

Рублевые корпоративные облигации

10 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Черкизово: результаты 2007 года » стр.2

ЭКОНОМИКА

- Инфляция: Недельный рекорд » стр.4

Индикаторы

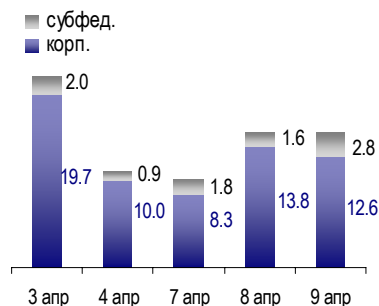
Долларов США за Евро	1.5829	+ 0.8 %
Рублей за доллар США	23.5482	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 108.25	+ 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.76%	+ 10 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.29%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	188	+ 14 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	555.8	+ 24.0
Остатки на д/с, млрд руб.	237.0	- 16.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 13.8	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск УРСИ-8 (2 млрд руб.) размещен под 9.83% годовых к оферте через 2 года
- ОФЗ-ПД 25062 (дюрация 2.9 года) размещен на 5.58 млрд руб. из 6 млрд руб. под 6.42% годовых
- ОФЗ АД 46021 (дюрация 7.5 лет) размещен на 8.25 млрд руб. из 9 млрд руб. под 6.69% годовых
- Выпуск Москва-46 (дюрация 1.2 года) размещен на 4.65 млрд руб. из 5 млрд руб. под 7.03% годовых

Объем торгов на ММВБ

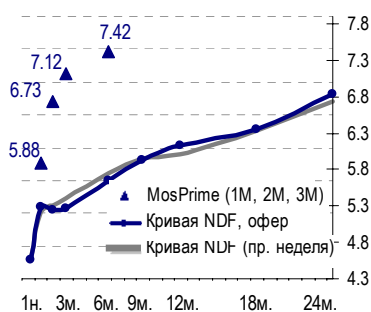


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 10 апр Размещение Сорус Капитал-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008)
Заседание ЕЦБ по ставкам
- 14 апр Размещение Арктел-2 (1 млрд руб., оферта через 2 года)
- 15 апр Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
Уплата ½ суммы акцизов
- 17 апр Размещение Стройтрансгаз-3 (5 млрд руб., годовая оферта)
- 23 апр Размещение ГЛОБЭКС-1 (4 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	97.95	+ 105	3.4	*8.45%
Мосэнерго-1	99.30	+ 55	1.4	*8.22%
Газпром-8	99.20	+ 35	3.1	7.39%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	106.65	+ 49	1.3	8.70%
Росбанк	100.05	+ 45	0.8	7.76%
СевстАвто-2	96.60	+ 30	2.1	*9.60%

Лидеры падения

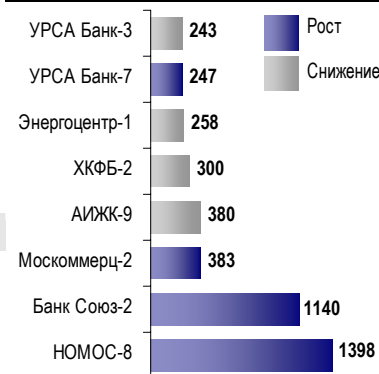
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	93.00	- 30	5.1	9.22%
РЖД-5	100.10	- 15	0.8	6.63%
РСХБ-4	99.85	- 15	0.5	*8.70%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	96.00	- 30	1.4	*12.38%
Иркут-3	99.20	- 20	2.2	9.32%
СибирьТел-6	99.81	- 19	0.4	*8.45%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Черкизово: результаты 2007 года

Финансовые результаты 2007 года в целом нейтральны

Группа Черкизово в среду раскрыла финансовые результаты по US GAAP за 2007 г. Отчетность отражает существенные успехи компании с точки зрения операционной эффективности бизнеса. Однако для оценки кредитного профиля группы результаты нейтральны, т.к. долговая нагрузка Черкизово остается сравнительно высокой как следствие инвестиционной активности.

Рентабельность компании улучшается за счет развития высокодоходных сегментов...

Мы отмечаем рост рентабельности компании, который обеспечен, прежде всего, сегментами мяса птицы и свиноводства. Покупка лидирующего производителя «Куриное Царство» привела к тому, что производство птицы теперь приносит компании половину от консолидированной EBITDA, а доля свиноводства (самого рентабельного бизнеса группы) быстро увеличивается, превысив 25% по итогам 2007 года.

..., что с учетом отказа от низкомаржинальных сегментов должно поддержать рост рентабельности в 2008 году.

В 2007 году компания сокращала объемы производства низкомаржинальной продукции в сегменте мясопереработки и сфокусировалась на производстве продуктов класса «премиум». В результате объем производства сектора мясопереработки снизился на 4%, доля мясопереработки в совокупной выручке компании сократилась с 72% до 58%, а в консолидированной EBITDA с 45% до 30%.

Мы полагаем, что стратегия, направленная на рост, прежде всего, в высокомаржинальных сегментах, должна обеспечить дальнейшее увеличение рентабельности группы в целом

Результаты Группы Черкизово по US GAAP (\$млн)

Год	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА, %	Валовый долг	Валовый долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	543	66	12.1	233	3.5x	4.1x
2006	632	74	11.7	367	5.0x	4.4x
2007	841	115	13.7	656	5.7x	6.1x

* Источник – данные компании, оценки Райффайзенбанка

Инвестиционный план на 2008 года: \$50 млн без учета M&A

В прошлом году реализация инвестиционной программы компании несколько отставала от графика: группа потратила на инвестиции около \$140 млн из запланированных \$160 млн. Компания планирует объем капитальных затрат в 2008 году на уровне \$50 млн, однако этот показатель не учитывает потенциальные сделки M&A, проведение которых в 2008 Черкизово не исключает.

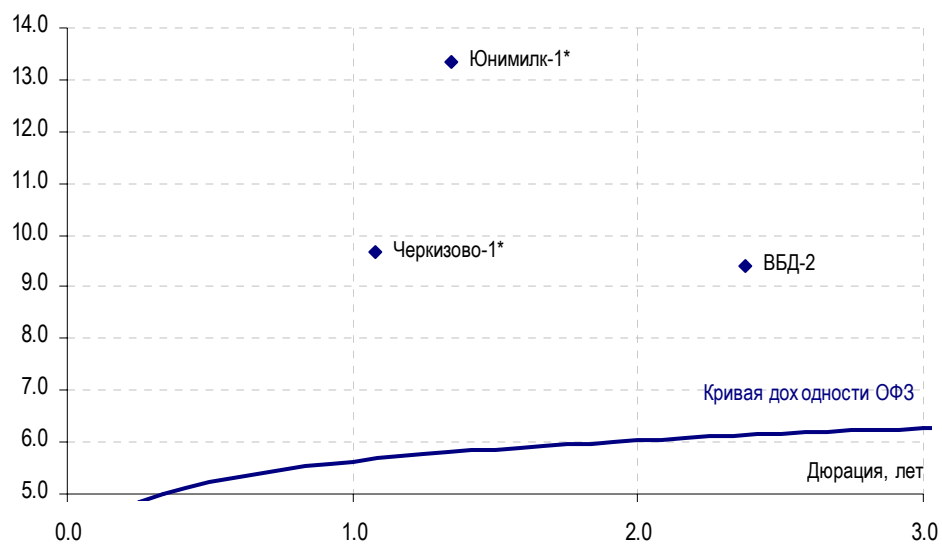
Долговая нагрузка должна сократиться, вполне вероятно за счет проведения SPO

Долговая нагрузка компании, рассчитанная по валовому долгу, осталась на уровне 5.7x к EBITDA (2006: 4.4x). Учитывая, что объем запланированных инвестиций на 2008 год существенно меньше предыдущих лет, компания планирует сократить долговую нагрузку, рассчитанную по чистому долгу, до уровня 4.5x EBITDA. В то же время мы отмечаем, что существенная часть займов компании погашается в уже в 2008 году (\$50 млн долгосрочных кредитов и не менее \$90 млн краткосрочных займов). Таким образом, в этом году компании придется занять/рефинансировать как минимум \$200 млн (без учета финансирования M&A), и вполне вероятно, что Черкизово попытается провести SPO. На этот же факт, кстати, указывает и формат аудированной отчетности за 2007 год – часто перед размещением акций компании представляют показатели за 3 последующих года вместо обычных двух.

Облигации Черкизово не обладают существенным потенциалом роста цены

В целом мы оцениваем финансовые результаты Черкизово за 2007 год как нейтральные для оценки кредитного качества группы. По нашему мнению, единственный рублевый выпуск Черкизово-1, доходность которого сегодня составляет 10.31% к оферте в июне 2009, переоценен рынком. На наш взгляд, наиболее адекватным аналогом для Черкизово является Юнимилк: обе компании находятся в активной инвестиционной фазе, динамично развиваются в т.ч. за счет M&A; долговая нагрузка обеих компаний высока. Доходность бумаг Юнимилка к оферте в сентябре 2009 года сегодня составляет более 13%, поэтому мы считаем их более привлекательными.

Доходность облигаций на 9 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

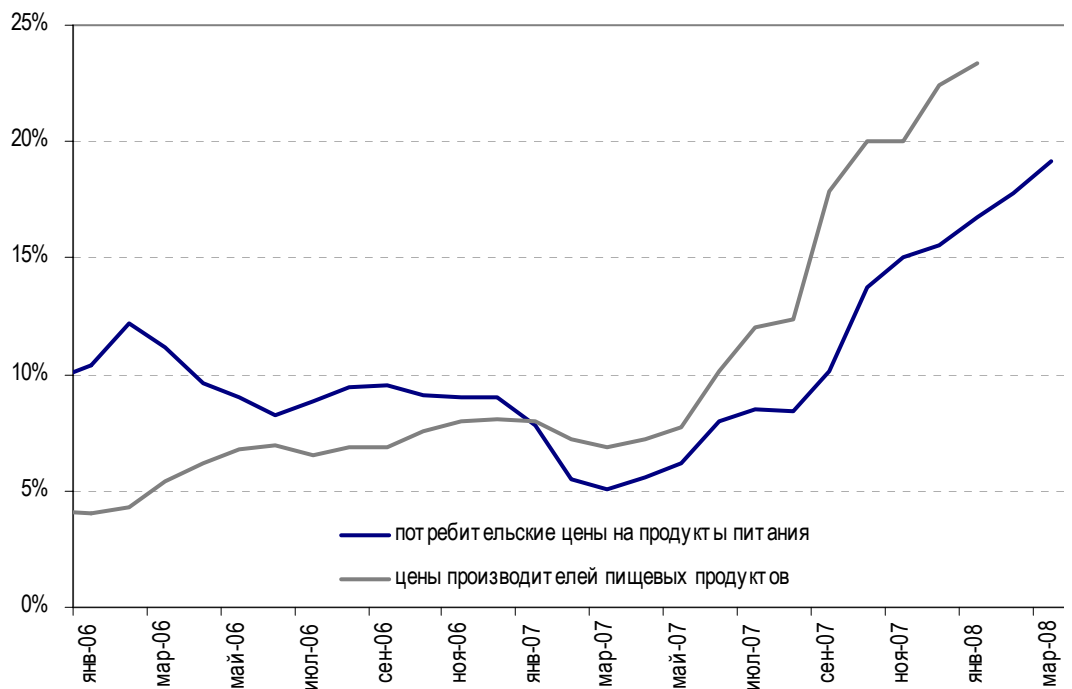
Инфляция: Недельный рекорд

Первая неделя апреля принесла удручающие данные по росту цен. Вопреки ожиданиям властей инфляция разгоняется бешеными темпами. По предварительной оценке Росстата потребительские цены выросли за неделю на 0.5%, главный вклад опять внесли продовольственные товары. Это наиболее высокие темпы инфляции за последние годы.

Цены производителей по-прежнему растут быстрее потребительской инфляции

Если посмотреть на динамику цен производителей, то можно увидеть, что потенциал для роста стоимости продуктов питания по-прежнему высок. К примеру, в феврале 2008 года цены производителей пищевых продуктов выросли на 23.5% по сравнению с февралем прошлого года, в то время как потребительские цены на продукты питания - на 17.8%. Спрос на продовольственные товары в основном неэластичен и поэтому у розничных продавцов есть возможность переложить большую часть своих выросших издержек на потребителей. В конце концов, это выливается в повышенную инфляцию.

Рост цен на продукты питания (YoY)



Источник: Росстат

Также не стоит забывать и о психологических факторах инфляции, которые в нашей стране очень сильны. Разгоняющийся рост цен на продукты питания может спровоцировать панический спрос на не скоропортящиеся продовольственные товары: макаронные изделия, крупы, подсолнечное масло и т.д., что еще больше подстегнет инфляцию. Украина похоже уже вошла в такую инфляционную спираль, в России риски подобного развития событий повысились до максимума за последние 7 лет.

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
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

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 9978

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	npatrahin@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 Михалевиц	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.