

Рублевые корпоративные облигации

29 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ВБД: финансовые результаты за 1 пол2008 » стр. 2
- Банк Возрождение – итоги первого полугодия по МСФО » стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4695	- 0.2 %
Рублей за доллар США	24.5570	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 112.06	- 1.7 %
Москва-39, дох. % год.	9.75%	- 23 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.74%	- 1 б.п.

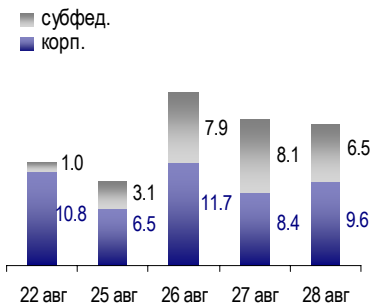
Остатки на к/с, млрд руб.	629.1	+ 50.7
Остатки на д/с, млрд руб.	68.0	- 13.1
Сальдо операций с ЦБ	- 158.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Дебютный выпуск Ашинского металлургического завода (2 млрд руб.) размещен под 12.89% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

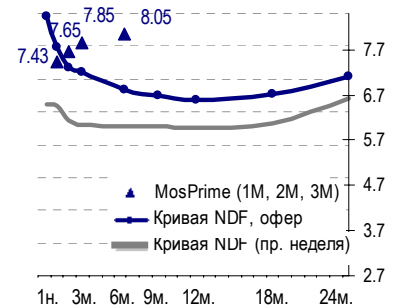


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 сен	Размещение ТГК-2-1 (4 млрд руб., годовая оферта)
3 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года) Аукцион ОФЗ-АД 46022 (9 млрд руб., дюрация 9.1 года)
4 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
10 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (9 млрд руб., дюрация 4.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.2 года)
15 сен	Аукцион ОБР-7 (250 млрд руб., погашение 16 марта 2009 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-6	97.46	+ 31	2.0	8.82%
Газпром-6	99.70	+ 20	0.9	7.41%
ЛУКОЙЛ-4	92.25	+ 30	4.3	9.50%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
7Континент-2	98.35	+ 25	0.8	*10.20%

Лидеры падения

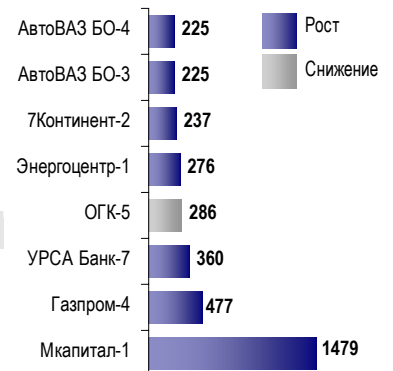
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	81.45	- 65	5.1	12.71%
Газпром-8	95.00	- 64	2.8	9.03%
Газпром-9	92.75	- 25	4.5	9.13%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АК БАРС-2	98.90	- 50	0.4	11.12%
СаНОС-2	100.30	- 20	1.1	9.94%
Зенит-3	100.33	- 14	0.7	*9.59%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ВБД: финансовые результаты за 1 пол2008

ВБД отчитался за 1-е полугодие: наиболее интересна ценовая динамика молочного сегмента

Вчера группа ВБД опубликовала отчетность за 1 п/г 2008 г. Результаты наиболее важного для компании молочного бизнеса указывают на возможное замедление темпов роста операционной прибыли, однако, в целом, показатели кредитного качества ВБД стабильны и вполне предсказуемы. Динамика котировок облигаций ВБД в ближайшие месяцы будет, очевидно, зависеть не столько от кредитных характеристик компании, сколько от общей ситуации со стоимостью заимствований для эмитентов 2-го эшелона.

Финансовые результаты ВБД по US GAAP, \$ млн

Год	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Долг/ЕБИТДА	ЕБИТДА / Фин.расходы
1пол2008	1 492	31.5%	184	12.3%	668	1.8x	15.6x
2007	2 438	32.1%	301	12.3%	546	1.8x	17.8x
1пол2007	1 148	32.9%	147	12.8%	447	1.5x	11.8x
2006	1 762	32.2%	234	13.3%	407	1.7x	15.0x

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Компания меняет ориентир по годовой прибыли на фоне снижения физических объемов продаж высокомаржинальной молочной продукции

Ситуация в молочном дивизионе остается достаточно сложной: как и другие производители, ВБД был вынужден компенсировать искусственное сдерживание цен на наиболее дешевые наименования продукции повышением цен на высокомаржинальные товары. Рост цен на сырое молоко составил в 1пол2008 около 62% в долларовом выражении или 49% в рублевом (к 1пол2007), а средний уровень долларовых отпускных цен вырос только на 37%. Не удивительно, что при этом валовая рентабельность сегмента сократилась на 1.6 п.п. по сравнению с 1пол2007.

Тем не менее, второй квартал 2008 г. оказался для молочного дивизиона ВБД более успешным чем первые три месяца, и снижение его рентабельности пока не критично для финансовых показателей группы в целом. Негативным фактором является снижение спроса на дорогую молочную продукцию, которое приобретает характер тенденции в условиях постоянного роста цен. Поскольку доля молочного направления в выручке группы составляет около 74%, ВБД уже снизил собственный прогноз показателя ЕБИТДА за 2008 год примерно на 9%. По всей видимости, компания не рассчитывает полностью сбалансировать падение продаж молочного дивизиона за счет других, относительно более успешных сегментов – напитков и детского питания.

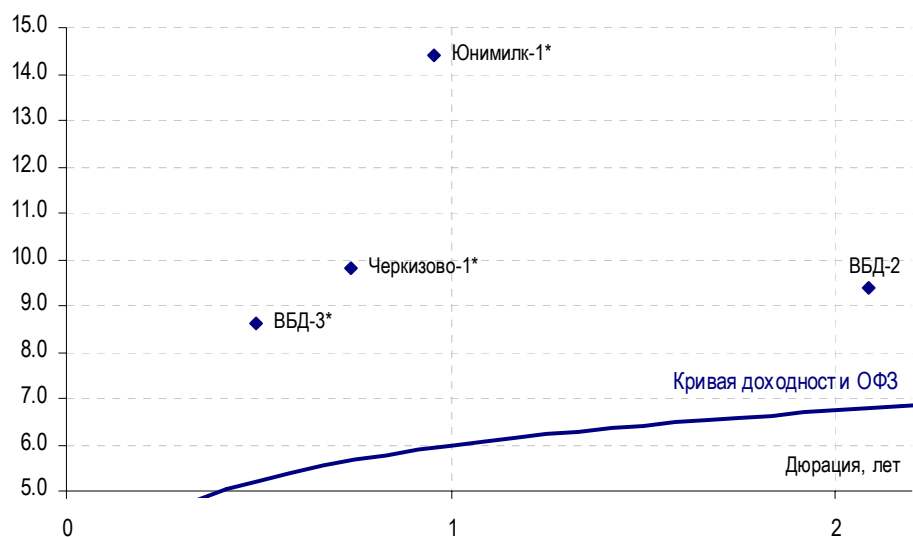
Кредитный профиль ВБД, тем не менее, остается сильным

С точки зрения кредитных характеристик, результаты ВБД выглядят вполне позитивно. Напомним, что весной компания успешно рефинансировала краткосрочные обязательства, и их доля в совокупном долге снизилась за 1-е полугодие с 74% до 37%. При этом долговая нагрузка остается на консервативном уровне 1.8x Долг/ЕБИТДА. По нашему мнению, собственный ориентир ВБД по долговой нагрузке по итогам 2008 года – в пределах 2x Долг/ЕБИТДА – базируется на объеме капитальных затрат без учета М&А, а значит, может быть скорректирован в сторону увеличения, хотя это перспектива скорее следующего года.

Облигации ВБД интересны консервативным инвесторам, но ценовая динамика все больше определяется переоценкой риска во всех сегментах

На наш взгляд, облигации ВБД продолжают представлять интерес для консервативных инвесторов, ориентирующихся главным образом на кредитное качество. Это относится прежде всего к 3-му выпуску, по которому компании предстоит пройти оферту в марте 2009 года – на рынке не так уж много столь же коротких инструментов с сопоставимым кредитным качеством и возможностью рефинансирования в Банке России. В то же время, масштабная переоценка стоимости риска, безусловно, затрагивает и качественных эмитентов 2-го эшелона, поэтому мы считаем, что рассчитывать на спекулятивный рост цены бумаг ВБД не стоит. Позитивные рейтинговые действия в отношении компании, по нашему мнению, в ближайшие месяцы также маловероятны.

Доходность облигаций на 29 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Банк Возрождение – итоги первого полугодия по МСФО

Банк Возрождение опубликовал хорошие результаты по МСФО за первое полугодие 2008 года

Вчера Банк Возрождение (ВВ-/ВаЗ) опубликовал отчетность по МСФО за 1п2008 г и провел конференцию с инвесторами. Результаты первых шести месяцев 2008 года выглядят весьма позитивно – банку удастся наращивать долю срочного клиентского фондирования, качество активов, капитализация и ликвидность выглядят вполне адекватно. Мы высоко оцениваем кредитное качество банка, однако отмечаем, что его выпуск рублевых облигаций сильно переоценен и не представляет интереса для покупки.

Основные показатели Банка Возрождение по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала 1 уровня (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	NPL / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
1п2008	5653	12.0	88.6	6.10	3.02	5.51	2.56	2.33	3.33
2007	4539	12.9	91.9	5.86	3.26	6.21	2.06	2.50	3.46

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Активы росли уверенно за счет срочного клиентского фондирования

Несмотря на сложную рыночную обстановку Банк Возрождение показал уверенный рост активов в 1п2008 года (+19%), что обусловлено высокими темпами прироста срочных депозитов (как корпоративных, так и розничных). Рост клиентского фондирования позволил банку увеличить кредитный портфель, сохранив при этом низкую зависимость от рыночных источников фондирования, что в текущей конъюнктуре рынка является весомым преимуществом.

Рост кредитного портфеля сбалансирован, а его качество вполне приемлемо

Наибольший рост кредитного портфеля был отмечен в наиболее надежном сегменте крупных корпоративных заемщиков, а также высокомаржинальных сегментах розницы и малого и среднего бизнеса. Качество активов при этом остается на вполне адекватном уровне, а степень покрытия просрочки провизиями находится на уровне 1.4 x (1.7x для проблемных кредитов и просроченных более, чем на 30 дней).

Качество управления ликвидностью вполне адекватно

Мы отмечаем, что благодаря росту доли срочных депозитов с 55% на конец 2007 года до 60%, банку удалось заметно сократить разрывы между активами и пассивами по срокам до погашения, что является весьма позитивным фактором. Запас ликвидных активов также выглядит адекватным (26% на конец 1п2008), и мы не выражаем обеспокоенности относительно качества управления ликвидностью в непростой рыночной ситуации.

Привлечение капитала 2-го уровня в июле 2008 года, обеспечило запас прочности на вторую половину года

Достаточность капитала Возрождения выглядит вполне приемлемо, а дополнительным «комфортным» фактором является получение банком в июле 2008 года субординированного депозита объемом 50 млн долларов от двух международных институтов развития. Таким образом, банк обеспечен запасом прочности для того, чтобы продолжить рост активов во втором полугодии 2008.

Показатели прибыльности и эффективности демонстрируют положительную динамику

Прибыльность банка также показала положительную динамику - показатель RoAA вырос до 2.56%, а чистая процентная маржа увеличилась до уровня 6.1%. К сильным характеристикам банка мы по прежнему относим высокую долю комиссионных доходов - 32% от операционной прибыли на конец 1п2008 (2007: 33%). Позитивная динамика также наблюдается в растущей эффективности бизнеса Возрождения – несмотря на продолжающийся рост филиальной сети cost-to-income сократился до 57.6% с 62.7%.

У банка весьма сильный кредитный профиль, но его рублевые облигации сильно переоценены

Единственный рублевый выпуск Возрождение-1 (дюрация 1.38 года) характеризуется недостаточно высокой ликвидностью, и последние сделки значительных объемов проходили по доходности к погашению ниже 10%. Несмотря на то, что мы достаточно высоко оцениваем кредитное качество Возрождения, такой уровень доходности нам не кажется адекватным в текущей рыночной ситуации, и мы не видим ценового потенциала в рублевом выпуске банка.

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.