

Рублевые корпоративные облигации

14 февраля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

- УБРИР: доходность выше чем риск » стр.2

КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

- Микояновский мясокомбинат » стр.4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4569	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	24.6655	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 93.75	+ 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.92%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.44%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	179	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	552.2	- 28.3
Остатки на д/с, млрд руб.	160.5	- 29.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 30.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

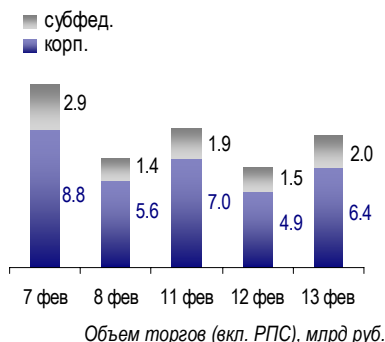
СКОРО

- Планируются выпуски Разгуляй-4 (3 млрд руб., 5 лет) и Разгуляй-5 (2 млрд руб., 5 лет)

ВЧЕРА

- ОФЗ-АД 46021 (дюрация 7.4 года) размещен на 2.37 млрд руб. из 3 млрд руб. под 6.46% годовых
- ОФЗ-АД 46022 (дюрация 9.5 года) размещен на 10 млн руб. из 3.15 млрд руб. под 6.60% годовых

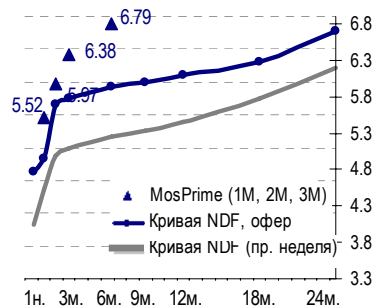
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

14 фев	Размещение Микояновский мясокомбинат-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
15 фев	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Размещение ОБР-4 (50 млрд руб., погашение 16 июня 2008 года)
20 фев	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (10 млрд руб., дюрация 4.7 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (15 млрд руб., дюрация 12.4 года)
26 фев	Уплата НДС, ½ суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	99.75	+ 70	3.3	7.20%
Мосэнерго-2	99.83	+ 33	3.4	*7.85%
Газпром-6	100.00	+ 5	1.4	7.07%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кубаньэн-1	99.80	+ 29	1.6	8.14%
Таттелеком-1	100.45	+ 15	0.7	*9.40%
ВТБ 24-1	100.20	+ 15	0.6	*8.01%

Лидеры падения

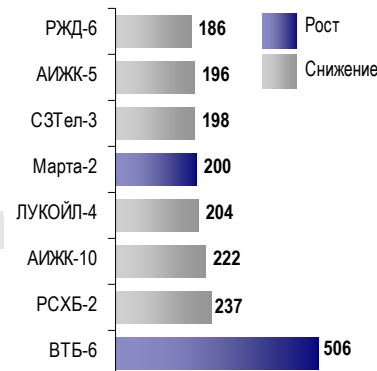
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	98.00	- 45	5.9	8.65%
РСХБ-2	98.10	- 35	2.7	8.85%
ФСК-2	101.98	- 12	2.2	7.45%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	97.50	- 49	1.5	*10.94%
Куйбазот-2	99.20	- 32	2.6	9.31%
ТГК-8	99.40	- 15	1.2	*8.68%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

УБРИР: доходность выше чем риск

УБРИР – один из представителей банковского сектора в высокодоходном сегменте

Уральский банк реконструкции и развития (УБРИР, S&P B-, Moody's B3) – один из ведущих банков Уральского региона и крупнейший частный банк в Свердловской области. Акционерами банка являются владельцы Русской медной компании – крупного производителя рафинированной меди (выручка по МСФО за 2006 год \$1.1 млрд). Мы считаем, что облигации УБРИР недооценены рынком по сравнению с выпусками ряда банков с сопоставимым кредитным качеством.

Сильные рыночные позиции в Уральском регионе; приоритетные направления - розница и МСБ

По активам УБРИР занимает около 20% рынка в Екатеринбурге и 6% в Уральском регионе без учета доли Сбербанка (по срочным депозитам физ. лиц 30% и 11% соответственно). Исторически УБРИР формировался как корпоративный банк, вовлеченный в кредитование инвестиционных проектов своих акционеров. Начиная с 2005 года, банк активно наращивает филиальную сеть в регионе и развивает кредитование розничных клиентов и предприятий малого и среднего бизнеса (МСБ). По состоянию на конец первого полугодия 38% кредитного портфеля банка приходилось на проекты акционеров, 30% - кредиты физическим лицам, 16% - МСБ. Филиальная сеть банка состоит из более 80 отделений в 9 регионах России с наиболее плотным покрытием в Свердловской области.

Очень слабая рентабельность банковского бизнеса, но существуют предпосылки к ее улучшению

УБРИР демонстрирует достаточно скромную прибыльность (ROAA 1.14%, ROE 10.3% на конец 1-го полугодия 2007). Инвестиции в развитие филиальной сети оказывают серьезное давление на рентабельность банка – соотношение непроцентных расходов к операционной прибыли/усредненным активам составляло 86% и 6.3% соответственно, что, на наш взгляд, является достаточно слабым показателем. Без учета доходов от бизнеса, не связанного с банковской деятельностью (строительство жилых домов в Екатеринбурге и Сочи), УБРИР, по сути, был бы убыточен по состоянию на конец июня 2007 года. Однако мы полагаем, что дальнейший рост в сегментах розничного кредитования и МСБ позволит банку покрывать операционные расходы за счет банковского бизнеса уже в ближайшее время.

Кредитование инвестиционных проектов акционеров – слабая сторона

Слабой стороной УБРИР является высокая доля инвестиционных кредитов связанным сторонам. По состоянию на 1 июля 2007 года такие кредиты превышали собственный капитал банка более чем в два раза. Банк исторически является нетто-кредитором по отношению к связанным сторонам – т.е. практически не имеет фондирования со стороны акционеров и используется группой как дополнительный источник ресурсов. Стоит отметить, что в последнее время рост объема кредитов связанным сторонам серьезно замедлился, высвобождая ресурсы для развития «рыночных» направлений.

«Свободный» капитал УБРИР (капитал за вычетом инвестиций в недвижимость и кредитов связанным сторонам) был отрицательным несмотря на его увеличение в 2006 году. В конце 2007 года банк привлек субординированный кредит в 50 млн. долларов на срок 10 лет от банка AVN Amго, что, тем не менее, не улучшило положение дел, и показатель «свободного» капитала остается в отрицательной зоне.

Качество активов приемлемо, и мы не ждем «сюрпризов»

Качество активов банка остается на приемлемом уровне – просроченные кредиты составляют 2,36% от общего кредитного портфеля или 3,48% от «рыночного» кредитного портфеля (за вычетом кредитов акционерам). Мы не ожидаем больших «сюрпризов», т.к. доля высокорискового кредитования физических лиц относительно невысока (составляет порядка трети всего розничного портфеля или 10% от общего), в то время как в корпоративном кредитовании банк обладает достаточным опытом и вряд ли совершит серьезные ошибки.

Риски рефинансирования незначительны

Риски рефинансирования для УБРИР мы оцениваем как незначительные. Поскольку банк всегда ориентировался на привлечение ресурсов от населения, соотношение кредитного портфеля к депозитам составляло около 80% за последние 3 года. Это является весьма

сильным показателем и говорит о невысокой зависимости банка от рынков капитала. На фоне растущих ставок привлечения депозитов физических лиц, мы не видим больших рисков для УБРИР в ближайшие несколько месяцев - благодаря широкой чистой процентной марже (5% по итогам 1-го полугодия 2007 г.) банк обладает неплохим запасом для роста стоимости фондирования.

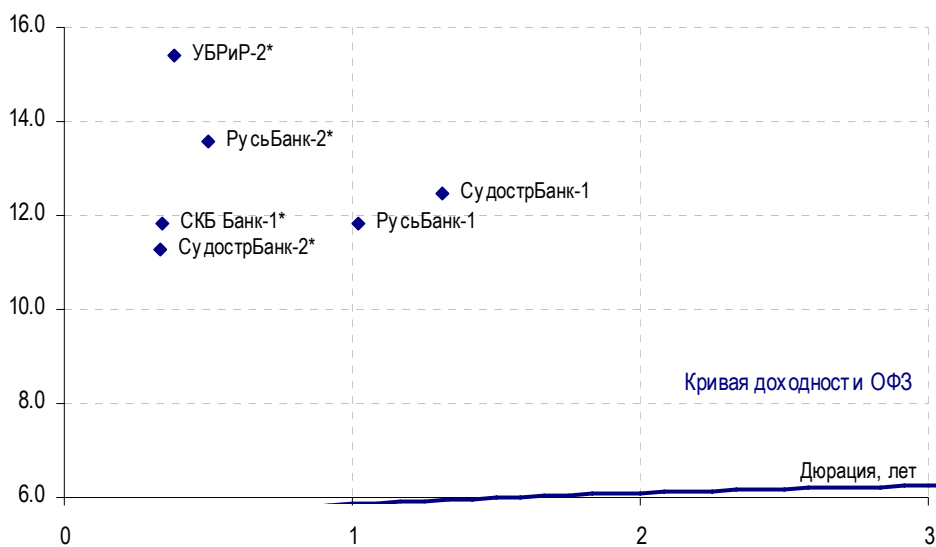
Существует вероятность поддержки акционеров

Несмотря на тот факт, что УБРИР, очевидно, не является центром прибыли группы, мы считаем, что в кризисной ситуации банк может рассчитывать на поддержку со стороны акционеров. По нашему мнению, банк с разветвленной сетью в регионе и сильной депозитной базой является весьма привлекательным активом с точки зрения покупки. Стоимость бизнеса УБРИР может оцениваться с мультипликатором к капиталу около 3х, что увеличивает вероятность поддержки акционеров.

Бумаги УБРИР недооценены и предлагают хорошую доходность к оферте

В целом, мы отмечаем достаточно слабые фундаментальные показатели банка, но в то же время видим ряд позитивных тенденций в развитии УБРИР и в определенной степени рассчитываем на вероятность поддержки со стороны акционеров. С нашей точки зрения, у банка не возникнет серьезных проблем с прохождением оферты в июле 2008 года и считаем, что его бумаги могут быть привлекательны для инвесторов с соответствующим аппетитом к риску. Доходность к оферте бумаг УБРИР Финанс 2 составляла вчера 15.41%, что эквивалентно спреду к кривой ОФЗ в 991 б.п. Мы считаем, что кредитное качество УБРИР недооценено рынком по сравнению с сопоставимыми выпусками СКБ-Банка, Судостроительного Банка и Русь Банка, которые торгуются с более низкой доходностью.

Доходность облигаций на 13 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

Микояновский мясокомбинат

Новый выпуск Микояновского МК позиционируется со ставкой купона от 12%

Сегодня состоится размещение 2-го выпуска облигаций Микояновского мясокомбината (ММК, 2 млрд руб., оферта через 1.5 года). Ключевым риском кредитного профиля компании мы считаем низкую прозрачность финансовых потоков внутри группы Эксима, контролирующей комбинат. На наш взгляд, ориентир организаторов по ставке купона 12% не оставляет существенного потенциала роста цены облигаций. Учитывая низкий рыночный спрос на бумаги с дюрацией больше 1 года, для обеспечения достаточного рыночного спроса потребуются дополнительная премия.

Микояновский – вертикально-интегрированный производитель мясopодуктов

ММК – один из лидеров российского рынка мясopереработки, уступающий по размерам только группам Черкизово и Продо. Комбинат выгодно отличается от большинства мелких игроков «вертикальной интеграцией» бизнеса. Компания самостоятельно обеспечивает поставки импортного сырья, имеет собственные сырьевые подразделения, дистрибуцию (доля прямой дистрибуции через розничные сети – около 20%), а также обладает логистической инфраструктурой.

Финансовые показатели чувствительны к росту цен на сырое мясо

К числу основных рисков операционной деятельности ММК мы относим относительно небольшой запас по рентабельности в случае резкого роста цен на сырое мясо, доля которого в себестоимости компании превышает 65%. По данным отчетности по РСБУ за 9 месяцев 2007 года, рентабельность EBITDA составила 9.4% (за 2006 год – 7.6%). Несмотря на то, что компания способна перекаладывать рост цен на сырье на потребителей, в отдельных ситуациях ММК может сталкиваться с демпингом со стороны конкурентов.

Доля высокомаржинальной продукции пока невелика

Главным способом сохранить рентабельность без ущерба для рыночных позиций для комбината является увеличение доли высокомаржинальной продукции, в т.ч. менее чувствительной к колебаниям цен на сырое мясо. Однако пока доля премиального сегмента в структуре продаж ММК невелика: около 3% продаж приходится на деликатесную группу и 5% - на сегмент сырокопченых колбас.

Финансовые результаты ММК по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый Долг*	Долг / EBITDA, раз	Капитальные затраты
2005	8 766	770	8.8%	3 299	4.3x	169
2006	9 631	733	7.6%	3 291	4.5x	762
9M2007	6 951	696	9.4%	2 880	3.4x	600**

* - долг включает займы ЗАО АВК «Эксима» ** - прогноз компании на 2007 год

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Комбинат контролируется крупным агрохолдингом, который свои показатели не раскрывает

Контролирующим акционером комбината является крупный агрохолдинг Эксима. ММК фактически является частью диверсифицированной группы, при этом более половины совокупного долга комбината приходится на займы от материнской компании. Учитывая, что Эксима не раскрывает консолидированных показателей, мы оцениваем финансовую прозрачность группы как сравнительно низкую.

Мы отмечаем, что Эксима имеет собственные крупные инвестиционные проекты (например, строительство свинокомплекса в Ивановской области стоимостью 2.6 млрд руб.). По данным меморандума, инвестпрограмма Эксимы финансируется за счет банковских кредитов с частичным субсидированием процентной ставки. Однако мы полагаем, что при определенных обстоятельствах средства ММК могут быть направлены на финансирование других бизнес-направлений холдинга.

Показатели ММК сильно зависят от внутригрупповых операций

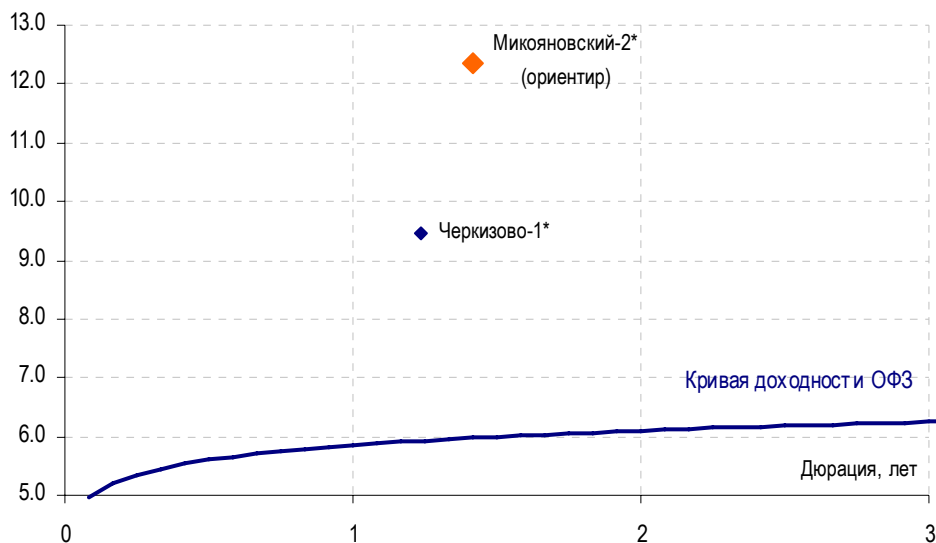
Значительный объем сделок внутригруппового фондирования затрудняет оценку долговой нагрузки ММК. Мы также отмечаем высокие процентные ставки по предоставленным комбинату займам ЗАО АВК «Эксима» (19.8-28.6%, общая сумма на конец 3кв2007 – 1.4 млрд руб. или 53% от долга компании без учета векселей). Без учета внутригрупповых займов долговая нагрузка ММК составила бы не более 1.5х. Однако займы холдинговой компании, вероятнее всего, не субординированы по отношению к держателям облигации, поэтому мы считаем правильным оценивать долговую нагрузку по совокупному долгу.

Долговая нагрузка без учета займов Эксимы – на приемлемом уровне, однако прогнозируемость финансовых показателей ограничена

По данным меморандума, часть средств от размещения будет направлена на погашение краткосрочного долга (1.4 млрд руб. на конец 3кв2007). Исходя из консервативных предположений, мы полагаем, что в 2008 году долговая нагрузка все же возрастет до 4.5-5.0х Долг/ЕБИТДА. Прогноз в данном случае носит условный характер, т.к. реальный уровень долговой нагрузки будет во многом определяться политикой перераспределения ресурсов между компаниями группы. По нашему мнению, данный фактор имеет принципиальное значение для оценки кредитного профиля компании.

Единственным отраслевым аналогом ММК на долговом рынке является Черкизово, облигации которого не отличаются высокой ликвидностью и поэтому вряд ли могут служить корректным ориентиром для бумаг ММК. Учитывая низкий спрос на бумаги с дюрацией более 1 года, мы полагаем, что новый выпуск может заинтересовать большинство инвесторов лишь при условии дополнительной премии. Ориентир организаторов (ставка купона 12%), на наш взгляд, близок к минимальному уровню, на котором выпуск может быть успешно размещен. Поэтому мы считаем, что потенциал роста цены облигаций ММК практически отсутствует.

Доходность облигаций на 13 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
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
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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