

Российские корпоративные облигации

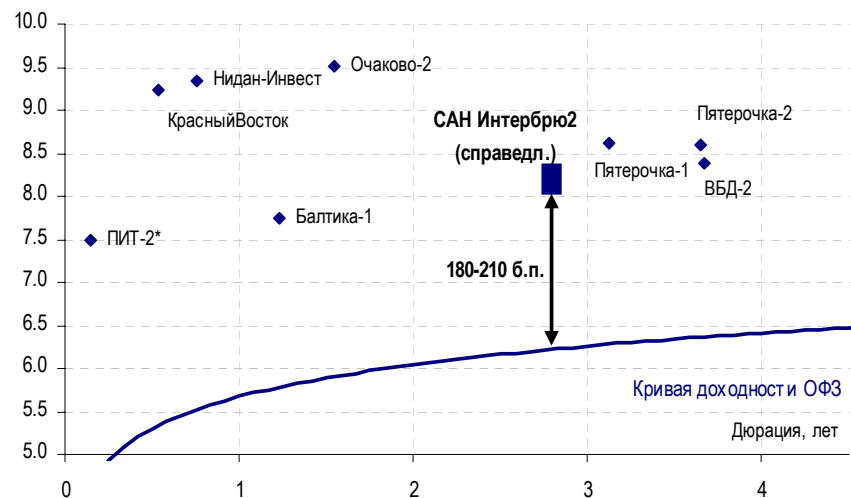
8 августа 2006 г.

Специальное обозрение

САН Интербрю: Всё за «Сибирскую Корону»

- САН Интербрю — одна из крупнейших компаний пищевой отрасли в России. По данным рейтинга «Эксперт РА», по итогам 2005 г. САН Интербрю — 2-я по объему выручки компания пивоваренной индустрии и 3-я — в пищевой отрасли.
- САН Интербрю — дочерняя компания InBev (ИнБев), крупнейшей пивоваренной компании в мире. Согласно данным отчетности по МСФО, по итогам 2005 г., выручка ИнБев составила 11,7 млрд евро, чистая прибыль — 1,4 млрд евро, собственный капитал — 11,9 млрд евро, и общая сумма активов 23,6 млрд евро.
- ИнБев неоднократно демонстрировала важность своего российского подразделения для бизнеса всей группы. По словам президента ИнБев, Россия является одним из трех наиболее важных рынков из более чем 120 стран, где представлена продукция ИнБев, на сегодняшний день.
- По итогам 2005 г. бизнес ИнБев в России продолжал расти быстрее рынка. По данным агентства «Бизнес Аналитика», по итогам года доля рынка САН Интербрю составила 17,7% по сравнению с 15,6% годом ранее.
- В 2005 г. компания продемонстрировала очень хорошие финансовые результаты: выручка за год выросла на 23% до 23,6 млрд руб. по сравнению с 2004 г. (сопоставимые данные), маржа EBITDA составила 16,5%.
- В I полугодии 2006 г. компания продолжила динамичное развитие: выручка достигла 13,9 млрд руб. (рост: 27,6%), а маржа EBITDA выросла до 23,7%; чистая прибыль составила 1,2 млрд руб. Мы ожидаем, что по итогам 2006 г. компания продемонстрирует дальнейший рост объемов продаж и сохранит высокую рентабельность.
- Высокое кредитное качество САН Интербрю основано на следующих основных факторах:
 - Принадлежность к группе ИнБев — крупнейшему мировому производителю пива и стратегическая значимость российского рынка для группы;
 - Консервативная долговая нагрузка: 1,2x Долг/EBITDA по итогам I полугодия 2006 г. (без учета внутригруппового займа);
 - Высокая рентабельность: 23,7% по EBITDA.

Оценка доходности облигационного займа САН Интербрю Финанс 2ой серии на 07.08.2006



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Оценка справедливой доходности

- На сегодняшний день в пищевой отрасли есть всего два эмитента, сравнимых по кредитному качеству с САН Интербрю, — ВБД и Балтика. Именно они и должны, на наш взгляд, стать базой для определения «справедливого» спреда облигаций САН Интербрю.
- Мы оцениваем справедливую доходность второго выпуска САН Интербрю Финанс на уровне **8,00-8,30%** (спред: **180-210 б.п. к ОФЗ**). С учетом премии за первичное размещение мы прогнозируем доходность на уровне **8,5% на аукционе**.
- Для сравнения: стоимость заимствований для ИнБев на мировых рынках отличается существенно более узкими спредами. Последняя сделка (декабрь 2005): 2,5 млрд евро сроком на 7 лет, **спред: 13 б.п. к EURIBOR**.

Финансовое состояние эмитента

С юридической точки зрения ОАО «САН Интербрю» было сформировано в 1 кв. 2004 г., поэтому сравнение финансовых результатов по РСБУ за 2004 г. и 2005 г. не дает сопоставимого представления о динамике компании.

Отчетность по РСБУ дает полное представление о финансовом состоянии компании, что подтверждается результатами по GAAP

Российские операции САН Интербрю полностью консолидируются на одном юридическом лице. Поэтому отчетность компании по РСБУ адекватно отражает ее финансовое состояние, как с точки зрения финансовых результатов, так и с точки зрения структуры капитала. Дополнительный фактор высокой финансовой прозрачности – наличие аудированной отчетности материнской компании Sun Interbrew Ltd. по US GAAP, в которую также включены украинские предприятия группы. Мы строим дальнейший анализ на основании отчетности ОАО «САН Интербрю» - поручителя по облигационному займу, — по РСБУ.

Финансовые показатели САН Интербрю по РСБУ в I полугодии 2005-2006 гг.

	I п/г 2005	I п/г 2006	Изменение
Выручка, млн руб	10 897	13 908	+27.6%
ЕБИТДА, млн руб	2 060	3 300	+60%
Рентабельность по ЕБИТДА	18.7%	23.7%	-
Долг/ЕБИТДА	2.2x	1.2x	-
Чистая прибыль	183	1 218	+565%
Чистая рентабельность	1.7%	8.8%	-

Финансовые показатели САН Интербрю по РСБУ в 2004—2005 гг.

	2004**	2005	Изменение
Выручка, млн руб	16 559	23 627	+43%
ЕБИТДА, млн руб	2 783	3 890	+40%
Рентабельность по ЕБИТДА	16,8%	16,5%	-
Долг/ЕБИТДА*	2,8	2,1	-
Чистая прибыль	65	497	+669%
Чистая рентабельность	0,4%	2,1%	-

Источник: отчетность САН Интербрю по РСБУ, оценки Райффайзенбанка

* за исключением внутригруппового займа на 8 млрд руб.

** Бухгалтерская отчетность ОАО «САН Интербрю» с марта по декабрь 2004 г.

Первое полугодие 2006 г.: впечатляющий рост рентабельности. В будущем маржа ЕБИТДА будет стремиться к 26%.

В первом полугодии 2006 г. компания продемонстрировала впечатляющий финансовые результаты: рентабельность по ЕБИТДА выросла до 23.7%, по чистой прибыли – до 8.8%. Мы ожидаем, что в будущем маржа ЕБИТДА будет стремиться к уровню 25-26%, что соответствует рентабельности ПК «Балтика»:

- Бизнес-модели САН Интербрю и Балтики в целом очень схожи. Хотя для Балтики «экономия на масштабе» более существенна, по мере роста объемов продаж САН Интербрю, эта разница будет сокращаться.
- В 2005 г. САН Интербрю активно инвестировала средства в систему дистрибуции и логистики, построение которой полностью завершено. Таким образом, в будущем компании уже не придется нести эти расходы.
- Доля продукции премиум-сегментов в выручке компании стремительно увеличивается: с 23.8% в 2003 г. до 31.8% в 2005 г.

<i>В 2006 г. произойдет уменьшение процентных расходов</i>	Рентабельность по чистой прибыли по итогам 2006 г. увеличится также за счет снижения процентных расходов. В августе 2006 г. будет погашен первый облигационный заем, ставка по которому была установлена на неадекватно высоком уровне, т.к. размещение происходило до завершения выкупа долей бывших акционеров группой ИнБев. Исходя из текущей конъюнктуры и возросшего кредитного качества САН Интербрю, ставка по новому займу окажется существенно ниже.
<i>ИнБев предоставляет компании долгосрочное финансирование; внешний долг – 7.3 млрд руб.</i>	На стадии консолидации активов ИнБев предоставил САН Интербрю крупный внутригрупповой кредит, который отражается в российской отчетности как долгосрочный долг на 8 млрд руб. с погашением в 2019 году. На самом деле, по экономическому смыслу этот заем является долгосрочными инвестициями, призванными поддержать развитие компании на российском рынке. За вычетом внутригруппового займа долг САН Интербрю на 30.06.2006 составил 7.3 млрд руб.
<i>Долговая нагрузка – более чем умеренная: Долг/ЕБИТДА: 1.2х</i>	Долговая нагрузка компании в настоящий момент является более чем умеренной. С учетом позитивных финансовых результатов I полугодия, соотношение Долг/ЕБИТДА составляет около 1.2х в годовом выражении (без учета внутригруппового займа).
<i>Консолидация «Интербир» не приведет к увеличению долга компании</i>	До конца 2006 г. ИнБев планирует объединить все свои российские активы на ОАО «САН Интербрю». Для этого акционеры внесут в капитал компании 100% акций ЗАО «Интербир» (завод Тинькофф в Санкт-Петербурге). Эта сделка не приведет к увеличению долга САН Интербрю, т.к. у ЗАО «Интербир» отсутствуют долги перед внешними кредиторами.

По совокупности основных факторов: высокая рентабельность, низкая долговая нагрузка и поддержка крупнейшего мирового пивного концерна ИнБев, мы оцениваем кредитное качество САН Интербрю как очень высокое.

Пивоваренная отрасль

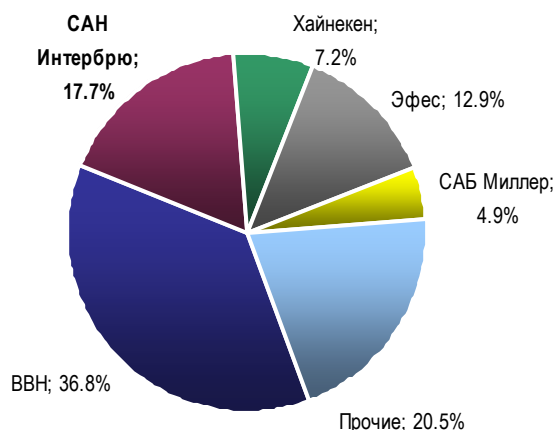
Рост рынка: на 5-6% в год

Российский пивной рынок в 2005 г. вырос на 6%, в первом полугодии 2006 г. рост составил 5.8%. Таким образом, Россия остается одним из наиболее динамичных сегментов мирового пивного рынка. В целом на мировом рынке наблюдается следующая ситуация: сокращение потребления пива на душу населения в развитых странах и рост потребления в развивающихся странах. При этом потребление пива в России по итогам 2005 г. отставало от развитых стран на 25-80%. Эксперты прогнозируют рост российского рынка на 5-6% в год на ближайшие 3-4 года.

Рост консолидации рынка, вероятность появления новых сильных конкурентов невелика

Одна из главных примет в российской пивоваренной отрасли за последние годы – рост консолидации рынка. Суммарная доля пяти крупнейших производителей составляет около 80% объема рынка, причем все крупнейшие игроки – дочерние предприятия мировых пивных групп. Практически все крупные пивоваренные активы к настоящему моменту поделены между иностранными участниками рынка. Введенные недавно ограничения по рекламе пива на телевидении также затрудняют выход новых конкурентов на российский рынок. В связи с этим, отраслевые эксперты не ожидают появления новых игроков, т.к. «входной билет» на рынок будет слишком дорогим.

Доля крупнейших производителей на российском рынке пива, %



Источник: Бизнес Аналитика, данные компаний

Негативный эффект от ограничений на рекламу и потребление пива в 2006 г. будет компенсироваться кризисными явлениями на рынке вина и крепкого алкоголя, связанными с введением ЕГАИС. Потребление пива будет расти вследствие замещения крепких алкогольных напитков и дефицита вина.

Премиум-сегмент растет быстрее рынка и повышает рентабельность пивоваров

Другой важный фактор, определяющий рентабельность российских пивоваров – рост доли премиум-продукции и лицензионного (супер-премиум) пива в структуре производства. Доля этих двух сегментов в общем объеме производства выросла с 26.8% в начале 2004 г. до 32.1% - в середине 2006 г. Продукция этих классов отличается более высокой рентабельностью для производителя, чем среднеценовое и дешевое пиво.

Оценка справедливой доходности

Сравнимые компании: Балтика и ВБД

В настоящий момент на российском долговом рынке есть только два эмитента из пищевой отрасли, сравнимых по кредитному качеству с САН Интербрю – Пивоваренная Компания «Балтика» и «Вимм-Билль-Данн».

Все три компании отличаются высоким кредитным качеством

Все три перечисленных компании отличаются высоким кредитным качеством и вполне сравнимы между собой:

- долговая нагрузка Балтики, ВБД и САН Интербрю находится в очень умеренных рамках (менее 2х по уровню Долг/ЕБИТДА), процентные расходы также необременительны для всех трех компаний;
- все три компании отличаются высокой операционной эффективностью для своих сегментов: Балтика и САН Интербрю демонстрируют рентабельность по ЕБИТДА выше 20%; рентабельность ВБД ниже – около 11.5%, но это хороший показатель для производства молока и соков;
- компании занимают лидирующие позиции в своих сегментах и имеют высокие темпы роста объемов производства и выручки;
- компании демонстрируют высокую операционную и финансовую прозрачность.

Спрэд Балтики слишком широк из-за низкой ликвидности выпуска

Облигации Балтики в настоящий момент торгуются со спрэдом около 200 б.п. к кривой ОФЗ. С точки зрения кредитного качества компании, ее долг заслуживает более узких спрэдов. Препятствием для их сужения является небольшой объем облигационного займа Балтики (1 млрд руб.) и связанная с ним невысокая ликвидность. «Справедливый» спрэд Балтики мы оцениваем в 170 б.п. к ОФЗ.

Облигации ВБД торгуются со спрэдом около 200 б.п. к ОФЗ и предлагают более адекватный ориентир для доходности САН Интербрю.

Справедливый спрэд САН Интербрю: 180-210 б.п. к ОФЗ. Доходность с учетом премии за «первичку»: 8.5%

Мы оцениваем «справедливый» спрэд облигаций САН Интербрю Финанс в 180-210 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности в 8.00 – 8.30% к погашению. С учетом премии за первичное размещение мы прогнозируем доходность на аукционе на уровне 8.50%, что соответствует ставке купона в 8.33%. Такая доходность создаст хороший потенциал для роста облигаций после их выхода на вторичные торги.

Доходность рублевых облигаций на 4 августа 2006 г.

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.
Балтика-1	7.75	101.37	1.23	1 000	8.75%	196
ВБД-2	8.50	102.80	3.67	3 000	9.00%	202

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа

Эмитент	ОАО «САН Интербрю Финанс»
Поручитель	ОАО «САН Интербрю»
Объем выпуска	4 млрд руб.
Организатор	ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»
Предварительная дата размещения	17 августа 2006 г.
Срок обращения	3 года
Купонный период	182 дня
Использование средств	Рефинансирование текущего долга

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Станислав Пономаренко	sponomarenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 1316
Александр Балахнин	abalakhnin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Максим Раскоснов	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893

Начальник аналитического отдела

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928
----------------	------------------------	-------------------

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Александр Тен	aten@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@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 Михалевиц	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.