

# Рублевые корпоративные облигации

18 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

- Разгуляй: 10 миллиардов – в землю >> Стр.2
- УБРИР: время фиксировать прибыль >> Стр.4

### ЭКОНОМИКА

- Наводнения в США и Китае – новая инфляционная угроза >> Стр.6

## Индикаторы

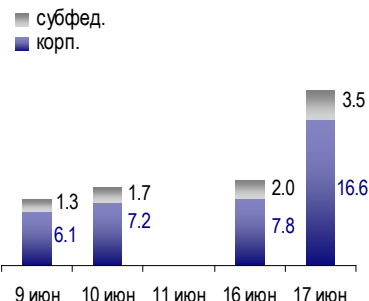
Долларов США за Евро	1.5476	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	23.6423	- 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	131.09	- 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.60%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.54%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	133	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	688.4	+ 11.7
Остатки на д/с, млрд руб.	183.1	+ 33.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 36.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- Авеню финанс планирует в первой половине июля разместить дебютный заем на 3.5 млрд руб., оферта через 1 год
- ТД Евросеть планирует в середине лета разместить облигации 3-й серии на 5 млрд руб.

## Объем торгов на ММВБ

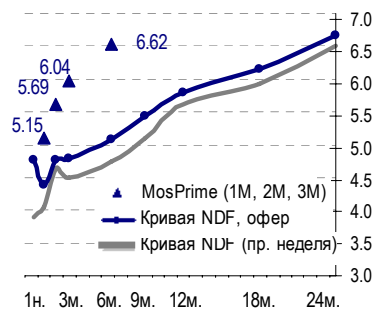


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

19 июн	Размещение Банк Ренессанс Капитал-3 (4 млрд руб., годовая оферта)
23 июн	Размещение Промсвязьбанк-6 (5 млрд руб., годовая оферта)
24 июн	Размещение Кредит Европа Банк-2 (4 млрд руб., годовая оферта)
24 июн	Размещение Генерирующая компания-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
25 июн	Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
25 июн	Заседание ФРС по ставкам
30 июн	Уплата налога на прибыль

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-596.65	+ 35	3.3	8.65%
Газпромбанк-196.60	+ 25	2.4	8.76%
ФСК-4100.15	+ 19	2.9	7.37%

### 2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир90.60	+ 47	5.3	10.71%
Русфинанс-497.65	+ 40	1.5	9.51%
ХКФБ-298.80	+ 35	0.9	*10.94%

## Лидеры падения

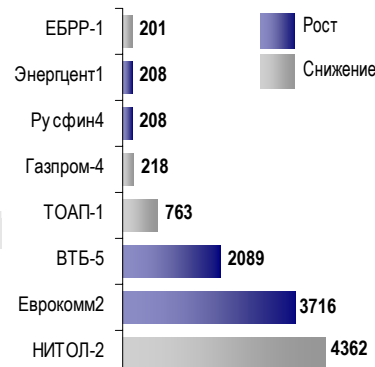
### 1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-1093.70	- 30	5.7	9.51%
АИЖК-992.45	- 28	5.0	9.38%
ОГК-697.40	- 20	1.7	*9.31%

### 2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газэнергосет-2101.80	- 20	1.3	*9.51%
ТГК-10-2100.56	- 19	0.6	*9.01%
Ленэнерго-393.25	- 15	3.3	10.44%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Разгуляй: 10 миллиардов – в землю

*Разгуляй опубликовал полную версию отчетности за 2007 год: результаты смешанные, теперь ждем SPO*

Вчера группа Разгуляй опубликовала отчетность по МСФО за 2007 год. Предварительные оценки были озвучены компанией еще в марте, поэтому существенная реакция инвесторов на выход отчетности маловероятна. Основным фактором, влияющим на котировки облигаций Разгуляя, сейчас являются ожидания по размещению новых выпусков (в т.ч. биржевых облигаций и CLN) в целях рефинансирования, а также по привлечению бридж-финансирования перед SPO.

Мы полагаем, что единственный ликвидный выпуск компании – Разгуляй-3 (дюрация 0.7 года) – не привлекателен для покупки с доходностью к оферте ниже 12% из-за ожиданий по новому предложению долга и амбициозной инвестпрограммы. В то же время, облигации компании могут в ближайшие месяцы получить импульс к спекулятивному росту котировок, если Разгуляю удастся воспользоваться подъемом интереса к сельскохозяйственному сектору и успешно разместить допэмиссию акций на \$250-300 млн.

Финансовые результаты группы Разгуляй за 2007 год:

- Выручка 31.0 млрд руб. (+35% к 2006 г.);
- EBITDA\*: 3.4 млрд руб.; маржа EBITDA: 11%
- Валовый долг: 14 млрд руб. Долг/EBITDA: 4.1x

*\* с учетом корректировки показателя EBITDA на разовые доходы от продажи активов*

*С учетом корректировки на прибыль от продажи активов, показатель Долг/EBITDA превысил 4x, при этом уровень долговой нагрузки во многом зависит от успеха размещения акций*

Мы отмечаем, что аудиторы подписали отчетность группы с оговоркой, связанной с потенциальным расхождением между балансовой и рыночной стоимостью имущества Разгуляя. В последний раз оценка основных средств была проведена компанией на конец 2005 года, и соответственно, данные могли устареть. Впрочем, это важно только с точки зрения обеспечения долга активами компании – около 60% от совокупного долга приходится на обеспеченные кредиты. Долговая нагрузка Разгуляя по итогам 2007 года составила 4.1x Долг/EBITDA, при этом менеджмент компании считает приемлемым для отрасли уровень 4.5-5.0x по чистому долгу.

*Более 60% от совокупного долга – краткосрочные обязательства*

На наш взгляд, главным негативным фактором для оценки кредитного качества является большая доля краткосрочного долга (9 из 14 млрд руб. на конец 2007 года), что на фоне значительного объема инвестпрограммы 2008 года – порядка 3.6 млрд руб. – делает весьма актуальным вопрос рефинансирования текущих обязательств. Мы также не склонны преувеличивать значимость государственных субсидий по кредитам на развитие сельхозпроизводства, т.к. по данным отчетности сумма таких компенсаций за 2007 год составила не более 20% от совокупных процентных расходов компании, а соотношение скорректированного показателя EBITDA и расходов на обслуживание долга – около 2x.

*Рост потребностей в оборотном капитале – специфика сельскохозяйственной отрасли*

Дополнительный фактор, ведущий к увеличению краткосрочного долга – потребность в финансировании оборотного капитала, который с учетом запасов вырос за прошлый год на 2.3 млрд руб. В зависимости от ценовой конъюнктуры, группа создает запасы в отдельных сегментах, что приводит к существенной волатильности показателей. В 2007 году значительно увеличилась выручка зернового сегмента (на 69%), в то время как продажи сахарного дивизиона стагнировали, а его рентабельность – снизилась.

*Динамика рентабельности несколько разочаровала*

Мы считаем важным отметить, что рост выручки в зерновом сегменте, доходы которого в основном формируются за счет торговых операций, вовсе не гарантирует роста рентабельности группы. Учитывая, что значительная часть прибыли компании за 2007 год сформирована за счет продажи активов, мы считаем более информативными показатели валовой рентабельности. Валовая маржа, рассчитанная по консолидированному отчету о прибылях и убытках, снизилась в 2007 году с 20.5% до 19.2%. Поэтому говорить о повышении эффективности основного бизнеса Разгуляя пока преждевременно.

**Новая идея Разгуляя – расширение портфеля земельных участков**

Инвестиционная стратегия группы направлена прежде всего на расширение портфеля земельных участков. Вчера менеджмент компании озвучил планы по увеличению земельного банка с 416 до 600 тыс га уже до конца 2008 года и выделить земельные активы в отдельный субхолдинг «Разгуляй-Агро». Эта новость, возможно, носит позитивный характер для инвесторов на рынке акций, разделяющих оптимизм по поводу перспектив сельскохозяйственного сектора. Однако, с кредитной точки зрения она означает потенциальное наращивание долга, поскольку операционный денежный поток компании остается отрицательным.

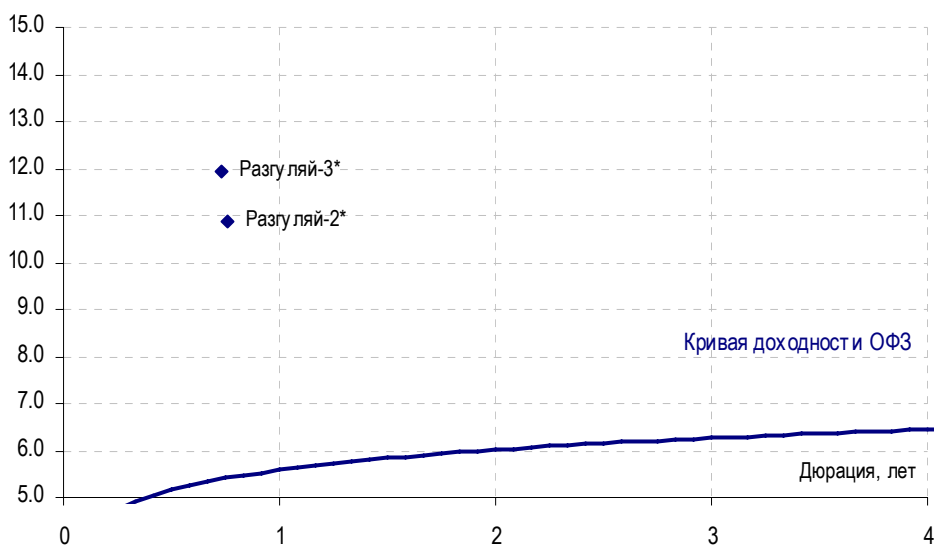
**Расширение земельного фонда обойдется компании в 10 млрд руб. – это превышает сумму, которую компания может привлечь за счет продажи акций**

Как следует из распространенной вчера презентации, компания планирует в 2008 году инвестировать в расширение земельного фонда около 10 млрд руб. и еще 4.2 млрд. руб. - в 2009 году. Очевидно, что в этом случае средства от SPO не покрывают полностью масштабные капвложения группы. В сочетании с большим объемом краткосрочных обязательств, данный фактор формирует ожидания инвесторов по новому предложению долговых инструментов Разгуляя, частично уже подтвержденные (в части крупного выпуска CLN) менеджментом компании.

**Успех SPO способен вызвать покупки и в долговых бумагах Разгуляя, но фундаментальных причин для переоценки кредитного качества компании недостаточно**

Единственной альтернативой долговому финансированию для Разгуляя является проведение SPO. Допэмиссия акций группы может пройти в ближайшие месяцы (возможно, уже в июле) и, по предварительным оценкам, должно принести \$250-300 млн. Мы не исключаем, что успех IPO может вызвать рост котировок облигаций Разгуляя. Однако с фундаментальной точки зрения мы пока не видим причин для сужения спредов: приобретение земельных активов может потребовать увеличение инвестиций, при этом о результативности обновленной стратегии Разгуляя пока говорить преждевременно, а отчетность за 2007 год не дает оснований ожидать резкого повышения эффективности. По нашему мнению, выпуск Разгуляй-3 при текущем уровне доходности (ниже 12% УТР) не представляет интереса для среднесрочных стратегий. Выпуск Разгуляй-2 низколиквиден после того, как значительная его часть была выкуплена по оферте в апреле.

**Доходность облигаций на 17 июня**



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## УБРИР: время фиксировать прибыль

**УБРИР отчитался по МСФО за 2007 год – результаты в целом соответствуют нашим ожиданиям**

Уральский банк реконструкции и развития (УБРИР, S&P B-, Moody's B3) отчитался за 2007 год по МСФО. В целом результаты банка не преподнесли особых сюрпризов и наша оценка фундаментального кредитного качества УБРИР остается прежней (см. наш отчет от 14.02.2008). Мы считаем, что потенциал роста цены рублевых облигаций банка исчерпан и рекомендуем инвесторам, занявшим позиции в выпуске УБРИР Финанс 2 в первом квартале 2008 года, фиксировать прибыль на оферте 10.07.2008. «Справедливый» уровень доходности выпуска для успешного прохождения оферты мы оцениваем при ставке купона не менее 12.5%.

### Основные показатели УБРИР по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Капитал / Активы, %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	Проблемные кредиты / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
2007	1652	10.67	84	6.36	1.17	5.11	0.93	3.75	2.87
2006	1026	9.95	79	6.89	1.25	5.22	1.49	1.62	2.70

**Сильные стороны кредитного профиля УБРИР – доля рынка, поддержка акционеров и низкие риски рефинансирования**

Результаты банка за 2007 год вряд ли можно назвать впечатляющими и, по нашему мнению, основными сильными сторонами кредитного профиля УБРИР остаются:

- уверенные рыночные позиции в Уральском регионе - 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)
- вероятность поддержки со стороны акционеров (владельцев Русской медной компании) - мы считаем, что 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
- несущественные риски рефинансирования - банк исторически ориентировался на привлечение ресурсов от населения, соотношение кредитного портфеля к депозитам составляло около 80% за последние 3 года, что говорит о невысокой зависимости банка от рынков капитала. Также анализ разрывов между активами и пассивами по срокам, говорит о вполне адекватном запасе ликвидности УБРИР.

**Негативные характеристики – кредитование связанных сторон, слабые показатели прибыльности и ухудшающееся качество розничного кредитного портфеля**

Основными негативными характеристиками кредитного качества банка являются:

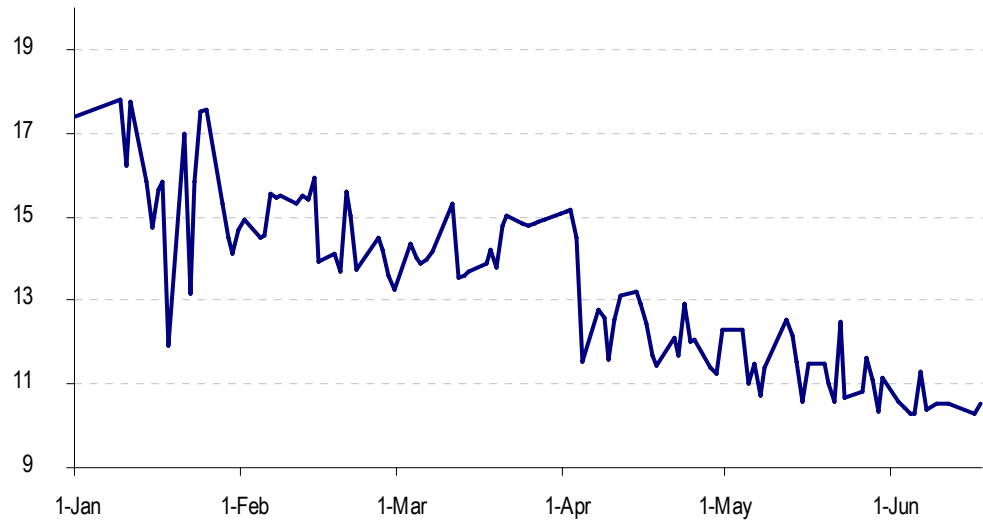
- все еще высокая доля инвестиционных кредитов связанным сторонам (180% акционерного капитала на конец 2007 года), а также слабые показатели прибыльности и эффективности (ROAA 0.93%, cost-to-income 70% на конец 2007 года). Также, без учета доходов от бизнеса, не связанного с банковской деятельностью (строительство жилых домов в Екатеринбурге и Сочи), УБРИР, по сути, понес бы убытки в 2007 году.
- ухудшающееся качество розничного кредитного портфеля - доля кредитов, просроченных более чем на 90 дней, в розничном портфеле увеличилась с 5.1% до 11.6% в течение 2007 года. Отчасти столь резкий рост проблемной задолженности можно отнести к «вызреванию» выданных ранее кредитов, однако, учитывая тот факт, что сам розничный портфель вырос в 2007 году больше, чем на 100%, вполне вероятно, что «реальный» уровень проблемных кредитов может быть еще больше.

**Считаем, что оферта может быть пройдена успешно при ставке купона от 12.5%**

Доходность бумаг УБРИР Финанс 2 к оферте 10.07.2008 составляла вчера 10.54%, и мы считаем, что потенциал роста цены облигаций УБРИР исчерпан (см. наш отчет от 14.02.2008). Мы считаем, что банк обладает достаточным запасом ликвидности для успешного исполнения обязательств по оферте и рекомендуем инвесторам, занявшим позиции в бумагах УБРИР в первом квартале 2008 года фиксировать прибыль. Сопоставимым по кредитному качеству мы считаем дебютный выпуск рублевых облигаций Первого Чешско-

Российского Банка (рейтинг Moody's B3, дюрация 260 дней, УТР 13.33%) и полагаем, что благодаря более крепким рыночным позициям УБРиР должен торговаться с дисконтом порядка 50 б.п. к выпуску ПЧРБ. В связи с этим, мы считаем, что «справедливый» уровень доходности рублевых облигаций УБРиР соответствует новой ставке купона не ниже 12.5%, и только в этом случае мы не рекомендуем избавляться от облигаций банка при наступающей оферте.

### Доходность облигаций УБРиР Финанс 2 к оферте



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

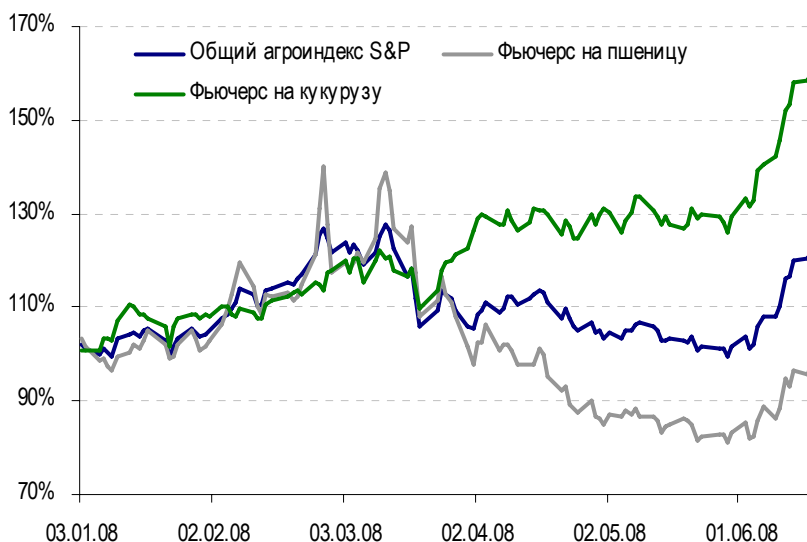
## ЭКОНОМИКА

### Наводнения в США и Китае – новая инфляционная угроза

**С начала июня на мировом продовольственном рынке опять наблюдается резкий рост цен**

С начала июня на мировом продовольственном рынке опять наблюдается резкий рост цен. Одной из непосредственных причин, безусловно, являются наводнения в ряде центральных штатов США. Китай также переживает аналогичное бедствие, причем прогноз погоды в этой стране на ближайшее время неутешителен. Повышение цен наблюдается по широкому спектру сельскохозяйственных товаров: пшеница, рис, сахар, хотя более всего оно коснулось кукурузы и сои, посевы которых непосредственно пострадали от наводнений.

**Динамика мировых цен на продовольственные товары (01.01.2008 = 100%)**



Источник: Bloomberg

**Если панические настроения инвесторов подтвердятся, мир ждет еще один раунд продовольственной инфляции**

Июньский скачок цен продовольственных товаров на мировых биржах во многом сопоставим с тем, который был в прошлом году. Мы не можем оценить насколько в реальности серьезен ущерб для мирового продовольственного рынка от наводнений в США и Китае. Однако, если панические настроения инвесторов подтвердятся, и стихийные бедствия в действительности приведут к серьезному падению урожая и росту цен, то в ближайшие месяцы нас ждет еще один раунд продовольственной инфляции по всему миру.

**В этом случае инфляционные риски в России существенно возрастают. В таких условиях ЦБ может пойти на серьезное укрепление рубля**

Конечно же, при подобном развитии событий Россия также пострадает. Только недавно темпы роста потребительских цен на такие продукты питания как хлеб, макароны, подсолнечное масло начали замедляться. В своих прошлых прогнозах мы предполагали, что эта тенденция должна продолжиться, так как мировой продовольственный рынок начал успокаиваться. Если же повышение мировых цен на сельскохозяйственные товары будет носить долгосрочный характер, то ни о каком замедлении инфляции до конца года нельзя и мечтать. Наоборот появятся серьезные риски возникновения инфляционной спирали по украинскому сценарию. При этом, как и украинский ЦБ, столкнувшись со столь мощной инфляционной угрозой, Банк России может пойти на серьезное укрепление рубля.

**Делать выводы пока рано, однако остается все меньше шансов, что инфляция в 2008 году будет ниже 12%**

Как мы уже говорили выше, делать какие-то выводы насчет реалистичности подобного сценария пока рано. Возможно, на мировом продовольственном рынке сейчас надувается спекулятивный пузырь, наподобие мартовского, и он быстро сдуется. Однако даже в этом случае, Россия почувствует его воздействие на инфляцию. Мы считаем, что с учетом новых условий маловероятно, что инфляция в 2008 году уложится в 12% - новый инфляционный ориентир ЦБ.

## 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 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.