

# Рублевые корпоративные облигации

9 июля 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ПРОТЕК: разочаровал рынок, но все еще не distressed » стр. 2
- Связь-Банк: комментарий к отчетности по МСФО » стр. 4

### НОВОСТИ

- ЦБ опять укрепил рубль» стр. 6

## Индикаторы

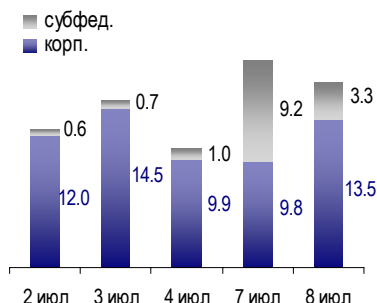
Долларов США за Евро	1.5721	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	23.5564	+ 0.8 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 135.78	- 4.1 %
Москва-39, дох. % год.	7.02%	- 43 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.		
Остатки на к/с, млрд руб.	706.7	- 7.6
Остатки на д/с, млрд руб.	401.5	+ 46.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 116.3	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- 15 июля состоится размещение ВТБ Лизинг-2 (10 млрд руб., годовая оферта)
- Планируется дебютный выпуск ФГУП НПО им. Лавочкина (2 млрд руб.)

## Объем торгов на ММВБ

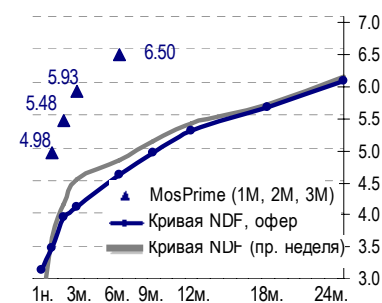


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

9 июл	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (6 млрд руб., погашение 9 ноября 2011 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (5 млрд руб., дюрация 7.3 года)
10 июл	Размещение ПСК Стройиндустрия (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение Транскредитбанк-3 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение РБК ИС, БО-5 (1.5 млрд руб., 1 год)
	Аукцион ОБР-6 (20 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
11 июл	Размещение Номос-Лизинг-1 (3 млрд руб.)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	99.98	+ 47	1.3	7.39%
Газпром-6	100.30	+ 25	1.0	6.76%
РЖД-5	100.11	+ 11	0.5	6.56%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-6	100.12	+ 54	1.3	*10.40%
Петроком-2	99.09	+ 26	1.1	9.55%
КМБ Банк-2	99.45	+ 17	0.4	*9.34%

## Лидеры падения

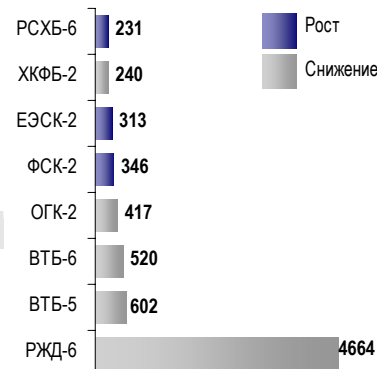
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	97.75	- 55	3.1	*8.55%
Газпром-7	99.60	- 25	1.3	7.23%
ЛУКОЙЛ-3	97.90	- 25	3.1	7.96%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	98.55	- 30	0.8	*11.37%
Зенит-2	99.45	- 20	0.6	9.53%
Русфинанс-4	96.50	- 20	1.5	10.41%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### ПРОТЕК: разочаровал рынок, но все еще не *distressed*

**ПРОТЕК ознакомил инвесторов с выборочными результатами деятельности за 2007 год по МСФО**

Вчера представители компании ПРОТЕК провели презентацию для инвесторов, на которой были озвучены основные результаты деятельности группы по МСФО за 2007 год. В целом результаты компании по МСФО оказались несколько лучше, чем мы прогнозировали на основании неконсолидированной отчетности по РСБУ (см. наш ежедневный обзор от 09.04.2008). Несмотря на негативную динамику ряда финансовых показателей ПРОТЕКа, мы не считаем состояние компании катастрофическим, и поэтому не торопились бы относить выпуск Протек Финанс – 1 к сегменту «distressed debt». Инвесторам, имеющим позиции в данном выпуске, мы не рекомендуем предпринимать поспешных решений, т.к. текущие котировки выпуска формируются на мелких объемах и вряд ли «справедливо» отражают текущее положение дел в компании.

#### Финансовые результаты ПРОТЕК по МСФО (млн. рублей)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	63,743	2,916	4.6%	8,632	2.8	9.0
2007	63,300	2,152	3.4%	10,330	4.8	2.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Негативные факторы – стагнация выручки, снижение рентабельности и рост долговой нагрузки**

Основные негативные факторы кредитного профиля ПРОТЕКа - сокращение выручки по сегменту ДЛО, падающая рентабельность сегмента коммерческой дистрибуции, а также отрицательные результаты деятельности розничного сегмента компании (сети аптек Ригла). Хотя выручка почти не изменилась по сравнению с 2006 годом, показатель ЕБИТДА снизился на 26%, что привело к падению рентабельности по ЕБИТДА с 4.6% до 3.4%. В сочетании с 20%-м ростом валового долга эта динамика отрицательно сказалась и на долговой нагрузке компании – 4.8x Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 года против 2.8x годом ранее.

**Мы не считаем, что результаты 2007 года говорят о критическом положении компании**

Поскольку мы уже описывали основные причины достаточно слабых результатов ПРОТЕКа в 2007 году в предыдущем отчете, отметим лишь, что, несмотря на заметное ухудшение ряда финансовых показателей, мы не считаем положение компании катастрофическим. Компания по-прежнему занимает лидирующие позиции на рынке фармдистрибуции, что делает ПРОТЕК одним из наиболее привлекательных объектов для поглощения на отечественном рынке. Также, стоит отметить, что прогнозы менеджмента звучат весьма оптимистично – долговая нагрузка сократится, а розничное направление наконец-то должно выйти в положительную зону по рентабельности (что подтверждается результатами розничной сети за 1п/г 2008 г.).

**Увеличение рентабельности в 2008 году вполне вероятно,...**

По словам представителей компании, финансовый результат в 2007 году включает порядка 0.8 млрд. руб. провизий по дебиторской задолженности. В эту сумму входят резервы по задолженности ряда региональных фондов обязательного медицинского страхования, с которыми ПРОТЕК продолжает вести судебные тяжбы и не исключает восстановления этих сумм по мере получения положительных решений судов. Мы считаем, что даже если восстановления резервов и не произойдет, их создание стоит отнести к разовым затратам учитывая, что участие ПРОТЕКа в программе ДЛО уже сведено к минимуму, а значит рентабельность компании в 2008 году (при прочих равных) имеет потенциал к росту.

**.. а планы по сокращению долговой нагрузки реалистичны - главное, сохранить хорошие отношения с основными кредиторами**

Следующим важным моментом мы считаем намерение компании не наращивать объем валового долга. По версии менеджмента, показатель Долг/ЕБИТДА не превысит 3x по результатам 2008 года. Приняв допущение о росте выручки и рентабельности в 2008 году, мы согласны с тем, что долговая нагрузка ПРОТЕКа также имеет шансы снизиться относительно текущего уровня. В то же время, мы обращаем внимание на то, что большая часть долга ПРОТЕКа (порядка половины, судя по презентационным материалам) представлена краткосрочными кредитными линиями Сбербанка. В такой ситуации, крайнюю важность приобретают прозвучавшие заявления ПРОТЕКа о «прекрасных» отношениях компании со Сбербанком после смены топ менеджмента (в банке).

***Мы не считаем, что информацию о сделке по продаже доли в ПРОТЕКе стоит расценивать серьезно на данном этапе***

Во время презентации неоднократно упоминалось об юридических ограничениях, наложенных на компанию в отношении раскрытия финансовой информации и даже плановых показателей на 2008 год. Такого рода ограничения вполне могут указывать на готовящуюся сделку по продаже доли в ПРОТЕКе или компании целиком, однако мы не беремся судить о вероятности такого события на основании косвенных признаков. Поэтому мы не рекомендуем инвесторам полагаться на резкое улучшение кредитных характеристик ПРОТЕКа на фоне усилившихся ожиданий продажи доли в компании и напоминаем, что даже наличие публичных договоренностей не всегда означает успешное завершение сделки – как это уже произошло в конце 2007 г. (с группой Celesio).

***Нервное поведение котировок вряд ли оправдано с кредитной точки зрения***

В целом же, мы не считаем, что поведение котировок единственного рублевого выпуска ПРОТЕКа является адекватным отражением итогов вчерашней презентации. На наш взгляд, финансовое положение компании (по крайней мере, основываясь на выборочных данных по МСФО) не выглядит столь критичным, как это может показаться исходя из доходности ее облигаций (на настоящий момент bid находится на уровне 83%, что эквивалентно УТР 25.22%). Вследствие информационной закрытости компании, оценить реалистичность ожиданий менеджмента на 2008 год достаточно сложно, но они не кажутся нам неоправданно завышенными. Также стоит отметить, что облигации Аптек 36.6, чей кредитный профиль, на наш взгляд, выглядит слабее ПРОТЕКа, торговался вчера с существенной премией к последнему.

***Мы не считаем, что доходность облигаций ПРОТЕКа должна быть выше Аптек 36.6***

В такой ситуации мы не рекомендуем инвесторам, имеющим позиции в выпуске Протек Финанс – 1, поддаваться общей нервозности, возникшей вокруг данного эмитента, и избавляться от облигаций по текущим котировкам. Мы считаем, что справедливая доходность облигаций ПРОТЕКа не должна быть выше, чем у выпусков Аптек 36.6. Инвесторам с высоким аппетитом к риску текущие котировки облигаций ПРОТЕКа могут показаться вполне привлекательными для покупки. Однако, учитывая низкую ликвидность выпуска, купить сколь-нибудь существенный объем по привлекательной цене будет достаточно сложно.

## Связь-банк: комментарий к МСФО-2007

**Результаты Связь-банка за 2007 год выглядят неубедительно, позитивные ожидания связаны в основном с новой командой менеджеров**

Мы ознакомились с аудированной отчетностью Связь-банка (Moody's B2) по МСФО за 2007 год. На наш взгляд, результаты банка за 2007 год выглядят слабо, поскольку основной бизнес банка – кредитование – является фактически убыточным, в то время как большая часть прибыли получена за счет торговых доходов, качество которых мы не в состоянии оценить на основе раскрытой информации. Среди негативных факторов мы также отмечаем невысокую ликвидность, низкий уровень капитализации и высокую концентрацию рисков в кредитном портфеле. Положительным моментом мы считаем приход новой команды менеджеров из Сбербанка, что, вполне вероятно, усилит рыночные позиции Связь-Банка.

### Основные показатели Связь-Банка по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Торговые доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	Провизии / Кредитный портфель, %
2007	5707	8.86	83	-0.28	0.82	5.91	4.05	1.70	4.68
2006	2374	11.03	63	1.82	1.11	1.72	4.10	0.18	4.44

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Связь-Банк демонстрирует высокие темпы роста благодаря тесным связям с Почтой России и группой Связьинвест**

В 2007 году (особенно, во 2-м полугодии) Связь-банк продемонстрировал очень высокие темпы роста, главным образом, благодаря партнерским отношениям с ФГУП «Почта России» и компаниями холдинга Связьинвест. Состав правления банка претерпел существенные изменения, и в настоящий момент банком управляет команда экс-менеджеров Сбербанка. Мы также полагаем, что сотрудничество Связь-банка с почтовым ведомством будет укрепляться, учитывая переход бывшего председателя правления Сбербанка на руководящий пост в Почту России.

**Качество раскрытия информации оставляет желать лучшего**

Тем не менее, мы отмечаем достаточно низкий уровень раскрытия информации в отчетности Связь-банка по МСФО. Так, банк не раскрывает полную структуру бенефициарных акционеров, отсутствует детализация в части качества кредитного портфеля, а также структуры портфеля ценных бумаг, который явился основным источником доходов в 2007 году. В этой связи довольно сложно составить полную картину деятельности в 2007 году, однако доступные данные указывают на достаточно слабые фундаментальные кредитные характеристики банка.

**Основной бизнес банка был в 2007 году де-факто убыточным...**

Главным негативным фактором кредитного профиля Связь-банка, по нашему мнению, является убыточность его основного бизнес-направления: чистая процентная маржа перешагнула в 2007 году в отрицательную зону. Отрицательный результат покрывается за счет доходов от торговых операций на рынке ценных бумаг и FX, которые составили более 60% операционной прибыли банка в 2007 году (2006: 31%). «Очищенный» от торговых доходов финансовый результат Связь-банка в 2007 году – убыток в 4.26 млрд. руб. или 72% от акционерного капитала банка.

**...а о качестве торговых доходов судить сложно из-за ограниченного раскрытия информации**

К сожалению, из отчетности невозможно составить представление о том, какие именно инструменты принесли банку столь существенную прибыль – упоминается лишь, что доходы получены от торговли финансовыми активами и производными инструментами. Также, судя по отчетности, большая часть доходов от операций с иностранной валютой представлена именно торговыми доходами, а не переоценкой валютной позиции банка. В любом случае, мы не считаем подобного рода доходы стабильным источником прибыли для банка в будущем.

Не исключено, что неординарные доходы от торговых операций связаны с консолидацией ООО «РТК-Брокер». Связь-банк приобрел компанию в августе 2007 года, однако уже в марте 2008-го «РТК-Брокер» был продан акционерам банка и вряд ли существенно повлияет на финансовые показатели 2008 года, поскольку будет исключен из периметра консолидации.

*Остальные  
фундаментальные  
кредитные  
характеристики  
выглядят достаточно  
слабо*

За исключением впечатляющей динамики роста активов, фундаментальные показатели банка в остальном выглядят слабо:

- Кредитный портфель банка вырос в 2.5 раза в 2007 году, однако по-прежнему характеризуется высокой концентрацией как по числу крупных заемщиков, так и по отраслям – на 20 крупнейших заемщиков приходилось порядка 40%, на сектор недвижимости и строительства - 30% от кредитного портфеля на конец 2007 года.
- Доля кредитов связанным сторонам несколько снизилась по отношению к совокупному портфелю, однако по отношению к капиталу достигла 100%. Также, в течение 2007 года банк предоставлял связанным сторонам беспроцентные кредиты, дисконтирование которых по рыночным ставкам привело к отрицательному результату в 570 млн. руб.
- Качество кредитного портфеля раскрывается в ограниченном формате, и нам остается судить о нем лишь по объему провизий. Судя по динамике резервов, риск-профиль банка существенно не изменился, несмотря на рост портфеля. Согласно отчетности по РСБУ, объем просрочки составил порядка 0.3% кредитного портфеля банка на 01.01.2008.
- Степень зависимости банка от рыночных источников финансирования невелика - соотношение кредитного портфеля к депозитам находилось на уровне 83% (2006: 63%). Однако, ликвидность банка выглядит достаточно слабо – накопленный отрицательный разрыв между активами и пассивами до 1 года составил 20% от активов банка, причем 12% находится в промежутке до одного месяца.
- Достаточность капитала 1-го уровня по Базелю упала до 4.52% с 9.05% годом ранее. Положительным моментом является тот факт, что акционерами банка уже принято решение о проведении допэмиссии акций объемом 4 млрд. руб.

*Мы считаем, что в 2008  
году кредитный профиль  
банка будет  
укрепляться...*

Мы полагаем, что результаты Связь-банка за 2007 год отчасти отражают переходный период, в котором банк находится и в настоящий момент. Уже в ближайшем будущем капитал банка будет существенно увеличен, и мы не исключаем, что Почта России может напрямую или косвенно пополнить состав акционеров. Мы также видим достаточно высокий потенциал банка с точки зрения укрепления рыночных позиций благодаря приходу команды опытных менеджеров. Наконец, мы считаем позитивным решение акционеров банка о смене аудитора на 2008 год, что, вероятно, улучшит качество раскрытия информации.

*...однако по поводу  
прошлогодных  
результатов могут  
высказаться негативно  
рейтинговые агентства*

Мы склонны считать, что потенциал банка является сильным аргументом для рейтинговых агентств, хотя с формальной точки зрения отчетность может послужить основанием для негативных прогнозов или даже снижения рейтинга. В этой связи особенно важно, насколько детально и убедительно менеджмент банка сможет представить свое видение стратегии развития и прокомментирует результаты 2007 года.

Доходность рублевых облигаций Связь-Банка в последнее время составляла 11.0-11.5% к офферте в апреле 2009 года, и мы не исключаем некоторого роста доходности на основе опубликованных результатов по МСФО. Тем не менее, неплохие перспективы развития Связь-Банка в значительной степени компенсируют слабые результаты банка в 2007 году, если не последует негативной реакции со стороны рейтингового агентства.

## НОВОСТИ

---

### ЦБ опять укрепил рубль

Сегодня ЦБ вновь понизил нижнюю границу поддержки бивалютной корзины. Сейчас корзина торгуется на уровне 29.41-29.42 руб. - на 10 копеек ниже чем вчера. Таким образом, за месяц укрепление рубля к бивалютной корзине составило 0.7%. Банк России прибегнул к укреплению рубля раньше, чем мы рассчитывали. Похоже, в ЦБ осознают, насколько велики инфляционные риски в стране, и мнимое торможение роста цен в июне не подействовало на них успокаивающе.

По нашему мнению, Центральный банк ведет себя крайне неэффективно, ежемесячно укрепляя рубль маленькими шажками, так как антиинфляционный эффект от этих действий снижается за счет притока спекулятивного капитала. Серьезное одномоментное повышение курса рубля к бивалютной корзине было бы более уместно. Теперь же, на ожидания очередного укрепления, в страну может хлынуть еще одна волна «горячих» денег. Если ЦБ поведет себя последовательно, то и в августе стоимость бивалютной корзины будет снижена на 10 коп., так как никакого позитива от данных по инфляции за июль мы не ждем. Однако мы все еще не исключаем, что будет найден долгосрочный выход из того тупика, в который попала нынешняя денежно-кредитная политика властей - курс рубля станет более гибким и наконец заработают процентные инструменты Банка России.

## 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
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

### 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.