

# Рублевые корпоративные облигации

26 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Юнимилк: обзор результатов за 1-е полугодие » *стр. 2*
- МДМ-банк: ликвидность как приоритет » *стр. 4*
- ТГК-8: еще ближе к ЛУКОЙЛУ » *стр. 6*

## Индикаторы

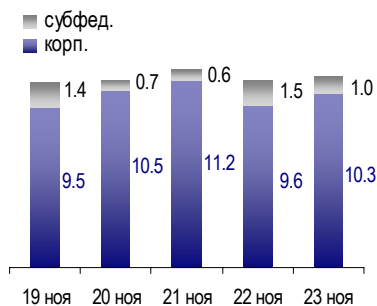
Долларов США за Евро	1.4835	- 0.1 %
Рублей за доллар США	24.2854	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 95.81	+ 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.41%	+ 5 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.71%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	173	- 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	454.7	+ 11.8
Остатки на д/с, млрд руб.	89.5	- 2.4
Сальдо операций с ЦБ	- 103.8	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируются выпуски Славинвестбанк-4 (5 млрд руб., 5 лет) и Славинвестбанк-5 (3 млрд руб., 5 лет)

## Объем торгов на ММВБ

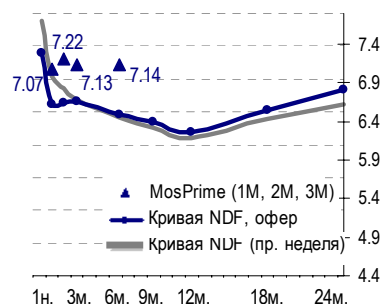


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

26 ноя	Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
27 ноя	Размещение Итера Финанс-1 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
28 ноя	Уплата налога на прибыль
29 ноя	Размещение Газпромбанк-5 (20 млрд руб., 5 лет)
4 дек	Размещение Желдорипотека-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
6 дек	Заседание ЕЦБ по ставкам
11 дек	Заседание ФРС США по ставкам

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	102.21	+ 90	2.0	7.24%
АИЖК-9	99.70	+ 30	5.4	7.76%
Газпром-9	101.30	+ 25	5.0	7.09%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	98.99	+ 59	1.7	*9.75%
ТГК-8	99.40	+ 30	1.4	*8.62%
Копейка-2	92.00	+ 26	1.2	*16.91%

## Лидеры падения

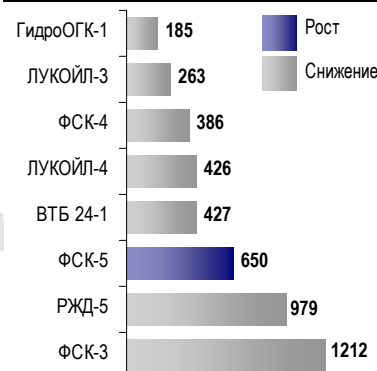
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	101.50	- 90	4.2	7.31%
ОГК-6	98.00	- 20	2.2	*8.66%
ФСК-4	99.40	- 60	3.4	7.62%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОИА-3	96.20	- 80	4.4	8.82%
Детский Мир	97.25	- 75	5.4	9.22%
Карусель-1	98.95	- 55	0.8	*11.39%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## Юнимилк: обзор результатов за I-е полугодие 2007

**Результаты Юнимилка за январь-июнь 2007г: 35%-й рост выручки, масштабные инвестиции, высокая долговая нагрузка**

Группа Юнимилк опубликовала проформу консолидированной отчетности за I-е полугодие 2007 г. Отчетность частично включает результаты казанского комбината «Эдельвейс-М» и ряда других предприятий, приобретенных в текущем году. Консолидированные цифры позволяют оценить потенциал роста финансовых показателей группы. Основным фактором кредитного риска остается высокая долговая нагрузка, связанная в первую очередь с активной экспансией Юнимилка и программой модернизации производственных мощностей.

Основные финансовые показатели Группы Юнимилк за I п/г 2007 г.:

- Выручка: 14.6 млрд руб. (+34.5% к I п/г 2006 г.), валовая маржа: 21.9%
- EBITDA: 0.7 млрд руб., маржа EBITDA: 4.6%
- Валовый долг: 11.3 млрд руб, Долг/EBITDA: 8.5x
- EBITDA/Проценты: 1.1x

**При расчете показателей исключаем роялти связанным сторонам и субординированный долг**

Мы скорректировали показатель EBITDA на роялти, выплаченные связанным сторонам (88 млн руб.), т.к. группа планирует в ближайшее время передать портфель брэндов на баланс ОАО Компания Юнимилк. Мы также не учитываем при расчете EBITDA проценты, выплаченные по субординированным кредитам, поскольку компания рассматривает их в качестве квази-капитала. По этой же причине субординированные кредиты исключены из расчета валового долга.

**В опубликованной отчетности впервые консолидированы результаты Эдельвейса и ряда других приобретений группы**

Консолидированная отчетность отражает позитивную динамику роста выручки. Органический рост объемов продаж в натуральном выражении составил в I-м полугодии 13%, а консолидация новых предприятий добавила к объемам продаж еще около 9%. Мы отмечаем важную особенность проформы: финансовые результаты вновь приобретенных компаний включаются в отчетность группы с момента юридического закрытия сделки. В частности, это касается результатов крупнейшего приобретения Юнимилка – комбината «Эдельвейс-М» - отчетность учитывает его результаты только за два месяца. Поэтому компания может рассчитывать на более высокие темпы роста продаж во II-м полугодии.

**Рентабельность на уровне EBITDA остается низкой**

Рост выручки в первой половине года не сопровождался повышением рентабельности. Показатель рентабельности по EBITDA оказался даже несколько ниже прошлогоднего уровня (4.6% против 5.2%), хотя в данном случае сравнение периодов не вполне корректно из-за различий в базе консолидации. Слабая динамика была связана главным образом с реализацией масштабной программы ребрендинга в конце 2006 года и I-м квартале 2007 г.

**Слабая динамика рентабельности объясняется крупными расходами на оптимизацию бизнеса**

В начале года компанией было принято решение о сдерживании роста цен в осенне-зимний период, чтобы не совмещать сезонное повышение с ребрендингом. Негативный эффект от этой меры, вместе с единовременными расходами на оптимизацию структуры управления, оценивается примерно в 600 млн руб. Как следствие, компания получила очень слабые результаты в первом квартале, в то время как позитив от проведенных изменений проявился только к концу полугодия. В сочетании с консолидацией результатов приобретенных предприятий, оптимизация структуры компании и портфеля брэндов позволила во II-м квартале показать максимальный уровень квартальной EBITDA – около 550 млн руб.

**Компания рассчитывает на постепенный рост рентабельности...**

Прогнозировать рост рентабельности Юнимилка достаточно сложно из-за меняющейся структуры группы. Компания планирует улучшить показатели рентабельности по итогам 2007 года – в соответствии с собственными прогнозами Юнимилка маржа EBITDA должна повыситься до 7.0-7.5%, а в следующем году – до 9%.

*...несмотря на решение о замораживании цен на ряд продуктов социального ассортимента*

Мы более осторожно оцениваем перспективы роста рентабельности, поскольку на нее может повлиять временное замораживание цен на ряд товаров «социального» ассортимента в конце 2007 – начале 2008 г. Тем не менее, компания не ожидает существенных негативных последствий от замораживания цен по следующим причинам:

- во-первых, доля продукции социального ассортимента, которая будет в течение двух месяцев продаваться по фиксированным ценам, в общем объеме выпуска Юнимилка составляет всего 10%;
- во-вторых, в отличие от мелких производителей молочной продукции, Юнимилк имеет широкую линейку премиальных брендов, компенсирующих снижение рентабельности продуктов низшего ценового сегмента.

*Долг/ЕБИТДА: около 8.5х*

Ключевым негативным фактором кредитного профиля Юнимилка является очень высокая долговая нагрузка. Совокупный долг группы увеличился с начала 2007 года с 9.1 до 11.3 млрд руб. (без учета субординированных кредитов). Показатель Долг/ЕБИТДА, по нашим оценкам, приблизился к уровню 8.5х, при этом ЕБИТДА за I-е полугодие лишь на 10% превысил затраты на обслуживание долга.

*Совокупный долг увеличился вследствие консолидации обязательств новых участников группы*

За счет долговых источников финансируется масштабная инвестпрограмма Юнимилка. В I-м полугодии объем инвестиций составил 1.4 млрд руб., долг компании увеличился за этот период на 2.2 млрд руб. Разница объясняется консолидацией обязательств приобретенных компаний. Долг новых предприятий увеличил общую сумму долга Юнимилка, в то время как их операционные денежные потоки были консолидированы в отчетности частично. По этой причине показатели долговой нагрузки действительно могли оказаться несколько завышенными, хотя разница была бы незначительной.

*Сделки М&А финансировались за счет средств акционеров*

В качестве позитивного момента мы отмечаем, что долговые источники не использовались для финансирования сделок М&А. Совокупные затраты Юнимилка на приобретения I-го полугодия (включая Эдельвейс-М) составили 3.4 млрд руб., на сопоставимую сумму вырос капитал группы. Таким образом, сделки М&А полностью финансировались за счет средств акционеров, и такой же практики компания собирается придерживаться в будущем.

*Долговая нагрузка не должна увеличиться по итогам 2007 года, однако существенное снижение также маловероятно*

По собственным оценкам компании, во II-м полугодии Юнимилк выйдет на объем ежеквартальной ЕБИТДА не менее 500 млн руб. Соответственно, прогноз этого показателя по итогам 2007 года – около 1.7 млрд руб. при выручке порядка 30 млрд руб. Исходя из того, что объем капзатрат Юнимилка вряд ли будет меньше чем в I-м полугодии, мы считаем реалистичным прогноз показателя Долг/ЕБИТДА на уровне 8х на конец 2007 г. По нашему мнению, этот уровень не является критическим для быстрорастущей компании, однако ограничивает возможности долгового финансирования дальнейшего роста бизнеса.

*В случае новых крупных инвестиций рассчитываем на средства акционеров*

В среднесрочной перспективе мы не ожидаем существенного снижения долговой нагрузки за счет роста операционной прибыли. Компания уже заявила о планируемых крупных инвестициях в строительство новых заводов в Татарстане и модернизацию существующих производств. На наш взгляд, амбициозная инвестпрограмма Юнимилка не потребует увеличения долга только в случае использования недолговых источников – как это было сделано в случае приобретения Эдельвейс-М. Кроме того, в конце августа гендиректор Юнимилка г-н Бесхмельницкий заявил, что менеджмент готовит компанию к возможному проведению IPO во второй половине 2008 года. Мы полагаем, что допэмиссия акций и/или привлечение стратегического инвестора в долгосрочной перспективе могли бы усилить кредитный профиль Юнимилка.

*Облигации Юнимилка подешевели вместе с рынком, особых идей пока не видим*

На наш взгляд, финансовые результаты Юнимилка за I полугодие 2007 г. не окажут существенного влияния на котировки облигаций. Как мы и ожидали, доходность бумаг компании повысилась до 10.70% УТР (дюрация 1.7 года), на общей волне продаж цена снизилась до 98.85% (более чем на 300 б.п. по сравнению с уровнем августа). Спрэд к облигациям ВБД составляет 250-270 б.п. Мы полагаем, что с фундаментальной точки зрения текущие спрэды облигаций Юнимилка адекватны кредитному качеству.

## МДМ-банк: ликвидность как приоритет

*МДМ-банк отчитался по МСФО за 9 месяцев: отрицательная динамика кредитного и торгового портфелей не является сюрпризом*

В пятницу МДМ-банк опубликовал отчетность по МСФО за 9 месяцев 2007 г. Мы отмечаем существенные изменения в структуре баланса банка, вполне ожидаемые в неблагоприятной рыночной ситуации. На наш взгляд, увеличение доли ликвидных активов, сокращение кредитного и торгового портфелей банка – оправданная стратегия в текущих условиях, даже с учетом возможных негативных последствий для прибыльности. Мы полагаем, что схожую динамику продемонстрируют по итогам 2007 года и другие российские банки.

Консолидированная отчетность за январь-сентябрь дает возможность проанализировать стратегию и результаты МДМ-банка в III-м квартале – очень сложном с точки зрения рыночной конъюнктуры. Мы выделяем следующие ключевые моменты:

*Банк увеличил объем денежных средств...*

- По сравнению с 1-м полугодием резко (на 62%) увеличился объем денежных средств на балансе банка. Аккумуляция денежных средств приняла в последние 2-3 месяца характер тенденции и происходило главным образом за счет сокращения торгового и кредитного портфелей.

*...резко сократил торговый портфель...*

- Торговый портфель ценных бумаг уменьшился за III квартал на 8.4 млрд руб. Мы отмечаем более чем 4-кратное сокращение репо-позиции, которое выглядит в текущих условиях вполне естественно. В то же время, продажа бумаг негативно отразилась на прибыли от торговых операций: если за 6 месяцев банк показал чистый торговый доход по МСФО в размере 507 млн руб., то по итогам 9 месяцев этот показатель снизился до 186 млн руб.

*...и замедлил рост кредитного портфеля*

- Рост кредитного портфеля был фактически приостановлен: за последние 3 месяца совокупный объем кредитов сократился на 5.6 млрд руб. Снижение особенно ощутимо в корпоративном сегменте, однако и розничный бизнес заметно потерял в динамике по сравнению с первой половиной 2007 года.

*Соотношение кредитов и депозитов снизилось с 2х до 1.6х*

- Соотношение кредитного портфеля и клиентских депозитов снизилось с 2х на конец 1-го полугодия до 1.6х. Очень высокое соотношение кредитов и депозитов в 2006-м и начале 2007 года позволяло банку быстро наращивать процентную маржу и доходность на капитал. Мы полагаем, что увеличение доли ликвидных активов может ухудшить показатели рентабельности по итогам 2007 года. Тем не менее, изменение структуры баланса в пользу ликвидности снижает зависимость банка от «оптового» фондирования, что, на наш взгляд, в текущей рыночной ситуации имеет гораздо большее значение для оценки кредитного профиля.

*Достаточность капитала возросла за счет доэмиссии в пользу IFC и увеличения доли высоколиквидных активов*

- Значение норматива достаточности капитала МДМ-банка, рассчитываемого по методике ЦБ, увеличилось с 11.2% до 13.5%. Рост достаточности капитала связан как с дополнительной эмиссией на \$184 млн (5% от уставного капитала), размещенной в сентябре в пользу IFC, так и с увеличением доли активов с низким уровнем риска на балансе банка.

### Основные показатели МДМ-банка по МСФО

Период	Совокупные активы, млрд руб	Кредитный портфель, млрд руб	Чистая прибыль, млрд руб	Кредиты/Депозиты, %	Долг / Обязательства, %	ROAE, %	Опер.расходы / опер.доходы, %	Достаточность капитала (H1), %
9М2006	207.5	137.4	2.2	166.8	14.9	11.7	48.9	14.5
2006	243.1	166.9	3.3	184.7	24.5	13.0	51.5	11.9
1пол2007	298.5	197.6	2.7	207.3	22.9	18.7	45.7	11.2
9М2007	312.1	191.6	3.9	164.8	20.3	17.5	46.8	13.5

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Погашение LPN в начале декабря должно пройти без проблем**

На наш взгляд, аккумулированный объем денежных средств позволит без особых проблем погасить LPN на \$250 млн в начале декабря 2007 г. Следующее крупное погашение долговых инструментов МДМ-банка – осенью 2008 года. Таким образом, «подушка ликвидности», сформированная банком в период волатильности на финансовых рынках должна обеспечить достаточный объем денежных средств, в т.ч. на случай оттока клиентских средств.

**«Подушка ликвидности» может отрицательно сказаться на прибыльности, но в текущих условиях ликвидность важнее**

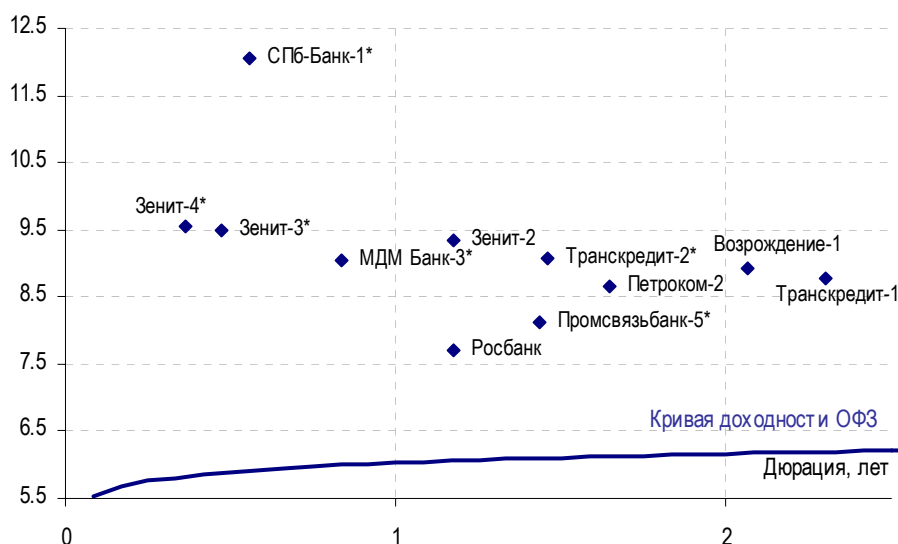
Возможными негативными последствиями изменения структуры активов могут стать замедление роста кредитного портфеля и слабые результаты торговых операций. Как следствие, рентабельность банка вновь снизится по сравнению с уровнем, достигнутым в 1-м полугодии. Тем не менее, для оценки кредитного профиля банка в настоящее время приоритетны адекватность капитала и ликвидность. Мы считаем, что МДМ-банк является одним из сильнейших частных банков России, имеет высокий уровень финансовой прозрачности и демонстрирует способность управлять структурой активов и обязательств в условиях ограниченного доступа к рыночному фондированию.

Доходность 3-го выпуска облигаций МДМ-банка была фактически заново определена рынком в начале октября 2007 г., когда банк сначала выкупил весь объем выпуска по оферте, а затем снова разместил его в рынок с доходностью около 11% (плюс комиссия за структурирование сделки).

**После прохождения оферты с премией, рублевые облигации МДМ-банка вернулись к более адекватному уровню доходности**

Новые покупатели облигаций получили премию за рефинансирование, затем покупки в бумагах МДМ-банка возобновились. Включение в Ломбардный список ЦБ прибавило выпуску привлекательности. В последние две недели бумаги МДМ-банка торговались с доходностью к оферте в октябре 2008 года на уровне 9.00% (спрэд к ОФЗ около 300 б.п.). Финансовый сектор по-прежнему наиболее уязвим к изменениям настроений иностранных инвесторов, поэтому мы нейтрально оцениваем выпуск МДМ-банка на текущих ценовых уровнях.

### Доходность облигаций на 23 ноября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ТГК-8: еще ближе к ЛУКОЙЛу

**ЛУКОЙЛ и Капиталь обсуждают возможность передачи пакета акций ТГК-8 в состав нового энергодивизиона концерна**

Сегодня Коммерсант сообщает, что ТГК-8 может уже в апреле 2008 г. войти в состав энергодивизиона ЛУКОЙЛа вместе с основным оператором по поставкам электроэнергии предприятиям холдинга – компанией ЛУКОЙЛ-Энергогаз. Юридическая структура нового энергодивизиона пока неизвестна. Механизм передачи пакета акций ТГК-8, принадлежащего сейчас группе Капиталь, также только предстоит определить. Тем не менее, мы полагаем, что переход контроля над ТГК-8 к ЛУКОЙЛу способен усилить кредитный профиль энергокомпании, прежде всего с точки зрения доступа к финансированию инвестпроектов.

**Детали возможной сделки пока неизвестны...**

Напомним, в октябре была проведена допэмиссия акций ТГК-8. Допэмиссия была выкуплена компанией Gatecraft Ltd., представляющей интересы группы Капиталь. После завершения выкупа госдоли к апрелю 2008 года, пакет Gatecraft увеличится до 47%. Таким образом, вместе с пакетами еще двух компаний – «Промрегион Холдинг» и «Энергостратегия» – ЛУКОЙЛ может консолидировать около 76% акций ТГК-8.

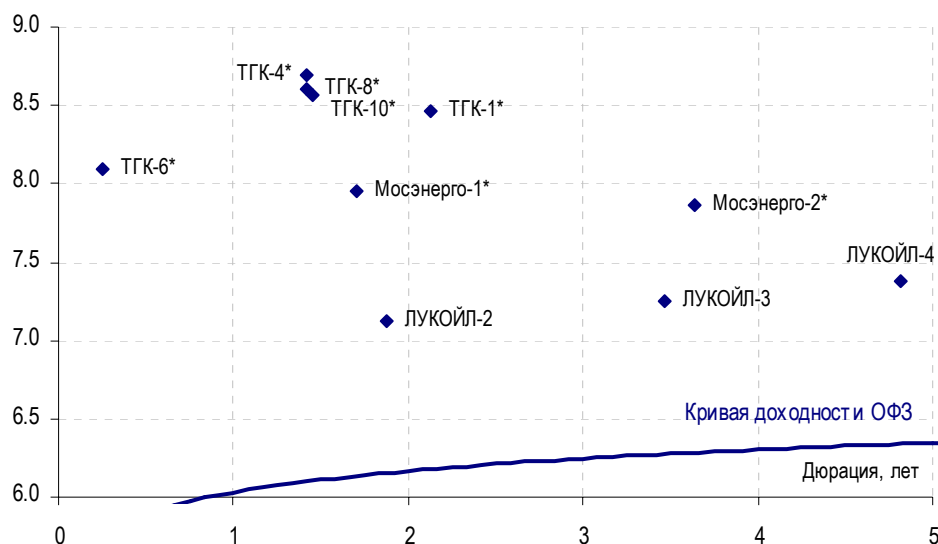
**...однако создание ЛУКОЙЛом собственного энергодивизиона логично...**

Структура нового энергодивизиона ЛУКОЙЛа пока не определена – речь пока идет лишь о предварительных планах. Возможную структуру сделки по передаче акций ТГК-8 также обсуждать преждевременно. Однако мы полагаем, что переход компании под прямой контроль ЛУКОЙЛа вполне логичен, поскольку развитие генерирующих активов ТГК-8 является важным условием реализации крупных проектов ЛУКОЙЛа на Каспийском шельфе.

**...и может усилить кредитный профиль ТГК-8**

Облигации тепловых генкомпаний со сравнимыми кредитным качеством и дюрацией (ТГК-4, ТГК-8 и ТГК-10) за последние недели сблизилась на кривой доходности. На наш взгляд, сложившиеся уровни доходности бумаги трех компаний в целом адекватно отражают кредитные характеристики. Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе «фактор ЛУКОЙЛа» может играть поддерживающую роль для бумаг ТГК-8, особенно после того как прояснятся детали возможной сделки.

### Доходность облигаций на 23 ноября



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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

**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.