

Рублевые корпоративные облигации

4 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Юнимилк: обзор результатов за 2007 год » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Корзина снизилась вслед за регулярными интервенциями » стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5564	- 0.2 %
Рублей за доллар США	23.4700	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 123.33	+ 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	8.17%	+ 42 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.61%	- 0 б.п.

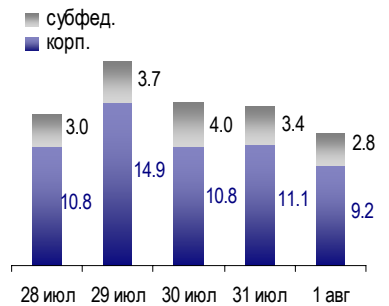
Остатки на к/с, млрд руб.	549.7	+ 540.0
Остатки на д/с, млрд руб.	180.6	+ 31.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 35.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

В ПЯТНИЦУ

- Выпуск Банк Москвы-1 (10 млрд руб.) размещен под 9.46% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

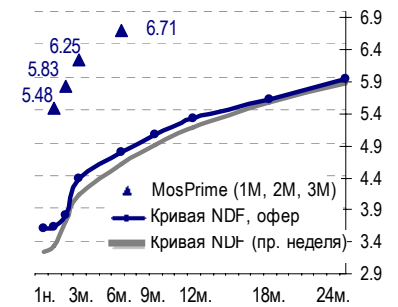


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

5 авг	Размещение Ипотечное Агентство Республики Татарстан-1 (1 млрд руб., годовая оферта) Заседание ФРС США по ставкам
6 авг	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (14 млрд руб., дюрация 3.0 года) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (10 млрд руб., дюрация 7.1 года)
7 авг	Размещение Группа ЛСР-2 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта) Размещение Синтерра-1 (3 млрд руб., годовая оферта) Размещение Городской супермаркет-2 (2 млрд руб., годовая оферта) Размещение Связь-Банк-2 (2 млрд руб., 3 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	95.80	+ 15	3.1	*9.26%
АИЖК-6	92.90	+ 10	4.1	9.54%
АИЖК-7	88.30	+ 8	4.9	10.63%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СевстАвто-2	96.80	+ 80	1.9	*9.74%
ВолгаТел-4	99.40	+ 59	1.1	*8.84%
СаНОС-2	101.00	+ 24	1.2	9.34%

Лидеры падения

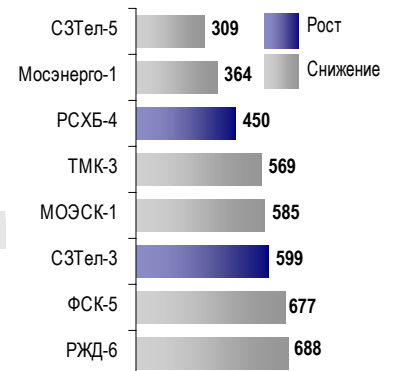
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	92.00	- 80	4.0	*10.06%
ГидроОГК-1	98.05	- 65	2.6	9.07%
ЛУКОЙЛ-2	99.01	- 54	1.2	8.22%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГЭС-1	90.00	- 50	3.3	11.56%
Мечел-2	93.00	- 50	1.7	*13.10%
Русфинанс-4	95.50	- 50	1.4	11.30%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Юнимилк: обзор результатов за 2007 год

Юнимилк представил проформа-отчетность по МСФО за 2007 год

В пятницу Компания Юнимилк раскрыла консолидированную отчетность по МСФО за 2007 год. Поскольку Юнимилк проводит структурную и юридическую реорганизацию, вновь была представлена проформа отчетности, учитывающая результаты приобретенных компаний. Долговая нагрузка группы на конец 2007 года оставалась высокой. Важное с точки зрения кредитного профиля событие – продажа акций допэмиссии головной компании холдинга – произошло за пределами отчетного периода (в марте 2008 г.).

Как и ожидалось, долговая нагрузка осталась высокой; привлечение недолговых ресурсов произошло уже в 2008 году

Мы полагаем, что долговая нагрузка Юнимилка уже достаточно давно достигла максимального уровня, и в дальнейшем компания будет развиваться за счет средств существующих и новых акционеров, а показатель Долг/ЕБИТДА не увеличится по итогам 2008 г. На наш взгляд, доходность облигаций Юнимилка (около 14.40% УТР, дюрация 1 год) учитывает относительно высокий риск рефинансирования компании. При этом финансовые результаты за прошлый год вряд ли станут сюрпризом для большинства инвесторов.

Финансовые результаты Компании Юнимилк по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА adj.	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	22 836	1 094	4.8%	9 111	8.3x	1.2x
2007	31 828	1 857	5.8%	14 697	7.9x	1.7x

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

С точки зрения сделок М&А 2007-й год – один из важнейших для формирования группы

Высокая долговая нагрузка Юнимилка обусловлена экспансией, которая в предыдущие годы подразумевала активное использование заемных ресурсов. Показатель Долг/ЕБИТДА достиг уровня 8.3x в 2006 году, к концу 2007 года, как и ожидалось, снизился примерно до 8x. После слабого 1-го полугодия 2007 года (см комментарий в нашем обзоре от 26.11.2007г.) Юнимилку удалось выйти на уровень квартальной ЕБИТДА около 500 млн руб. Однако и это не помогло более заметно снизить долговую нагрузку, в частности, из-за консолидации долга вновь приобретенных компаний.

Ряд наблюдений относительно динамики ключевых показателей компании:

- Консолидация КМП Эдельвейс-М не привела к существенному росту выручки во 2-м полугодии, что, вероятнее всего, связано с процессом модернизации Эдельвейса и его интеграции в общую структуру региональных продаж. Рост совокупной проформа-выручки в рублевом выражении составил за 2007 год 39%, валовая маржа – 20.9% (для сравнения, валовая маржа молочного дивизиона ВБД – около 26%).
- Компании не удалось значительно повысить рентабельность: маржа ЕБИТДА повысилась по итогам 2007 года на 1п.п. до 5.8%, тогда как прогнозировался рост до 7%. По нашему мнению, основной причиной стал беспрецедентный рост цен на сырое молоко в 1-м полугодии, который компании не удалось полностью перенести на потребителей. Также негативно на показатели рентабельности Юнимилка сказались сдерживание роста отпускных цен в начале года и расходы на оптимизацию портфеля брендов.
- Объем капвложений за прошлый год (без учета М&А) составил 2.8 млрд руб. Увеличение совокупного долга на 5.6 млрд руб. отражает финансирование инвестпрограммы, а также значительный рост потребностей в оборотном капитале. Часть долга, по всей видимости, была направлена на перенос мощностей завода Петмол – бюджет этого проекта составит примерно 2.4 млрд руб., и завершение планируется лишь в 2009 году.

- Другие крупные инвестпроекты Юнимилка – реконструкция комбината Эдельвейс-М, украинского завода Кремез, перенос мощностей завода Галактон. Мы полагаем, что объем капвложений в 2008 году как минимум не снизится по сравнению с 2007 годом. Хотя на их финансирование могут быть направлены средства от продажи высвобождающихся земли и объектов недвижимости (около 800 млн руб. в 2008 году), предпосылок для существенного сокращения долга группы за счет операционного денежного потока и продажи непрофильных активов пока нет.

Кредитный профиль Юнимилка определяется возможностями по привлечению недолгового финансирования

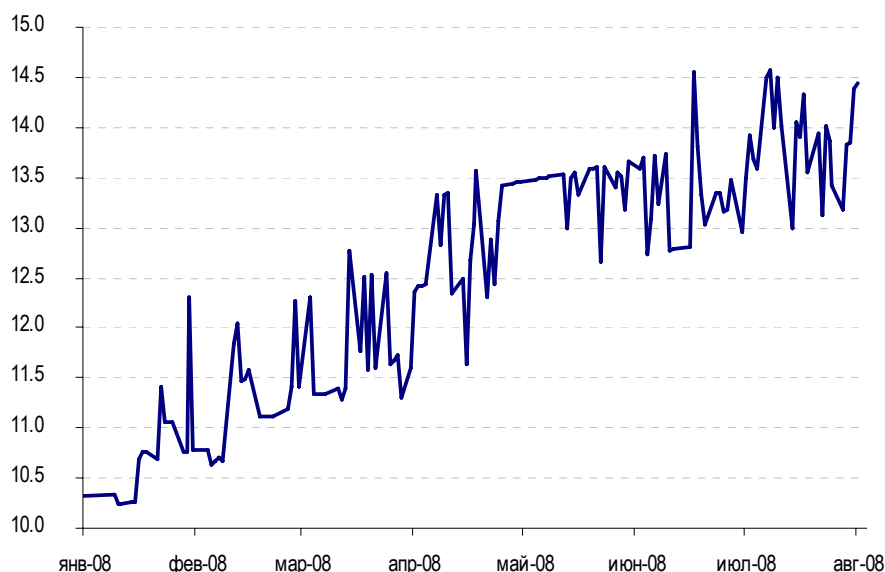
Медленный рост рентабельности, значительные капвложения и M&A – основные факторы, препятствовавшие снижению долговой нагрузки в 2007 году. Показатель Долг/ЕБИТДА, по нашим оценкам, составил по итогам года 7.9х, при этом компания нарушила финансовый ковенант по одной из сделок структурного финансирования на \$7 млн. В дальнейшем, кредитный профиль Юнимилка будет зависеть от привлечения недолговых источников финансирования. Мы ожидаем, что долговая нагрузка компании останется примерно на уровне прошлого года.

Первая сделка по продаже доли в компании инвестфонду – позитив для кредиторов

За счет продажи акций холдинговой компании инвестфонду Capital International Юнимилк в текущем году получит вливание в капитал в размере 3.2 млрд руб. (\$131 млн). Средства будут распределены между финансированием инвестпрограммы и реструктуризацией долга, но в какой пропорции – неизвестно. В перспективе не исключено проведение IPO или новые размещения в пользу институциональных инвесторов.

Мы полагаем, что высокая долговая нагрузка Юнимилка не станет неожиданностью для инвесторов после публикации отчетности по МСФО. К категории краткосрочных относится около 50% от совокупных долговых обязательств компании на конец 2007 года. В связи с этим успешное завершение сделки с Capital International может позитивно повлиять на оценку риска рефинансирования Юнимилка. Снижение доходности облигаций компании – по вчерашним котировкам около 14.40-14.50% к оферте в сентябре 2009 года – в сложившихся условиях маловероятно. В случае достижения более высоких уровней (15-16% УТР) выпуск Юнимилка станет привлекательным на фоне других высокодоходных бумаг. На наш взгляд, компания исчерпала возможности для привлечения долгового финансирования, но по-прежнему сохраняет привлекательность с точки зрения роста стоимости бизнеса.

Динамика доходности облигаций компании Юнимилк, %



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Корзина снизилась вслед за регулярными интервенциями

В этом месяце регулярные интервенции ЦБ должны значительно снизиться. В отличие от июля, когда уплачивался квартальный НДС, в августе профицит бюджета должен быть не слишком большим (по нашим оценкам около 260 млрд. руб.) И если Банк России продолжит осуществлять регулярные интервенции, исходя из размера бюджетного профицита, то их дневной объем в августе должен составить около \$500 млн.

По нашему мнению, именно снижение регулярных интервенций ЦБ привело к тому, что сегодня участники смогли продать рынок и снизить стоимость бивалютной корзины до уровня 29.25 руб., который многими считается новым уровнем поддержки Банка России. По нашим оценкам объем регулярных интервенций ЦБ в августе будет примерно соответствовать сальдо текущего счета, поэтому направление движения курса будут определять капитальные потоки и в первую очередь поведение спекулянтов, их готовность открывать новые длинные позиции по рублям.

Спрогнозировать объем регулярных интервенций в следующих месяцах этого года достаточно сложно. По нашим оценкам, уже в сентябре за счет роста гос. расходов и сезонного снижения налоговых поступлений размер бюджетного профицита станет практически нулевым. Однако мы не считаем, что в связи с этим ЦБ прекратит покупать валюту на регулярной основе, так как в этом случае не будет достигнута главная цель этого инструмента – повышение курсовой волатильности. Скорее всего, нас ждут новые изменения в принципах курсовой политики.

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.