

Рублевые корпоративные облигации

25 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- ЮниТайл: комментарий к размещению » стр. 2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- СКБ Банк: перспектива ломбардного списка » стр. 4

НОВОСТИ

- Неожиданно высокий ориентир по РЖД-8 » стр. 6

Индикаторы

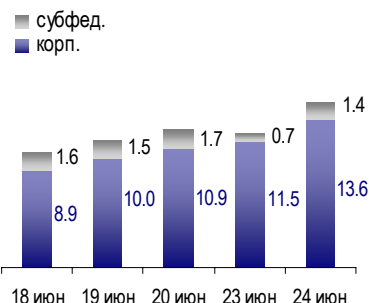
Долларов США за Евро	1.5567	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	23.6106	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 136.00	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	+ 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.59%	+ 9 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	147	+ 10 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	591.9	+ 11.2
Остатки на д/с, млрд руб.	485.6	+ 22.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 213.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск МТС-3 (10 млрд руб.) размещен под 8.89% годовых к оферте через 2 года
- Выпуск Генерирующая компания-1 (2 млрд руб.) размещен под 9.46% годовых к оферте через 1 год
- Облигации Разгуляй, БО-1 (2 млрд руб.) размещены с доходностью 10.5% годовых к оферте через полгода

Объем торгов на ММВБ

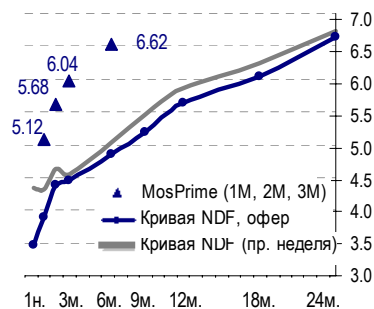


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 25 июн Размещение ЮниТайл-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
Размещение ШАНС Капитал-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
Заседание ФРС по ставкам
- 26 июн Размещение Первый Объединенный Банк-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
Аукцион ОБР-6 (10 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
- 30 июн Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	101.84	+ 2	1.5	7.12%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	99.32	+ 58	1.1	9.30%
ЮТК-5	97.70	+ 55	1.8	*9.06%
Белон-1	100.00	+ 40	0.9	9.30%

Лидеры падения

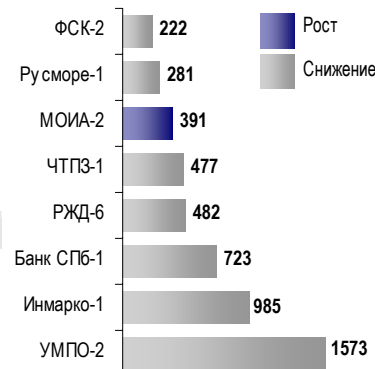
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	98.85	- 70	2.6	8.72%
ФСК-4	99.20	- 65	2.9	7.72%
РЖД-6	99.45	- 60	2.2	7.75%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
7Континент-2	98.60	- 45	1.0	*9.54%
ХКФБ-2	98.55	- 38	0.9	*11.30%
ВолгаТел-4	99.80	- 30	1.2	*8.42%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ЮниТайл: комментарий к размещению

На долговой рынок выходит производитель «Шахтинской плитки»: мы предпочли бы увидеть более высокий уровень доходности, чем предлагают организаторы

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций группы ЮниТайл (объем 1.5 млрд руб., оферта через 1 год). Основной бизнес компании – производство керамических материалов – выглядит весьма перспективным; темпы роста выручки и расширения сети продаж также впечатляют. Ключевым негативным фактором кредитного профиля ЮниТайла является низкая финансовая прозрачность.

На наш взгляд, ориентир организаторов по доходности выпуска (13.42% к годовой оферте) вряд ли обеспечит активный интерес инвесторов: ЮниТайл попадает в категорию бумаг 3-го эшелона, по которой сейчас наиболее сильны ожидания по расширению спредов в связи с возникновением проблем кредитного характера у ряда средних и небольших компаний.

Финансовые результаты группы ЮниТайл за 2007 год*:

- Выручка: 5.4 млрд руб. (+95% к 2006 г.), валовая маржа: 47%
- EBITDA: 1.7 млрд руб. (+121% к 2006 г.), маржа EBITDA: 32%
- Валовый долг: 4.9 млрд руб., Долг/EBITDA: 2.8x, EBITDA/Проценты: 6.3x

* - данные инвестмеморандума по неаудированной консолидированной отчетности по РСБУ

ЮниТайл успешно ведет конкурентную борьбу на растущем рынке керамической продукции и намерен расти еще быстрее

Группа ЮниТайл специализируется на производстве и торговле различными видами керамической продукции (облицовочная плитка, керамогранит, бордюры, декоры), основной бренд – «Шахтинская плитка». По основному направлению бизнеса ЮниТайл является одним из лидеров российского рынка (доля в 2007 году – 22%). Компания активно развивается, завершает строительство завода по производству кирпича, разрабатывает собственные месторождения глин и щелочного каолина (сырья для керамического производства), а также изучает новые возможности в сфере M&A для дальнейшего увеличения доли рынка.

Почти двукратный рост выручки в 2007 году – результат модернизации завода Стройфарфор и приобретения еще двух крупных производственных площадок

Успехи компании во многом связаны с ростом жилищного и офисного строительства в России. Выручка группы выросла за последние годы в несколько раз, но рубеж в 5 млрд руб. ЮниТайл перешагнул лишь в прошлом году. Неординарные результаты 2007 года обусловлены резким увеличением выпуска керамогранита на заводе Стройфарфор, а также приобретением двух крупных производственных активов – Воронежского керамического завода и ОАО Кварц. Их совокупные мощности по выпуску облицовочной плитки (13.2 млн кв.м на начало 2008 года) лишь немногим уступают мощностям ОАО Стройфарфор. ВКЗ вошел в состав группы в мае 2007 года, Кварц – в августе. Тем не менее, результаты этих предприятий консолидированы полностью в подготовленной для инвестмеморандума управленческой отчетности группы.

Инвестпрограмма на 2008 год – 2.2 млрд руб., прогноз долговой нагрузки – 3x Долг/EBITDA

Следующий этап развития группы – модернизация производственных площадок ВКЗ и Кварца, а также ввод в эксплуатацию кирпичного завода, который должен стать крупнейшим на юге России по выпуску облицовочного кирпича. Инвестпрограмма 2008 года оценивается в 2.2 млрд руб., и выручка по итогам года, по мнению компании, должна составить 7.5 млрд руб. Значительная часть средств от облигационного займа будет направлена на финансирование инвестиционной программы. В соответствии с прогнозным балансом ЮниТайла, совокупный долг группы увеличится к концу 2008 года до 7.2 млрд руб., долговая нагрузка составит 3x Долг/EBITDA.

В меморандуме заявлены еще более агрессивные планы по инвестициям на 2009-2010 гг.

Планы по инвестициям на 2009-2010 гг. более агрессивны: за 2 года группа планирует потратить 4.7 млрд руб. только на сделки M&A, а совокупный объем инвестиций составит, по прогнозам компании, 3.6 млрд руб. в 2009-м и 5.2 млрд руб. в 2010 г. Мы с осторожностью относимся к такого рода прогнозам:

- во-первых, практика показывает, что быстрорастущие компании достаточно легко корректируют собственные планы;

- во-вторых, объем требуемого долгового финансирования сопоставим с годовой выручкой группы, а ориентиры по долговой нагрузке в пределах 3х Долг/ЕВITDA предельно чувствительны к рентабельности (компания предполагает сохранить маржу EBITDA выше 30% до 2011 года);
- в-третьих, прогноз основан на данных управленческой отчетности по РСБУ, в периметр консолидации которой включены 5 ключевых компаний группы, в то время как в структуру холдинга, судя по инвестмеморандуму, входят как минимум 16 юридических лиц.

Ключевой негативный фактор – невысокая финансовая прозрачность

По нашему мнению, невысокая финансовая прозрачность - основной негативный фактор кредитного профиля группы. Отсутствие полноценной консолидированной отчетности отчасти компенсируется поручительствами от двух ключевых операционных компаний – Стройфарфора и ВКЗ, а также дистрибутора группы. И все же мы обращаем внимание, что несколько трейдеров и Владимирский карьер, на базе которого строится кирпичный завод, находятся за пределами как периметра консолидации отчетности, так и кредитной базы облигационного займа.

По стратегии развития и бизнес-профилю ЮниТайл имеет смысл сравнивать, например, с группой ТехноНиколь, 2-й выпуск которой торгуется сейчас с доходностью около 12.70% (дюрация 1.1 года). Однако мы отмечаем, что с учетом имеющихся данных по размеру выручки и долговой нагрузке ЮниТайл относится к категории меньших по масштабу бизнеса компаний. Скажем, Полипласт – лидер российского рынка химических присадок для бетона с годовым оборотом чуть больше 2 млрд руб. и долговой нагрузкой на уровне 4х Долг/ЕВITDA разместил вчера дебютный выпуск со ставкой купона 15%.

Ориентир по ставке купона дебютного выпуска ЮниТайла, на наш взгляд, не слишком привлекателен

Нам представляется, что в текущих условиях инвесторы проявят повышенную внимательность к кредитным характеристикам новых выпусков 3-го эшелона, поэтому эмитенты (тем более, дебютирующие на рынке) должны предлагать более существенную премию. Ориентир организатора по доходности выпуска группы ЮниТайл на уровне ниже 14%, на наш взгляд, не является привлекательным.

СКБ Банк: перспектива ломбардного списка

Новая ставка купона облигаций СКБ банка вполне привлекательна – мы не рекомендуем предъявлять бумаги к оферте

30 июня состоится оферта по дебютному выпуску рублевых облигаций СКБ-Банка (Moody's: B2 positive; Fitch: B-) объемом 1 млрд. руб. Мы ознакомились с результатами деятельности банка по МСФО и считаем, что заявленная ставка купона 12.5% вполне соответствует кредитному профилю банка, и не рекомендуем предъявлять бумаги к оферте. Также мы видим определенный потенциал роста цены облигаций СКБ, поскольку, по нашему мнению, существует достаточно высокая вероятность того, что рейтинги банка уже 2008 году могут быть повышены, что приведет к включению их в Ломбардный список Банка России.

Основные показатели СКБ по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала, Базель %	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	1232	17.22	98	7.12	1.62	6.09	1.76	2.55	3.32
2006	719	13.62	82	5.09	1.82	5.39	1.51	2.68	3.18

Заметный игрок регионального масштаба с достаточно сильной структурой акционеров

СКБ-банк является одним из трех крупнейших частных банков в Екатеринбурге и шестым по размеру активов в уральском регионе. Основным бенефициаром банка является Дмитрий Пумпянский (контролирующий акционер группы ТМК), которому принадлежит 71% акций банка. С середины 2007 года блокирующий пакет принадлежит ЕБРР. Несмотря на принадлежность к крупной промышленно-финансовой группе, объем операций банка со связанными сторонами невелик. В последние 3 года банк активно развивает розничное направление, которое постепенно становится главным фактором роста бизнеса и повышения рентабельности.

Результаты СКБ за 2007 год в целом выглядят весьма позитивно:

- Банк показал уверенный рост активов (+60%), причем в большей степени он был достигнут за счет наращивания депозитных ресурсов от несвязанных с банком сторон. Соответственно, степень зависимости СКБ от рыночных ресурсов остается несущественной.
- Розничный кредитный портфель и кредиты малым и средним предприятиям существенно выросли в 2007 году и составили 48% и 9% в совокупном кредитном портфеле соответственно. При этом, мы полагаем, что появление ЕБРР в составе акционеров и участие в управлении СКБ позволит банку улучшить качество вновь выдаваемых кредитов.
- Качество кредитного портфеля остается на вполне приемлемом уровне (просрочка 90+ по совокупному портфелю составила 2.55%, по розничному 4.25%), хотя мы ожидаем некоторого ухудшения этого показателя в связи с бурным ростом портфеля в 2007 году.
- Достаточность капитала поддерживается на приемлемом уровне, несмотря на бурный рост активов. Некоторое отставание капитала первого уровня (Tier I ratio: 11.5%) будет компенсировано эмиссией акций в объеме 1.7 млрд. рублей, запланированной на 2008 год.
- Доходность активов увеличивается и выглядит весьма достойно для универсального банка, находящегося в активной стадии развития - RoAA 1.76% (2006: 1.51%). Рост высокомаржинальных бизнес-направлений оказывает поддержку чистой процентной марже, уровень которой, по нашему мнению, оставляет достаточный запас как для умеренно увеличивающегося уровня убытков по кредитному портфелю, так и удорожания стоимости фондирования (2007: 7.12%; 2006: 5.09%).

Основными негативными характеристиками кредитного качества банка являются:

- Недостаточно сбалансированная ликвидность банка – анализ разрывов между активами пассивами банка по срокам до погашения выявляет существенный разрыв в ликвидности на горизонте до одного года (16% от совокупных активов). Данный

момент несколько смягчается наличием сильного акционера, который в случае необходимости сможет оказать «экстренную» помощь банку.

- Все еще низкий уровень «свободного» капитала (за вычетом инвестиций в основные средства, дочерние предприятия и кредитов связанным сторонам), который на конец 2007 года составил лишь половину от совокупного капитала. Тем не менее, мы полагаем, что планируемая эмиссия позволит существенно улучшить этот показатель.
- Опережающий рост операционных расходов, связанный с активным расширением филиальной сети. Показатель cost-to-income увеличился в 2007 году до 63.2% с 59.9%, а соотношение непроцентных расходов к усредненным активам до 6.1% с 5.4%.
- Уровень резервов, на наш взгляд, не достаточно консервативен учитывая бурный рост банка в высокорисковых бизнес направлениях. Объем провизий, за вычетом просрочки 90+ достаточен лишь для покрытия 0.8% убытков по остальной части кредитного портфеля.

Мы считаем, что повышение рейтингов СКБ в 2008 году весьма вероятно и видим потенциал роста цены облигаций банка

Выпуск СКБ-Банк 1 нельзя охарактеризовать как ликвидный, однако, опираясь на фундаментальные кредитные характеристики мы полагаем, что новая ставка купона вполне отражает кредитный профиль банка и не рекомендуем предъявлять бумаги к оферте. Более того, мы считаем, что облигации СКБ могут представлять неплохой потенциал роста цены в среднесрочной перспективе.

Мы отмечаем, что рейтингу СКБ от Moody's был присвоен положительный прогноз в декабре 2007 года (т.е. до публикации результатов за 2007 год по МСФО). По нашему мнению, результаты банка за 2007 год выглядят вполне позитивно и могут привести к повышению рейтинга уже в этом году до уровня В1, что будет означать включение рублевых облигаций СКБ в Ломбардный список ЦБ.

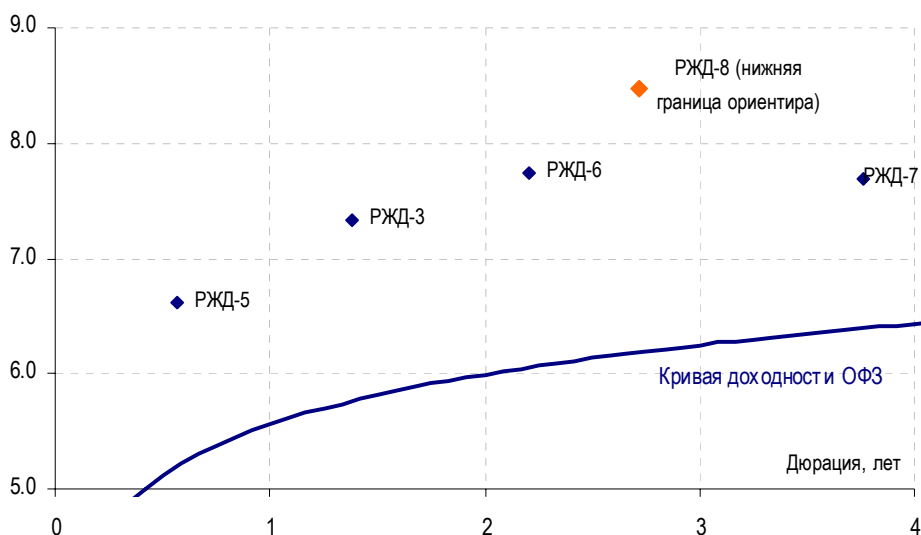
НОВОСТИ

Неожиданно высокий ориентир по РЖД-8

Сегодня объявлен ориентир по ставке купона нового выпуска облигаций РЖД (объем 20 млрд руб., срок обращения – 3 года). Размещение будет проводиться по схеме «бук-билдинг» с 25 июня по 7 июля. По информации Интерфакса, ориентир находится в диапазоне 8.25-8.75% (доходность 8.42-8.94%).

Мы не исключаем, что столь высокий ориентир может играть роль своеобразной «приманки» в надежде привлечь достаточный спрос на весь объем выпуска и снизить доходность в процессе размещения. Однако у РЖД есть планы разместить еще 4 выпуска облигаций, в результате совокупный объем предложения рублевого долга компании может составить 80 млрд руб. Если РЖД действительно разместит 8-й или последующие выпуски с доходностью хотя бы по нижней границе объявленного диапазона, то, по нашему мнению, это может вызвать пересмотр доходностей и продаж по всему 1-му эшелону.

Доходность облигаций на 23 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

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.