

Рублевые корпоративные облигации

13 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Лебедянский, возможно, станет частью PepsiCo» *стр. 2*
- ОГК-3: низкая рентабельность в МСФО-2006 » *стр. 2*
- Разгуляй: результаты 1 п/г 2007 нейтральны для облигаций » *стр. 5*

Индикаторы

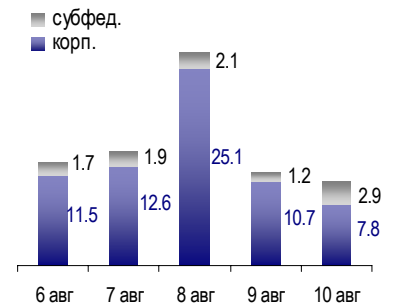
Долларов США за Евро	1.3692	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	25.5051	+ 0.6 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 70.12	- 0.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.34%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.04%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	122	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	438.3	- 0.3
Остатки на д/с, млрд руб.	514.8	- 18.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 7.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется дебютный выпуск Тинькофф Кредитные Системы-1 (1.5 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

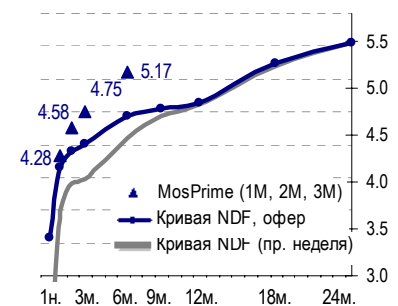


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

14 авг	Размещение ПФ ТрансТехСервис-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
15 авг	Размещение Трансфин-М-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (20 млрд руб., дюрация 7.4 лет) Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
16 авг	Размещение Банана-Мама-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
20 авг	Уплата НДС
27 авг	Уплата акцизов, НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-5	101.70	+ 20	4.0	7.10%
Газпром-6	101.35	+ 10	1.9	6.31%
Газпром-5	100.44	+ 4	0.2	4.86%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Х5-1	101.00	+ 108	2.6	*7.34%
Сибкадем-5	106.25	+ 25	3.4	8.42%
Копейка-2	99.70	+ 19	1.4	*9.21%

Лидеры падения

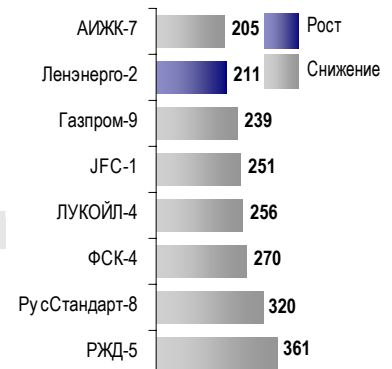
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	102.77	- 58	5.6	7.38%
АИЖК-8	102.60	- 55	4.7	*7.27%
ЛУКОЙЛ-4	102.82	- 48	5.1	6.96%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-8	99.30	- 50	1.1	*9.06%
Протек-1	99.80	- 30	2.0	*9.19%
Башкирэн-3	100.95	- 25	1.5	*7.89%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Лебедянский, возможно, станет частью PepsiCo

Американская PepsiCo близка к приобретению ЭКЗ Лебедянский

Сегодня Коммерсант со ссылкой на источники в отрасли сообщает о том, что один из крупнейших мировых пищевых концернов – американская PepsiCo близка к приобретению контроля в капитале российского производителя соков – ЭКЗ «Лебедянский». Не делая выводов относительно достоверности данной информации, мы отмечаем, что если сделка действительно состоится, то держатели облигаций Лебедянского получат риск рейтинговой категории «А+» с весьма привлекательной премией.

Интерес к ЭКЗ Лебедянский выглядит вполне логичным

Финансовые показатели и кредитный профиль Лебедянского являются одними из самых сильных в российской пищевой отрасли. Компания является явным лидером рынка соков, поэтому желание крупных иностранных стратегов приобрести контроль над компанией является вполне логичным. Интерес PepsiCo к покупке Лебедянского также вполне очевиден: до последнего времени предполагалось, что американский концерн приобретет другого российского производителя – Нидан. Однако на прошлой неделе было объявлено, что акционеры Нидана продадут пакет акций компании не PepsiCo, а инвестиционному фонду Lion Capital.

Возможная покупка ЭКЗ Лебедянский окажет позитивное влияние на кредитное качество облигаций

Очевидно, что возможный переход Лебедянского под контроль группы PepsiCo, имеющей высокие кредитные рейтинги (А+/Аа2/АА-) будет позитивным событием с точки зрения кредитного качества компании. Однако даже без учета данной сделки финансовые показатели Лебедянского выглядят очень сильно:

- долговая нагрузка не выходит за рамки 1х Долг/ЕБИТДА;
- снижение рентабельности в 1кв2007 компенсируется ростом выручки.

При размещении премия выпуска Лебедянский-2 была зафиксирована в размере 143 б.п. к ставке Mosprime3. Мы ожидаем, что в случае, если информация о сделке с PepsiCo найдет официальное подтверждение, облигации компании существенно вырастут в цене, т.к. спреды бумаг PepsiCo к кривой UST составляют всего 50-60 б.п.

ОГК-3: низкая рентабельность в МСФО-2006

Основной факт в МСФО-2006 – низкая рентабельность

На прошлой неделе ОГК-3 опубликовала отчетность по МСФО за 2006 год. Как и в случае с большинством ОГК, наиболее существенным фактом в опубликованной отчетности стала неожиданно низкая рентабельность (около 4% EBITDA Margin) и, соответственно, достаточно высокие показатели долговой нагрузки. Мы ожидаем, что эта ситуация будет преодолена уже в 2007-2008 г. в связи с либерализацией оптового рынка электроэнергии.

Не ожидаем влияния отчетности на цены облигаций компании

По нашему мнению, публикация отчетности по МСФО не окажет сколько-нибудь существенного влияния на цены облигаций ОГК-3: бумага остается абсолютно неликвидной, а короткая дюрация (около 5 месяцев) сводит к минимуму спекулятивный потенциал.

Основные финансовые показатели ОГК-3 по МСФО за 2006 г.:

- выручка: 23.1 млрд руб. (+38%);
- EBITDA* Margin: 4% (5% в 2005 году);
- Долг: 3.7 млрд руб., Долг/ЕБИТДА: 4.3х

** Величина EBITDA очищена от доходов, связанных с восстановлением резервов под обесценение основных средств*

Низкая рентабельность – проблема большинства ОГК в 2006 г. Ожидаем роста прибыли уже в 2007-2008 гг.

Мы уже отмечали, что по итогам 2006 г. большинство тепловых ОГК продемонстрировали достаточно низкие показатели рентабельности (ЕБИТДА Margin ОГК-2: 2%, ОГК-6: 8%). Мы полагаем, что данная ситуация связана, прежде всего, с климатическими аномалиями зимы 2006-2007 гг. и не до конца отработанными механизмами тарифообразования. При этом мы ожидаем, что ситуация должна во многом измениться уже по итогам 2007 г.: в текущем году как минимум 10% энергии будет продаваться по нерегулируемым ценам, которые, как правило существенно выше, чем тарифы ФСТ. Соответственно, большинство компаний сможет получить дополнительную прибыль от операций на свободном рынке энергии.

В настоящий момент у компании отсутствует потребность в новом долге

В настоящий момент основным фактором кредитного качества ОГК-3, по нашему мнению, являются планы нового акционера (г-на Прохорова) относительно будущего компании. Одним из ключевых вопросов при этом являются разногласия между новым акционером и РАО ЕЭС относительно инвестиционной программы компании. В любом случае, потребность компании в долге на ближайшие 1.5-2 года относительно невелика, т.к. в результате допэмиссии ОГК-3 привлекла более 80 млрд руб.

Облигации ОГК-3 в настоящий момент практически неликвидны, т.к. на первичном размещении они были приобретены очень узким кругом инвесторов и не попадали на рынок. В связи с этим мы не ожидаем, что публикация отчетности по МСФО окажет какое-либо влияние на цены облигаций компании. По нашему мнению, наиболее вероятным сценарием будет выкуп этих бумаг по оферте в декабре 2007 года.

Разгуляй: результаты 1 п/г 2007 нейтральны для облигаций

Результаты 1-го полугодия вполне позитивны...

Группа Разгуляй опубликовала предварительные результаты за 1-е полугодие 2007 г. По нашему мнению, основные финансовые показатели выглядят вполне позитивно. Учитывая выраженную сезонность бизнеса Разгуляя, мы ожидаем, что по итогам текущего года группа улучшит показатели рентабельности, а долговая нагрузка сохранится на приемлемом уровне.

...однако вряд ли повлияют на спрэды

В настоящее время облигации Разгуляя торгуются со спрэдами 450-470 б.п. к ОФЗ. Текущий уровень близок к нашей оценке «справедливого» спрэда бумаг компании. Мы полагаем, что позитивная динамика финансовых показателей компании уже учтена в ценах обоих выпусков Разгуляя.

Предварительные консолидированные финансовые результаты Разгуляя за 1 п/г 2007 г.:

- выручка 8.4 млрд руб. (+8% к 1 п/г 2006 г.);
- ЕБИТДА: 1.2 млрд руб. (+50% к 1 п/г 2006 г.);
- рентабельность ЕБИТДА: 14% (10% по итогам 1 п/г 2006 г.);
- Чистый Долг/ЕБИТДА: 4.8x

Сахарный дивизион особенно успешен

Выручка и ЕБИТДА отдельных сегментов бизнеса Разгуляя подвержены значительным колебаниям в зависимости от конъюнктуры. В 1-м полугодии резко увеличилась выручка сахарного субхолдинга (на 127%), прежде всего за счет продаж свекловичного сахара, произведенного в прошлом году. Выручка зернового сегмента, наоборот, снизилась на 31%. Компания объясняет ухудшение показателей зернового субхолдинга «переносом» продаж на 2-е полугодие, ожидая повышения цен на зерновые.

Компания рассчитывает на улучшение конъюнктуры на рынке зерновых

Таким образом, в зависимости от ценовой конъюнктуры Разгуляй наращивает продажи или создает запасы в различных сегментах. Мы полагаем, что резкое увеличение товарных запасов может привести к существенному росту оборотного капитала, и, соответственно, к росту долговой нагрузки компании. Чистый долг Разгуляя по итогам 1-го полугодия увеличился на 1.5 млрд руб. (по сравнению с началом года). Основным фактором роста долга стало именно увеличение оборотных средств на авансирование под урожай 2007 года.

**По итогам 2007 года
Долг/ЕБИТДА должен
остаться в пределах 4x**

Значительное улучшение показателей сахарного дивизиона (ЕБИТДА 0.8 млрд руб. против отрицательного результата в 1-м п/г 2006 г.) и традиционное увеличение продаж во второй половине года, на наш взгляд, позволят Разгуляю сохранить долговую нагрузку в пределах 4x Долг/ЕБИТДА. Тем не менее, финансовый профиль Разгуляя остается весьма агрессивным, т.к. группа продолжает активно инвестировать: объем капзатрат за 1-е полугодие составил 1.2 млрд руб. (0.4 млрд руб. за 1 п/г 2006 г.).

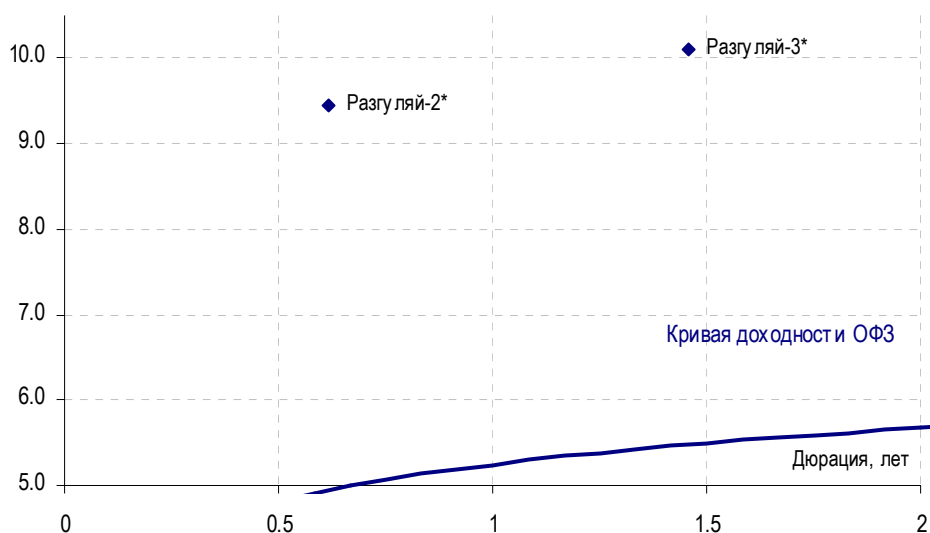
**Новые приобретения
могут увеличить долг**

Напомним также, что в июле компания объявила о планируемом приобретении «максимально возможной» доли в Новороссийском КХП – портовом элеваторе, через который экспортируется значительная часть российского зерна. Разгуляй планирует потратить на эти цели около 1 млрд руб. за счет средств, полученных от продажи трех своих предприятий. Однако окончательная цена пока неизвестна, также как возможное влияние сделки на рост долга компании.

**Предварительные
результаты в целом
нейтральны для цен
облигаций**

Мы считаем, что опубликованные предварительные результаты в целом нейтральны для оценки кредитного качества Разгуляя. Текущие спреды облигаций Разгуляя (450-470 б.п. к ОФЗ), на наш взгляд, уже отражают достаточно оптимистическую оценку перспектив компании. Мы пока не видим существенных поводов для изменения этой оценки, и, соответственно, для дальнейшего сужения спредов.

Доходность облигаций на 10 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

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
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	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.