителя пористого шоколада – компании «Русский шоколад». Рыночная доля «Русского шоколада» на российском рынке плиточного шоколада оценивается примерно в 14%. Таким образом, ОК увеличит долю в высокомаржинальном сегменте, в котором очень сильными позициями обладают западные производители Крафт Фудс и Нестле.
- Группа ОК также подтвердила намерения инвестировать в собственное производство и переработку сахара. Первым приобретением стали сахароперерабатывающий завод и агрофирма в Курской области. Группа объявила о начале масштабной реконструкции завода, по завершении которой он должен обеспечить до 90% потребностей в сахаре. Инвестиции в агрокомплекс составят, по предварительным оценкам, около \$10 млн.
- Третья сделка – передача Правительством Москвы в уставный капитал ОК акций пищевого комбината «Крекер». Эта сделка, по всей видимости, не подразумевает денежной оплаты. Однако комбинат, вероятнее всего, также потребует существенных затрат на модернизацию.

**Сохраняем прогноз  
долговой нагрузки на  
конец 2007 года: 1-1.3x**

Параметры и структура сделок пока не раскрываются. По нашему мнению, общая сумма приобретений компании в 2007 году не должна превысить \$100 млн. Растущая M&A-активность не является неожиданностью, а последние приобретения в целом соответствуют стратегии компании. Стратегическая цель ОК - увеличение доли на кондитерском рынке до 22% и рост выручки до 34.5 млрд руб. к 2009 г. как за счет органического роста, так и за счет поглощений. Мы сохраняем свой прогноз долговой нагрузки на конец 2007 г. на уровне 1.0 - 1.3x Долг/EBITDA.

**Затраты на перенос  
«Красного Октября»  
будут компенсироваться  
акционерами...**

В отчетности также приводятся сведения о схеме финансирования проекта "Золотой остров", который осуществляется основным акционером ОК Группой Гута и подразумевает перенос производственных мощностей комбината "Красный Октябрь" на территорию "Бабаевского". Текущие затраты "Красного Октября" на реализацию проекта в настоящее время отражаются на консолидированном балансе как займы связанным сторонам под 9% годовых.

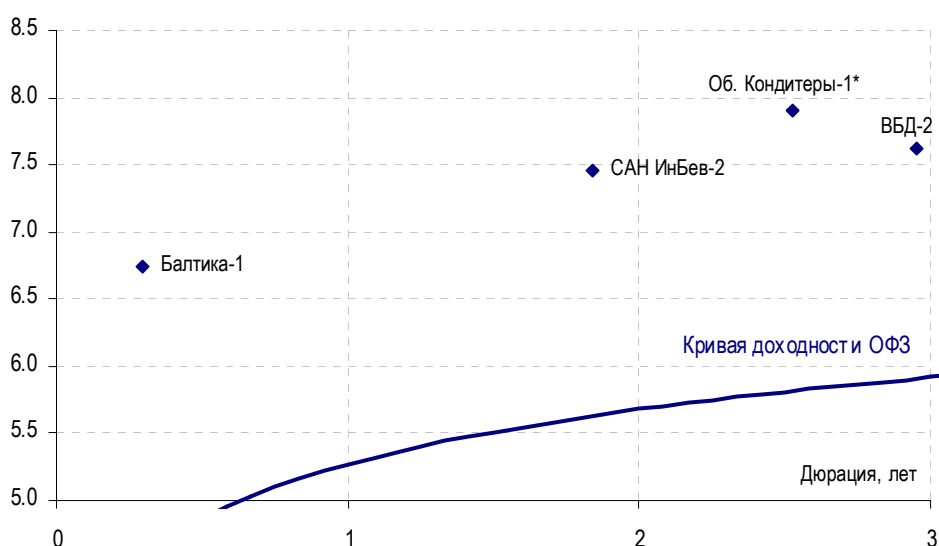
**...и не должны негативно  
сказаться на финансовых  
показателях ОК**

В конце 2005 года ОК заключила с компанией, представляющей интересы Группы Гута, предварительное соглашение, по которому затраты ОК в объеме до \$60 млн будут компенсированы. К 2009 году планируется полностью передать Группе Гута все требования и обязательства ОК по этому проекту. Таким образом, акционеры Группы планируют в течение 2-3 лет компенсировать затраты ОК на перенос производственной площадки, поэтому проект не должен негативно отразиться на финансовых показателях ОК.

**Бумаги после выхода на  
вторичные торги  
оценены «справедливо»**

На наш взгляд, спреды облигаций ОК имеет смысл оценивать относительно бумаг ВБД – более крупного и более диверсифицированного представителя пищевой отрасли. Текущий спред облигаций ОК к ВБД-2 (около 40 б.п.) представляется нам вполне оправданным, в т.ч. с учетом более высокого уровня финансовой прозрачности ВБД. Мы пока не видим оснований для сужения этого спреда. Тем не менее, облигации ОК могут быть интересны для покупки консервативными инвесторами в расчете на долгосрочный рост финансовых показателей группы и возможное присвоение кредитных рейтингов.

### Доходность облигаций на 3 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Инфляция: целевой уровень ЦБ по-прежнему под сомнением

*Инфляция за июль: 0.9%,  
или 6.6% с начала года*

Сегодня Росстат опубликовал данные об инфляции за июль. Инфляция осталась высокой и составила 0.9% в месячном выражении по сравнению с 0.7% за июль 2006 года. С начала года цены выросли на 6.6% (6.9% годом ранее). Реалистичность официального годового прогноза по годовой инфляции (8%), таким образом, остается под вопросом. Мы по-прежнему считаем, что в сложившейся ситуации укрепление рубля остается единственным эффективным антиинфляционным инструментом. Поэтому мы сохраняем позитивный прогноз по рынку рублевого долга на средне- и долгосрочную перспективу.

*Эффект от июньского  
укрепления пока не  
ощущается*

Последний шаг укрепления рубля к бивалютной корзине был сделан в конце июня, когда Банк России временно снял котировки на покупку валюты, что привело к укреплению курса примерно на 0.5%. Однако, судя по июльской инфляции, эффект от этой меры пока не проявился.

*Приток капитала  
продолжится, хотя и не  
будет столь же мощным  
как в 1-м полугодии*

Основной фактор роста инфляционного давления в 1-м полугодии – масштабный приток капитала в России, который оценивается в \$67 млрд. Из-за неблагоприятной конъюнктуры многие российские компании пересматривают планы внешних заимствований, вполне возможен и перенос запланированных IPO. Однако мы считаем, что во многих случаях возможна лишь кратковременная отсрочка размещений (в особенности, долговых инструментов). На наш взгляд, крупные заемщики намерены переждать период наибольшей волатильности и затем вернуться на долговой рынок даже если ставки останутся на относительно высоком уровне.

В абсолютном выражении приток капитала во 2-м полугодии, безусловно, будет меньше, чем в 1-м. Однако его влияние на денежный рынок, по нашему мнению, будет определяющим как минимум до конца 2007 года. Поэтому мы пока не видим существенных причин для снижения инфляции. Мы считаем, что внутренняя конъюнктура в среднесрочной перспективе будет «перевешивать» текущую волатильность глобальных рынков и останется позитивной для рынка рублевого долга.

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

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

### **Аналитика**

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

## Операции на рынке корпоративных облигаций

---

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
-----------------	----------------------	-------------------

## 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

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.