

# Рублевые корпоративные облигации

10 сентября 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Лебедянский: полугодовые результаты – в рамках прогнозов » *стр. 2*
- Интегра: новые сделки M&A » *стр. 3*
- И снова о Русском Стандарте » *стр. 4*

## Индикаторы

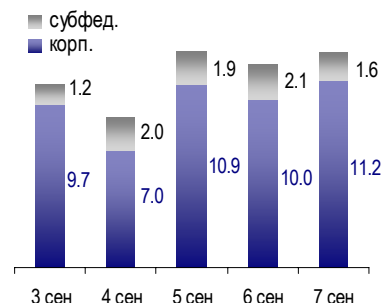
Долларов США за Евро	1.3766	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	25.6553	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 75.51	- 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.59%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.87%	- 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	145	+ 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	463.3	+ 35.9
Остатки на д/с, млрд руб.	235.2	- 45.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 76.5	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Балтинвестбанк-1 (1 млрд руб., 3 года)

## Объем торгов на ММВБ

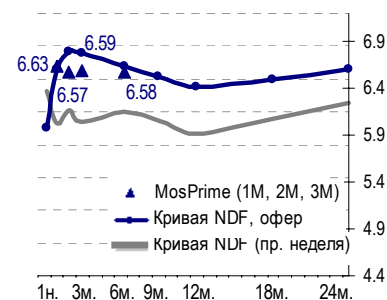


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (17 млрд руб., дюрация 8.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (22 млрд руб., дюрация 12.8 года)
17 сен	Уплата ½ суммы акцизов
	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
	Аукцион ОБР-3 (250 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам
20 сен	Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.70	+ 52	2.0	6.51%
Газпром-8	99.77	+ 37	3.6	7.19%
Газпром-9	100.60	+ 20	5.2	7.24%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	103.75	+ 35	2.0	8.24%
Русфинанс-4	99.95	+ 23	2.3	7.91%
ТМК-3	100.12	+ 12	0.5	*7.81%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	100.15	- 115	3.8	*7.76%
ГидроОГК-1	101.55	- 95	3.3	7.76%
Газпром-4	102.91	- 69	2.2	7.02%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	97.00	- 100	0.5	14.59%
АК БАРС-2	98.50	- 100	1.3	9.38%
Иркут-3	103.20	- 60	2.6	7.68%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## Лебедянский: полугодовые результаты – в рамках прогнозов

### Результаты Лебедянского вполне позитивны

В пятницу Лебедянский опубликовал отчетность за 1-е полугодие 2007 г. Динамика основных показателей повторяет тенденции, которые были заметны уже по итогам 1-го квартала – рост выручки при сохранении высокой валовой маржи, растущие административные расходы, более высокий по сравнению с прошлым годом объем капзатрат. В целом кредитный профиль компании по-прежнему выглядит очень сильно. Дополнительный фактор поддержки для облигаций Лебедянского – информация о возможной продаже контроля концерну PepsiCo.

### Компания наращивает продажи в сегментах детского питания и минеральной воды

Лебедянский сохраняет лидирующие позиции на российском рынке соков. С учетом ООО «Троя-Ультра», доля рынка в денежном выражении оценивается AC Nielsen в 32.2%. Объем продаж компании существенно увеличился в 1 полугодии: даже без учета «Трои» выручка выросла на 31%. Мы также отмечаем значительный рост продаж детского питания (+39% в денежном выражении) и минеральной воды (+187%).

### Валовая рентабельность устойчива к повышению цен на концентраты

Компании удастся поддерживать валовую рентабельность в сегменте соков на стабильном уровне 41-42%. Таким образом, повышение отпускных цен пока позволяет нивелировать эффект от повышения цен на соковый концентрат, а также от увеличения доли продукции нижнего ценового сегмента после приобретения «Трои».

### Рентабельность EBITDA снизилась из-за растущих SG&A

Рентабельность ожидаемо снизилась до 19.4% (маржа EBITDA) на фоне роста административных расходов и капитальных затрат, в т.ч. на строительство завода в Новосибирске. Тем не менее, мы не ожидаем в среднесрочной перспективе существенного снижения эффективности. При условии выполнения компанией планов по развитию прямых продаж и системы дистрибуции в регионах, рост выручки будет компенсировать некоторое ухудшение показателей рентабельности. По прогнозам компании, маржа EBITDA по итогам 2007 года составит 18.5-19%.

### Финансовые результаты Лебедянского по МСФО (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Долг	Долг / EBITDA, раз	Кап.затраты
I п/г 2006	458.3	78.8	22.8%	45.0	0.3x	36.8
2006	709.8	138.9	19.6%	152.7	1.1x	75.1
I п/г 2007	585.1	92.3	19.4%	177.2	1.1x	53.0

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Долговая нагрузка: 1.1x Долг/EBITDA

Объем инвестиций компании в 2007 году оценивается в \$140-160 млн. За 1-е полугодие капитальные затраты составили \$53 млн – на 44% больше, чем за аналогичный период 2006 г. Однако долговая нагрузка компании остается на очень консервативном уровне 1.1x Долг/EBITDA. Мы полагаем, что во 2-м полугодии долговая нагрузка может увеличиться, но вряд ли существенно.

### Возможная переход под контроль PepsiCo – дополнительный позитивный фактор

По нашему мнению, доходность облигаций Лебедянского должна учитывать и низкий кредитный риск компании, и фактор потенциального интереса со стороны крупных западных игроков. Информация о возможной продаже бизнеса концерну PepsiCo пока не получила подтверждения. Однако потенциальная сделка учитывается рынком в оценке кредитного профиля Лебедянского и способна оказать поддержку его бумагам даже в условиях нестабильного рынка.

## Интегра: новые сделки M&A

### *Интегра покупает нефтесервисные активы*

Группа Интегра объявила о приобретении ЗАО «Обънефтеремонт» - предприятия, специализирующегося на капитальном ремонте нефтяных и газовых скважин. Закрытие сделки ожидается в течение нескольких недель, после чего будет также объявлено о ее стоимости. Мы полагаем, что возобновление M&A-активности Интегры будет сопровождаться ростом долговой нагрузки с практически нулевого уровня, достигнутого за счет проведения IPO.

### *Цены последних сделок пока не раскрываются*

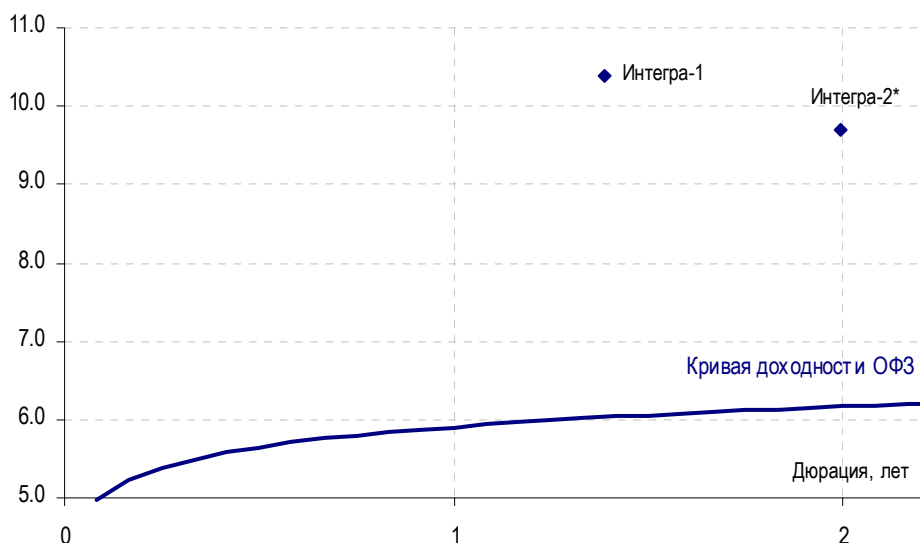
Сделка по покупке Обънефтеремонта вполне соответствует стратегии компании по усилению позиций на растущем рынке нефтесервисных услуг. Новое приобретение Интегры не является первой покупкой после IPO – в августе компания объявила о покупке ООО «Геотехсистем», которое занимается анализом сейсмических данных. Мы не беремся оценивать стоимость новых активов, поэтому ориентируемся на инвестиционные планы компании на 2007-2008 г.

### *Долговая нагрузка снова будет расти, но в текущем году останется на приемлемом уровне*

Исходя из опубликованных в июне данных по объему заказов на 2007 год, мы позитивно оцениваем перспективы роста выручки компании. Поэтому повышенная инвестиционная активность Интегры не должна привести к новому росту долговой нагрузки до критически высокого уровня. В середине 2007 года менеджмент группы озвучивал план по капзатратам на 2007 год в объеме приблизительно \$200 млн. С учетом ожидаемого роста оборотного капитала, потребность Интегры в новом долге составит, по нашим оценкам, не менее \$300 млн. При этом показатель Долг/ЕБИТДА на конец 2007 года, по нашим прогнозам, будет находиться в пределах 2-3х, что является приемлемым уровнем для компании, находящейся в активной инвестиционной стадии.

Доходности двух рублевых выпусков Интегры расширились в последние недели неравномерно, и более короткий 1-й выпуск торгуется с гораздо более широким спрэдом. Такой ценовой дисбаланс вообще характерен для бумаг Интегры - спрэд примерно в 70 б.п. между двумя выпусками наблюдался и в гораздо более спокойных рыночных условиях. Тем не менее, текущий спрэд 1-го выпуска к ОФЗ (420-440 б.п.) представляется нам слишком широким.

### Доходность облигаций на 7 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## И снова о Русском Стандарте

**6-й выпуск возвращается на рынок с дисконтом...**

На прошлой неделе внимание инвесторов привлекли крупные сделки с бумагами 6-го рублевого выпуска БРС. Напомним, данный выпуск был практически полностью выкуплен по оферте в августе. Теперь банк вторично вывел облигации в обращение, только с гораздо более высокой доходностью. Сумма первой сделки 5 сентября составила 1.28 млрд руб, цена – 92.50%, доходность в 14.50% к следующей оферте в 2009 году. В четверг и пятницу зафиксированы еще несколько менее крупных сделок по ценам, соответствующим доходности выше 13%. По нашим оценкам, на рынок вернулись облигации 6-го выпуска на общую сумму около 2.2 млрд руб. Бумаги нашли покупателей среди инвесторов, которые сочли новый уровень доходности привлекательным.

**...размер которого вызывает вопросы о «справедливом» уровне доходности облигаций банка**

Мы по-прежнему считаем, что бумаги Русского Стандарта существенно недооценены на фоне других банковских выпусков (см также наш обзор от 4 сентября). Однако сам факт «вторичного размещения» 6-го выпуска со столь значительным дисконтом к цене может иметь негативные последствия:

- во-первых, цена воспринимается инвесторами как индикатор доходности, которую БРС готов предложить инвесторам в текущих условиях;
- во-вторых, новый уровень доходности достаточно высок, чтобы стать причиной опасений относительно способности БРС рефинансировать долг;
- и в-третьих, ситуация может повлиять на будущие размещения банка, поскольку представления инвесторов о кредитном качестве и «справедливых» спредах его бумаг изменятся не в лучшую сторону.

**Продажа 6-го выпуска с доходностью 14.50% могла лишь усилить негативный настрой инвесторов по отношению к бумагам БРС**

Мы отмечаем, что уже после продажи банком бумаг 6-го выпуска на рынке появилось существенное предложение в других выпусках БРС с сопоставимой или даже более высокой доходностью. В частности, в пятницу отмечены сделки с бумагами 4-го выпуска по ценам, соответствующим доходности около 15.50% при дюрации 0.5 года. Мы полагаем, что действия банка по доразмещению бумаг под доходность выше 14% не столько помогли вернуть интерес к 6-му выпуску, сколько подтолкнули дальнейшие продажи в остальных. В то же время, мы считаем, что текущий уровень цен облигаций БРС выглядит совершенно неадекватно на фоне других бумаг финансового сектора.

**Риск рефинансирования БРС – далеко не самый высокий среди эмитентов рублевых бумаг**

На наш взгляд, БРС имеет достаточные возможности для рефинансирования краткосрочного долга. До конца 2007 года банк должен погасить только один крупный выпуск - LPN на \$300 млн в последней декаде сентября. В последующие месяцы отсутствие доступа к новым заимствованиям может означать для банка сокращение объемов выдачи новых кредитов, снижение доходов, но не проблемы с ликвидностью:

- В отличие от большинства российских банков, БРС имеет короткие диверсифицированные активы против относительно длинных «оптовых» обязательств. При этом доля клиентских счетов в фондировании незначительна, т.е. банку не нужно опасаться паники вкладчиков и вывода денег крупных корпоративных клиентов.
- Держатели еврооблигаций и участники синдикатов получают право на досрочный возврат средств только в случаях кросс-дефолта или нарушения ковенант. Последний вариант, по нашему мнению, маловероятен, так как финансовые показатели (включая достаточность капитала) банка выглядят более чем удовлетворительно. По этой же причине мы не считаем высокой вероятностью снижения рейтингов банка более чем на одну ступень.
- Еще один немаловажный момент: активы БРС (и его бизнес в целом) достаточно ликвидны и могут представлять интерес для других розничных банков. Однако такой вариант рефинансирования рассматривается, как правило, в безнадежных случаях.

Таким образом, мы считаем кредитный профиль банка достаточно сильным, а объем средств, необходимых для рефинансирования – некритичным. В отличие от ряда высокорискованных эмитентов, БРС имеет возможность выбирать инструменты рефинансирования. Возможно, в текущей ситуации руководство банка выбрало продажу облигаций 6-го выпуска как сравнительно простой способ быстрого аккумулирования денежных средств.

*Возможно, банк готовится к дальнейшему ухудшению конъюнктуры долгового рынка*

Также не исключено, что менеджмент ожидает дальнейшего ухудшения ситуации на глобальном долговом рынке. В этом случае действия БРС можно трактовать как желание воспользоваться спросом на свои бумаги и не упустить шанс привлечь относительно длинные деньги по более или менее приемлемой ставке.

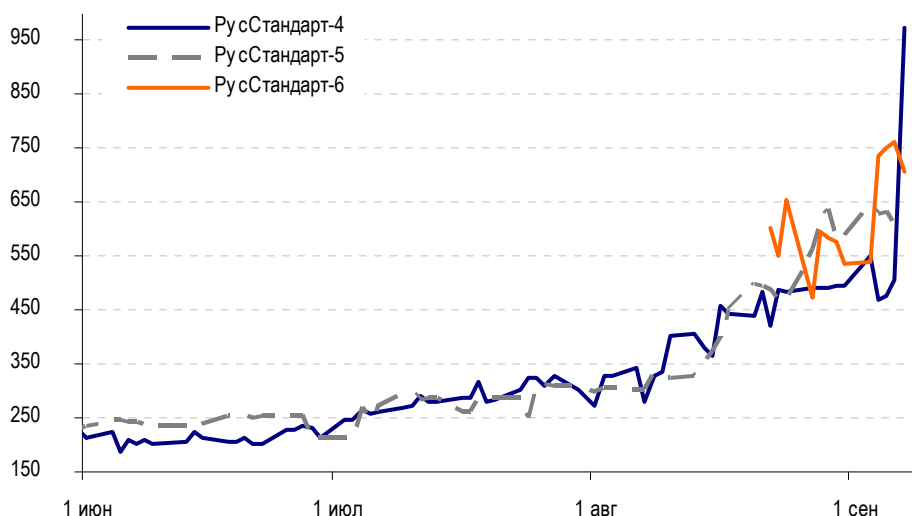
*Цены облигаций БРС, возможно, не достигли дна...*

Мы пока не настроены столь же пессимистично. Безусловно, динамика цен на бумаги БРС (как и многих других компаний и банков) в настоящее время очень сильно зависит от смены настроений основной массы инвесторов. Под действием «психологического фактора» и новостного фона цены могут еще сильнее просесть или, по крайней мере, оставаться волатильными в течение достаточно длительного периода.

*... но мы считаем бумаги интересными для buy-and-hold инвесторов*

Тем не менее, мы продолжаем считать, что облигации БРС привлекательны по текущим ценам. Учитывая сравнительно короткую дюрацию, мы рекомендуем бумаги к покупке инвесторам с соответствующим аппетитом к риску, готовым держать их до погашения. Дополнительный повод к покупке бумаг 4-го, 5-го и 6-го выпусков – практически гарантированный доступ к рефинансированию в Банке России по ставке РЕПО.

#### Спрэд облигаций Банка Русский Стандарт к ОФЗ, б.п.



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**

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.