

Монитор первичных размещений от 21 апреля 2011 г.



Завершенные и текущие первичные сделки на рублевом
долговом рынке

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Доходность ² срок, лет @
МКБ БО-04	5,0	8,2% @ 1,5
СКБ-Банк БО-05	2,0	8,4% @ 1,5
Первобанк БО-02	1,5	8,7% @ 1,5
Татфондбанк БО-02	2,0	8,9% @ 1,5
Крайинвестбанк БО-01	1,5	9,5% @ 1,5
Банк НФК БО-01	2,0	10,2% @ 1,5
ВЭБ Лизинг 03	5,0	7,6% @ 3
Иркутскэнерго БО-01	3,0	7,7% @ 3
Куйбышевгазот-инвест 04	2,0	8,8% @ 3
РУСАЛ Братск 08	15,0	8,7% @ 4
ВЭБ Лизинг 04, 05	10,0	8,8% @ 5
РусГидро 01, 02	15,0 @ 5	21 апр (ЗК)
Группа Разгуляй БО-16	3,0 @ 1,5	21 апр (ЗК)
ГСС БО-02	3,0 @ 1	22 апр (ЗК)
ГСС БО-03	3,0 @ 2	22 апр (ЗК)
Комос Групп БО-01	1,5 @ 3	22 апр (ЗК)
ХКФ Банк БО-01	3,0 @ 1	22 апр (ЗК)
ХКФ Банк БО-03	4,0 @ 2,5	22 апр (ЗК)
Магнит БО-06	5,0 @ 3	22 апр (ЗК)
Кредит Европа Банк БО-01	5,0 @ 3	25 апр (ЗК)
Кузбассэнерго-Финанс 02	5,0 @ 5	26 апр (ЗК)
УБРиР 02	2,0 @ 1,5	27 апр (ЗК)

¹ до погашения или ближайшей оферты
на день размещения

(А) – аукцион по определению ставки купона

(ЗК) – закрытие книги

Размещение относительно первоначального диапазона доходности:

ниже середины/выше середины/посередине

В ВЫПУСКЕ

- ▶ Группа «Разгуляй» – готов ли рынок дать еще один шанс?

ПУЛЬС ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Хотя глобальная конъюнктура провоцирует некоторую волатильность на локальном долговом рынке, в общем и целом ситуация, складывающаяся на рынке рублевых облигаций, остается исключительно благоприятной. Избыточная ликвидность, мягкая монетарная политика, стабильный рубль и низкие офшорные ставки – все это способствует сохранению устойчивого спроса на рублевые долговые инструменты.

Вполне предсказуемо эмитенты стремятся воспользоваться моментом. Игроки «высшей лиги» во главе с Минфином осваивают дальний конец кривой, «замахиваясь» на выпуски срочностью 7–10 лет. Одновременно на рынок пытаются прорваться эмитенты, которые почти не имели доступа к публичному фондированию со времен волны дефолтов 2008 года. В частности, на прошлой неделе инвесторам было предложено поучаствовать в размещении биржевых облигаций Группы «Разгуляй», допустившей в кризисном 2009 году дефолт по обращающимся облигациям и впоследствии реструктурировавшей данную задолженность.

Группа «Разгуляй» – инвестиционный вывод

В целом кредитный профиль Разгуляя, даже несмотря на очевидные позитивные сдвиги – а именно больший фокус на операционную эффективность, улучшение рентабельности и удлинение долгового портфеля, – представляется нам достаточно уязвимым с точки зрения как по-прежнему высокой долговой нагрузки, так и волатильной конъюнктуры мировых товарных рынков и во многом непредсказуемых результатов сбора урожая. Мы полагаем, что в случае реализации неблагоприятного для группы сценария своевременное погашение Разгуляем своих долговых обязательств может вновь, как и в 2009 году, стать затруднительным.

Безусловно, уровень доходности, предлагаемый эмитентом, – УТР11,8–12,6% @ октябрь 2012 г. – может сделать бумагу одним из наиболее высокодоходных публичных долговых инструментов, размещенных в текущем году. В то же время мы не рекомендуем инвесторам забывать про фундаментальные аспекты кредитного качества при принятии своих решений.

КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

Группа Разгуляй БО-16

Эмитент	ОАО «Группа «Разгуляй»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	—/—/—
Объем, млрд руб.	3,0
Оферта	1,5 года
Срок обращения	3 года
Ориентир купона	11,50–12,25%
Ориентир доходности	11,83–12,63%
Закрытие книги	21 апреля, 17:00 мск

Группа «Разгуляй» – готов ли рынок дать еще один шанс?

Сегодня, 21 апреля, группа «Разгуляй» закрывает книгу заявок на биржевые облигации серии БО-16 объемом 3,0 млрд руб. Бумаги предлагаются со сроком обращения в 1,5 года до оферты, при этом указанный организаторами ориентир доходности составляет УТР11,83–12,63%.

В настоящее время в обращении находятся выпуски облигаций Разгуляй-Финанс серий 02–04, по которым в кризис был допущен дефолт с последующей реструктуризацией задолженности (по данным эмитента, объем оставшихся в обращении бумаг минимален), а также дисконтные биржевые облигации группы «Разгуляй» серии БО-09, размещенные в декабре прошлого года.

Вкратце о компании. Группа «Разгуляй» – крупный отечественный вертикально интегрированный агрохолдинг. Группа располагает достаточно большим земельным банком в 460 тыс. га земли (100 тыс. га в собственности, остальное – долгосрочная аренда), в том числе

почти 340 тыс. посевных площадей, на которых выращиваются в основном зерновые (пшеница, ячмень, рис) и технические (сахарная свекла) культуры. Собираемые продукты выступают в качестве сырьевой базы для перерабатывающих мощностей группы – в частности, ее 11-ти сахарных, 7-ми мукомольных и 3-х крупяных заводов. До недавнего времени Разгуляй также закупал существенный объем стороннего сырья для перепродажи; однако в рамках пересмотра стратегии группы было принято решение об отказе от трейдинговых операций в силу их высокой волатильности и небольшой маржи.

В 2010 г. Разгуляй собрал 113,0 тыс. т риса-сырца (10,7% от общероссийского показателя, по данным ГКС), 856,1 тыс. т сахарной свеклы (3,8%) и 326,3 тыс. т пшеницы (0,8%). Объем выручки группы, согласно управленческой отчетности, составил по итогам 2010 г. 25,9 млрд руб.; ее активы на конец года – 46,7 млрд руб. (последняя аудированная отчетность по МСФО доступна лишь за 2009 год).

Изменение бизнес-стратегии группы – выгод стоит ждать через несколько лет. В декабре 2010 г. Разгуляй объявил о новой стратегии развития на период до 2015 г., в основу которой поставлена цель добиться лидерства в ключевых сегментах деятельности, в том числе за счет отказа от непрофильных операций. В частности, можно обратить внимание на следующие аспекты стратегии группы:

- ▶ Основными направлениями деятельности должны стать рисовый и сахарный бизнес, а также зерновой – в качестве своеобразного естественного хеджа для рисков 2-х основных направлений;
- ▶ Посевные площади должны быть существенно расширены – с нынешних 340 тыс. га до более чем 500 тыс. га – прежде всего, для повышения самообеспеченности перерабатывающих мощностей группы – до 100% по рису и до 75% по сахару (против порядка 70% и 30% соответственно по итогам неурожайного 2010 года). При этом объектом приоритетного внимания выступает земля, находящаяся в радиусе не более 200 км от имеющихся перерабатывающих мощностей группы (в частности, ее сахарных заводов);
- ▶ Разгуляй отказывается от трейдинговых операций с сырьем в силу их невысокой рентабельности; по аналогичным причинам планируется сокращение масштабов мукомольного производства. Группа также рассматривает продать непрофильные активы (в частности, элеваторы и землю в нецелевых регионах) для использования вырученных средств на развитие более приоритетных производств. По ожиданиям руководства, озвученным на прошлой неделе, за данные активы можно будет «реалистично» выручить от 7 до 12 млрд руб.

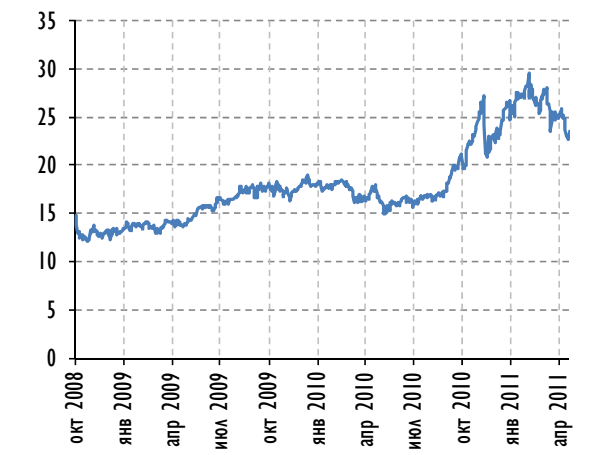
С фундаментальной точки зрения данная реструктуризация бизнес-модели Разгуляя воспринимается нами позитивно, поскольку в средне- и долгосрочной перспективе она будет способствовать повышению эффективности группы. В частности, можно обратить внимание на то, что уже в 2010 г., по данным управленческой отчетности, рентабельность холдинга по EBITDA составила 17,0% (против 10,4% по итогам 2009 г.). В то же время кредиторы Разгуляя должны учесть, что реализация данной программы напрямую зависит от привлечения холдингом долгосрочного финансирования, условия которого до сих пор не согласованы. При этом общий объем инвестиций должен составить порядка 20 млрд руб. – колоссальную для нынешних размеров холдинга величину.

Таким образом, на перспективу ближайших 1,5 лет – периода до оферты по выпуску облигаций БО-16 – мы считаем наиболее правильным оценивать перспективы операционной деятельности холдинга, исходя из его нынешних мощностей и текущих реалий. Наиболее вероятным позитивным событием для кредиторов, как мы полагаем, может стать продажа непрофильных активов. Однако окончательных договоренностей с потенциальными покупателями холдинг пока не имеет, и в лучшем случае, по признанию руководства, сдвиги могут появиться во второй половине 2010 г.

Сахарный бизнес – изменчивая ценовая динамика. Показатели сахарного сегмента Разгуляя по итогам 2010 г. выглядят достаточно сильно: объем выручки составил 14,0 млрд руб. (+31,5% г/г) – что в условиях плохого урожая и, как следствие, неоднозначной динамики объемов реализации (в частности, обращает на себя внимание снижение с 391 тыс. т до 368 тыс. т по свекловичному сахару) объясняется прежде всего существенным ростом цен. Некоторые проблемы с урожаем в Бразилии и Таиланде – это два ключевых игрока мирового рынка сахара – вкупе с обесценением доллара США к бразильскому реалу (на долю Бразилии приходится почти 1/4 мирового производства) привели к более чем двукратному скачку мировых цен на сахар.



Цена сахарного контракта №11, амер. центов/фунт



Источник: Bloomberg

темпа прироста в 11,7% до 1,1 млн т по итогам 2010 г., что существенно лучше показателя прочих зерновых культур. Не остался в стороне от данного процесса и Разгуляй, собравший в прошлом году 113,0 тыс. т риса (в 2007–2008 гг. было около 80 тыс. т). Выручка от реализации круп группой «Разгуляй» составила по итогам 2010 г. 4,1 млрд руб. По оценкам группы, в настоящее время на ее долю приходится более 30% внутреннего потребления риса (с учетом экспортной составляющей).

Насколько мы понимаем, одним из ключевых драйверов данного сегмента российского растениеводства в последние годы выступал протекционизм – повышение пошлин на ввозимый в страну рис (с 0,03 евро/кг в 2003 г. до 0,12 евро/кг в 2010 г.) и закономерное снижение объемов импорта. Пока у нас нет оснований делать вывод о том, что в ближайшем будущем положение дел изменится, однако возможными триггерами могут послужить намерения властей бороться с продовольственной инфляцией, а также ожидаемое вступление России в ВТО.

Долговая нагрузка на холдинг велика, перспективы снижения – неоднозначны. Согласно презентационным материалам, на конец 2010 года, совокупный объем долговых обязательств группы «Разгуляй» (вкл. финансовый лизинг) составлял 25,7 млрд руб., что соответствует весьма высокой долговой нагрузке в 5,8х для соотношения «Долг/ЕБИТДА». Заметим, что почти 80% от данной суммы приходилось на долю долгосрочных обязательств, в том числе 18,9 млрд руб. – на кредиты ВЭБа с погашением не ранее 2014 г.

В отношении собственных долговых обязательств одной из очевидных целей группы является увеличение доли субсидируемого долга (сейчас – около 1/3). В то же время у нас не сформировалось ощущение, что снижение долговой нагрузки, по крайней мере, в краткосрочной перспективе является для Разгуляя наиболее приоритетной задачей (в сравнении, скажем, с инвестиционными приоритетами). В частности, можно обратить внимание на то, что в пресс-релизе холдинга от декабря 2010 года, в котором анонсировалось изменение его бизнес-стратегии, в качестве предельно допустимого уровня называлась отметка в 6-7х «Долг/ЕБИТДА». Если предположить, что долг компании достигнет уровня 6,0х ЕБИТДА, а доля субсидируемого долга вырастет до 2/3, с учетом нынешнего уровня ставок по кредитам группы (11–12% годовых), по нашим оценкам, более 40% ее ЕБИТДА будет уходить на покрытие чистых, т.е. за вычетом субсидий, процентных платежей.

Представленный группой в презентационных материалах прогноз основных финансовых показателей на период до 2015 г. (без учета возможности масштабных инвестиций в рамках новой стратегии) позволяет судить о том, что величина генерируемого группой свободного денежного потока окажется в ближайшие 2 года достаточной для расчета по текущим обязательствам исключительно в условиях сохраняющегося доступа группы к рефинансированию. Например, по итогам 2011 г. свободный денежный поток ожидается в объеме 852,2 млн руб., в 2012 г. 1,7 млрд руб. против более чем 5,2 млрд руб. краткосрочного долга по состоянию на конец 2010 г.

Уроки кризиса усвоены? Безусловно, у тех участников рынка, которые инвестировали в выпущенные до кризиса и прошедшие через дефолт и реструктуризацию выпуски облигаций Разгуляя, мог остаться «негативный осадок» в отношении эмитента. В частности, некоторые инвесторы, столкнувшись с дефолтом, выражали мнение о том, что группа могла при большем желании расплатиться по своим обязательствам (см., к примеру, <http://forum.cbonds.info/>). В то же время очевидно, что сделанные в тот момент комментарии имели в себе немалую эмоциональную составляющую.

Сама группа в общении с инвесторами называет в качестве основных причин дефолта в 2009 г. мировой кризис ликвидности и неверно выбранное время для прохождения оферты (весна – время посевной), вместе с тем считая привлекательными условия предложенной реструктуризации (первоначальная выплата 1/4 долга, купон 17% годовых, оферта через 12 месяцев). В качестве средства дополнительной защиты кредиторов-держателей облигаций серии БО-16 компания называет установление ковенанта – право предъявить бумаги к досрочного погашению, если в МСФО-отчетности группы падение объемов выручки составит более 30% в годовом сравнении, соотношение «Чистые процентные доходы/ЕБИТДА» превысит 1,0х или отношение краткосрочного долга к ЕБИТДА окажется выше 2,5х.



В свою очередь, мы достаточно скептически относимся к данным ограничениям как к инструменту защиты прав кредиторов. С одной стороны, они не ограничивают величину общей долговой нагрузки на холдинг. С другой стороны, не в полной мере выполняется сама функция ковенант – сигнализирование инвесторам о возможных финансовых проблемах – поскольку заявленные предельные значения показателей соответствуют distressed компаниям.

Позиционирование выпуска. В общем и целом кредитный профиль Разгуляя, даже несмотря на очевидные позитивные сдвиги – в частности, большой фокус на операционную эффективность, улучшение рентабельности и удлинение долгового портфеля, – представляется нам достаточно уязвимым с точки зрения как по-прежнему высокой долговой нагрузки, так и волатильной конъюнктуры мировых товарных рынков и во многом непредсказуемых результатов сбора урожая. Мы полагаем, что в случае реализации неблагоприятного для группы сценария своевременное погашение Разгуляем своих долговых обязательств может вновь, как и в 2009 году, стать затруднительным.

Безусловно, уровень доходности, предлагаемый эмитентом, – УТР 11,8–12,6% @ октябрь 2012 г. – может сделать бумагу одним из наиболее высокодоходных публичных долговых инструментов, размещенных в текущем году. В то же время мы не рекомендуем инвесторам забывать про фундаментальные аспекты кредитного качества при принятии своих решений.

Основные финансовые показатели группы «Разгуляй»: по МСФО (2008–2009 гг.) и согласно управленческой отчетности (2010 г.)

	МСФО, расчеты Газпромбанка		Управленческая отчетность, компания
	2008	2009	2010
Выручка	36 403,0	29 159,0	25 899,0
ЕВИТДА*	776,0	1 156,0	4 415,4
Рентабельность ЕВИТДА*, %	2,1%	4,0%	17,0%
Чистая прибыль (убыток)	(6 196,0)	(1 568,0)	89,8
Чистый денежный поток от операционной деятельности	4 474,0	(593,0)	–
Капитальные вложения	(25 728,0)	(851,0)	–
Свободный денежный поток	(21 254,0)	(1 444,0)	–
Всего активов	52 274,0	46 972,0	46 679,0
Всего собственный капитал	15 448,0	13 884,0	14 243,0
Совокупный долг**, в том числе	26 124,0	26 186,0	25 704,0
доля краткосрочного долга**, %	99,9%	22,7%	20,4%
Денежные средства и эквиваленты	2 024,0	401,0	421,0
Ключевые показатели долговой нагрузки			
Долг**/ЕВИТДА*, х	33,7	22,7	5,8
Долг**/Собственный капитал, х	1,7	1,9	1,8
ЕВИТДА*/Чистые процентные расходы***, х	0,4	0,4	1,7

* расчеты Газпромбанка на основе МСФО-отчетности; не включает доходы от переоценки биологических активов, от продажи дочерних обществ и в форме отрицательного гудвила

** включая финансовый лизинг

*** с учетом полученных субсидий

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Нагатинская, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдокевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдокевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA
начальник управления
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03
Артем Спасский
+7 (495) 989 91 20
Светлана Голодинкина
+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов
директор
+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59
+8 (800) 200 70 88
broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин
+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов
+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трейдинг

Денис Филиппов
+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев
+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев
+7 (495) 913 78 57

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 719 17 74

Вера Ярышкина
+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак
+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти
+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица
+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук
+7 (495) 428 49 80

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.