



**Raiffeisen
BANK**



Третий не лишний

Возвращение третьего эшелона

Декабрь 2010
Наталья Пекшева

Who is третий эшелон

Взгляд типичного инвестора

- **1-й эшелон** – компании с рейтингом категории BBB (Газпром, РЖД, Россельхозбанк и пр.)
- **2-й эшелон** – компании с рейтингом категории BB (МТС, Вымпелком, Вимм-билль-данн и пр.)
- **3-й эшелон** – компании с рейтингом категории B
- **Эшелон 4+** – компании без рейтинга

Наш взгляд

- **1-й эшелон** – компании с рейтингом категории BBB (Газпром, РЖД, Россельхозбанк и пр.)
- **2-й эшелон** – компании с рейтингом категории BB и B
- **3-й эшелон** – компании без рейтинга, **НО** с приемлемым кредитным качеством
- **Эшелон 4+** – компании с низким кредитным качеством

Третий эшелон – компании без рейтинга, имеющие фундаментально хорошие кредитные характеристики. В настоящее время предложение в данном сегменте незначительно (Соллерс, Трансаэро, ЧПТЗ).

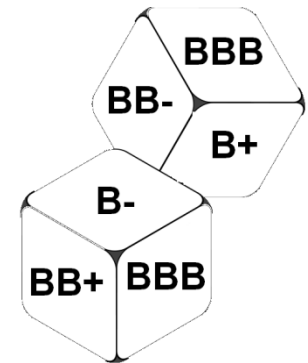


Ключевые заблуждения инвесторов

1) Все компании без рейтинга имеют плохое кредитное качество:

Рейтинг – одна из важных оценок кредитного качества компании, НО:

- а) существуют причины, по которым **компании не хотят получать или раскрывать рейтинг;**
- б) **рейтинг тоже субъективен:**
 - Объединённые Кондитеры (В от Fitch) имеет показатель долга/EBITDA $\sim 1,5x$. Рейтинг Евраза с уровнем долговой нагрузки $>3x$ - В+;
 - Рейтинги одного эмитента у различных агентств могут различаться на один и более пункта (Роснефть (BBB-/Baa1/BBB-), ЮниКредит Банк (BBB-/-/BBB+), Северсталь (BB-/Ba3/B+).
- в) кредитные портфели российских банков в основном представлены **заемщиками, не имеющими международного кредитного рейтинга.**



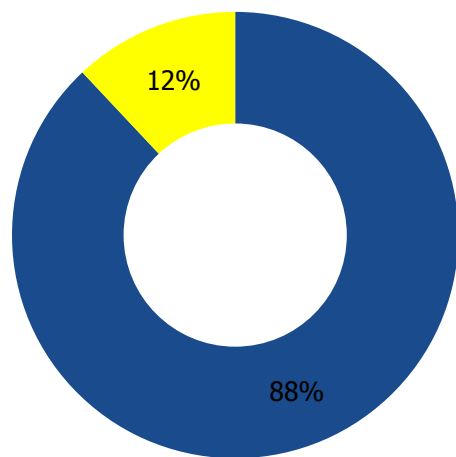
2) Новое имя + незнакомая отрасль = неинтересный эмитент

3) Все эмитенты третьего эшелона имеют плохое кредитное качество

Большинство дефолтов во время кризиса допустили компании с сомнительным кредитным качеством. Компании третьего эшелона в свою очередь практически полностью расплатились по своим обязательствам и позволили инвесторам неплохо заработать на их бумагах.

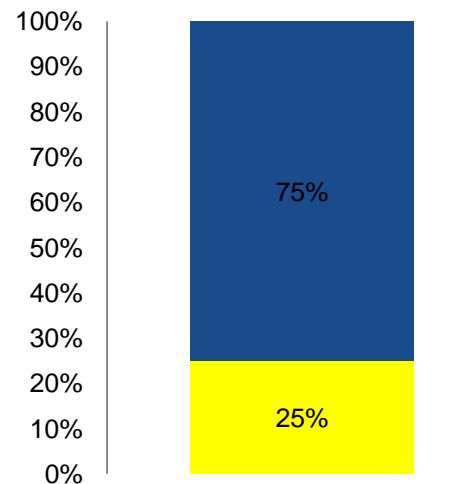
Дефолты по рублевым облигациям в кризис

Соотношение числа эмитентов, допустивших дефолт



■ Эшелон 4+ ■ Третий эшелон

Соотношение объема дефолтных выпусков



■ Третий эшелон ■ Эшелон 4+

•Источник: Расчеты Райффайзенбанка, Cbonds

- Подавляющее большинство эмитентов, допустивших дефолт, имели сомнительное кредитное качество.
- Практически все эмитенты третьего эшелона, допустившие дефолт, достигли договоренностей с держателями облигаций о реструктуризации.



Как отличить хорошую компанию без рейтинга от плохой

Хорошая компания

- **Отчетность по МСФО.** Отсутствие МСФО допустимо, если компания контролируется государством и/или если она не имеет значимых для операционной деятельности дочерних структур.
- **Выручка более 10 млрд руб.** для большинства отраслей.
- **Привлекательная отрасль и лидирующие позиции** Компании.
- **Четкая стратегия развития и понятные перспективы** роста.
- **Высокий уровень** корпоративного управления и прозрачности.
- **Приемлемая долговая нагрузка** (чистый долг/EBITDA < 4x для большинства отраслей). Допустимо временное увеличение долговой нагрузки по итогам 2009-2010 гг. в результате кризиса.
- **Хорошая структура долга** (низкий риск рефинансирования). Допустимо наличие реструктурированной в период кризиса задолженности.

Плохая компания

- **Отчетность только по РСБУ,** при наличии нескольких операционных компаний в Группе.
- **Масштаб деятельности незначителен.**
- **Слабые позиции на рынке и отсутствие явных конкурентных преимуществ.**
- **Туманные перспективы дальнейшего развития**
- **Низкий уровень** открытости для инвесторов, слабый менеджмент.
- **Высокая долговая нагрузка** при значительной доле краткосрочного долга. Существенные риски рефинансирования.

Инвестор должен внимательно оценивать кредитное качество эмитента



ЧТПЗ – хороший 3-й эшелон

Отчетность по МСФО

ЧТПЗ публикует консолидированную отчетность по МСФО

Выручка > 10 млрд руб.

Выручка за 2009 г. – 56 млрд руб., за 1 п/г 2010 г. – 38 млрд руб.

Привлекательная отрасль Лидирующие позиции

Трубная отрасль – одна из наиболее динамично развивающихся в России благодаря реализации инфраструктурных проектов и развитие нефтегазодобычи.
ЧТПЗ входит в тройку лидеров отрасли с долей более 15%

Четкая стратегия развития Понятные перспективы

Компания планомерно реализует стратегическую программу вертикальной интеграции и модернизации производственных мощностей

Прозрачность, высокий уровень корпоративного управления

ЧТПЗ регулярно раскрывает финансовые и операционные данные, высокий уровень менеджмента позволил ЧТПЗ успешно пройти через кризис.

Приемлемая долговая нагрузка, низкие риски рефинансирования

По состоянию на 30 июня 2010 г. Чистый долг/EBITDA – около 4х.
Существенная часть обязательств рефинансирована и переведена в долгосрочные.



Держать или реповать?

РЕПО* - первый и второй эшелон

• Вимм-Билль-Данн БО-7

Покупка 06.07.2010

Ежедневное РЕПО overnight

Продажа 02.12.2010 (до сделки с PepsiCo)

Доходность – 14,48% (без РЕПО – 8,65%)

• Вымпелком (ВК-Инвест-1)

Покупка 06.07.2010

Ежедневное РЕПО overnight

Продажа 06.12.2010

Доходность – 12,84% (без РЕПО – 7,79%)

Рынок РЕПО для облигаций хорошего качества с высокой ликвидностью значительно повышает доходность этих бумаг, но несет существенный **рыночный риск**.

*Ставка РЕПО overnight – 3,75%, дисконт – 15%

Buy & hold – третий эшелон

• ЧТПЗ БО-1

Покупка 06.07.2010

Продажа 06.12.2010

Доходность – 18,64%

• СОЛЛЕРС БО-2

Покупка 06.07.2010

Продажа 06.12.2010

Доходность – 15,19%

При сопоставимом уровне доходности облигации третьего эшелона имеют гораздо **более высокий кредитный риск**, что сдерживает спрос на них со стороны инвесторов в настоящее время.



Третий эшелон: что дальше?

В 2011 г. мы ожидаем **роста предложения бумаг эмитентов третьего эшелона:**

- решив проблемы с рефинансированием, компании готовы возобновить свои инвестиционные программы;
- облигации являются более удобным источником финансирования (не подразумевают залога имущества, не накладывают ограничительных условий и пр.). Несмотря на то, что сейчас эмитенты готовы прописывать финансовые ковенанты в эмиссионных документах, пока механизм их контроля и реализации прав инвесторов в случае нарушения на практике не применялся.
- эмитенты первого и второго эшелонов при определенных условиях могут предпочесть рынок еврооблигаций—> дефицит качественного предложения;
- рост предложения облигаций третьего эшелона может быть ограничен из-за высокой конкуренции со стороны коммерческих банков;
- инвесторы должны научиться отличать третий эшелон от компаний с сомнительным кредитным качеством.