

# Рублевые корпоративные облигации

11 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Магnezит: комментарий к отчетности » стр.2

### НОВОСТИ

- Приобретение Карусели окончательно не утверждено » стр.4

## Индикаторы

|                           |           |          |
|---------------------------|-----------|----------|
| Долларов США за Евро      | 1.5837    | + 0.1 %  |
| Рублей за доллар США      | 23.4480   | - 0.4 %  |
| Нефть Brent, USD/барр.    | \$ 108.25 | + 2.0 %  |
| Москва-39, дох. % год.    | 6.75%     | - 1 б.п. |
| Россия-30, дох. % год.    | 5.28%     | + 1 б.п. |
| EMBI+ Russia спрэд, б.п.  | 182       | - 6 б.п. |
| Остатки на к/с, млрд руб. | 539.2     | - 16.6   |
| Остатки на д/с, млрд руб. | 230.0     | - 7.0    |
| Сальдо операций с ЦБ      | + 53.2    |          |

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

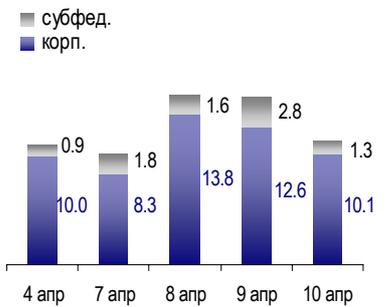
### СКОРО

- 17 апреля состоится размещение Банк Ренессанс Капитал-2 (3 млрд руб., годовая оферта)

### ВЧЕРА

- Выпуск Сорус Капитал-2 (1.5 млрд руб.) размещен под 13.65% годовых к оферте через 1 год

## Объем торгов на ММВБ

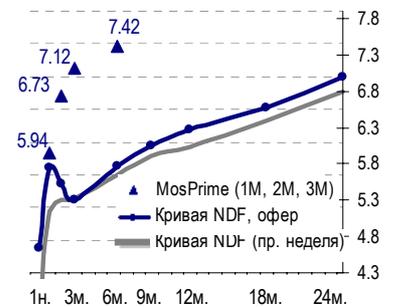


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

|        |   |
|--------|---|
| 14 апр | Размещение Арктел-2 (1 млрд руб., оферта через 2 года)  |
| 15 апр | Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов<br>Уплата ½ суммы акцизов   |
| 17 апр | Размещение УРСА Банк-8 (10 млрд руб., годовая оферта)<br>Размещение Стройтрансгаз-3 (5 млрд руб., годовая оферта) |
| 23 апр | Размещение ГЛОБЭК-1 (4 млрд руб., годовая оферта)   |
| 25 апр | Уплата НДС, ½ суммы акцизов   |

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

|             | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| АИЖК-9      | 94.25        | + 125           | 5.1          | 8.93%     |
| Мосэнерго-1 | 99.55        | + 25            | 1.4          | *8.03%    |
| ЛУКОЙЛ-3    | 98.90        | + 24            | 3.2          | 7.58%     |

### 2 эшелон

|               | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|---------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| СевстАвто-2   | 97.30        | + 70            | 2.1          | *9.23%    |
| РусСтандарт-6 | 96.75        | + 25            | 0.8          | *12.68%   |
| ТГК-10-2      | 100.70       | + 25            | 0.8          | *9.04%    |

## Лидеры падения

### 1 эшелон

|            | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| АИЖК-10    | 94.20        | - 20            | 5.7          | 9.39%     |
| ФСК-5      | 99.41        | - 14            | 1.5          | 7.72%     |
| ГидроОГК-1 | 99.00        | - 10            | 2.8          | 8.63%     |

### 2 эшелон

|              | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|--------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| ЦентрТел-4   | 106.27       | - 38            | 1.3          | 8.99%     |
| Таттелеком-1 | 100.20       | - 25            | 0.6          | *9.71%    |
| ЮТК-3        | 99.10        | - 19            | 1.4          | 9.20%     |

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Магнезит: комментарий к отчетности

**Магнезит – крупнейший производитель огнеупоров в России и СНГ**

Группа Магнезит – крупнейший в России производитель огнеупорных материалов (доля рынка в России 70%, СНГ 60%). Продукция группы находит применение, главным образом, в черной металлургии. Группа Магнезит представляет собой вертикально-интегрированный комплекс (добыча магнезита – обогащение – производство – сбыт – сервис). В состав группы входят предприятия в России, Китае, Германии и Словакии, однако крупнейшим активом группы является ОАО «Комбинат «Магнезит» (Челябинская область).

**Отчетность холдинга по РСБУ за 2007 год нейтральна для кредитного профиля Магнезита**

Эмитентом двух облигационных выпусков является ООО «Группа «Магнезит», которое совмещает функции холдинговой компании (контролирует ОАО «Комбинат «Магнезит» - поручитель по выпускам) и трейдера на внутреннем рынке. Выручка остальных предприятий группы консолидируется вне ООО «Группа «Магнезит». Мы ознакомились с отчетностью этих двух компаний по РСБУ за 2007 год и полагаем, что финансовые результаты нейтральны для кредитного профиля холдинга.

#### Финансовые результаты ООО «Группа «Магнезит» по РСБУ (млн руб.)

| Период | Выручка | ЕБИТДА | Рентабельность по ЕБИТДА | Валовый долг | Долг / ЕБИТДА, раз | ЕБИТДА / Проценты, раз |
|--------|---------|--------|--------------------------|--------------|--------------------|------------------------|
| 2006   | 8 249   | 1 983  | 24.0%                    | 1 548        | 0.8                | 12.9                   |
| 2007   | 10 058  | 2 548  | 25.3%                    | 6 315        | 2.5                | 7.8                    |

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Удачная конъюнктура цен на огнеупоры поддерживает рост выручки и рентабельности Магнезита**

Мы отмечаем, что в последние годы ценовая конъюнктура складывалась достаточно удачно для производителей огнеупоров, что помогло холдингу показать 23%-ный рост выручки в 2007 году и одновременно увеличить рентабельность. Позитивным моментом мы также считаем достаточно высокую рентабельность холдинга (рентабельность по ЕБИТДА 25.3%). Комбинат уже сформировал портфель заказов на 2008 год и планирует увеличить объем отгрузки продукции на 12.5%. Однако с учетом продолжающегося роста цен на огнеупоры, выручка холдинга должна увеличиться на 30% в 2008 году.

**Долговая нагрузка выросла, но меньше чем мы ожидали**

Как мы и ожидали (см. наш комментарий от 12.04.2007), долговая нагрузка холдинга увеличилась в 2008 году ввиду активной инвестиционной программы, однако не достигла прогнозируемого нами уровня 3х Долг / ЕБИТДА. Мы расцениваем рост долговой нагрузки как относительно негативный фактор для кредитного качества Магнезита, однако ее уровень пока нам видится вполне адекватным.

**Объем инвестиционной программа на 2008 год вырос на 50%, но долговая нагрузка вырасти не должна**

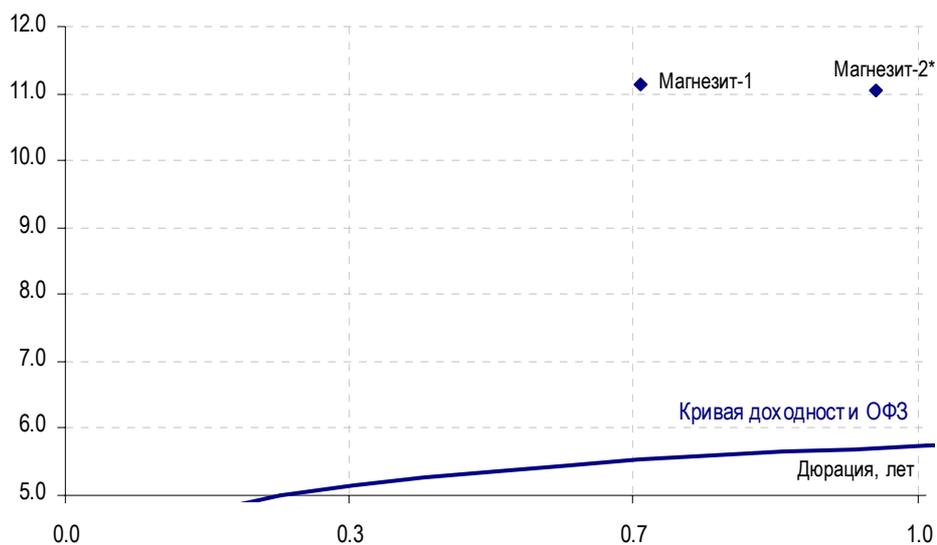
Инвестиционная программа холдинга на 2008 год запланирована в объеме 1.2 млрд. рублей (что на 50% больше капрасходов в 2007 году) и будет профинансирована за счет заемных средств. Также холдингу придется рефинансировать первый рублевый облигационный выпуск в декабре 2008 года, что планируется осуществить за счет привлечения синдицированного кредита (переговоры ведутся уже в настоящее время). Тем не менее, по нашим оценкам, в связи с прогнозируемым ростом выручки, долговая нагрузка холдинга на конец 2008 года в относительном выражении не увеличится, и, вполне вероятно, сократится до уровня 2.2х Долг / ЕБИТДА.

**Текущая доходность облигаций магнезита адекватна его кредитному качеству**

В целом мы оцениваем финансовые результаты Магнезита за 2007 год как нейтральные для оценки кредитного качества холдинга. Рост выручки и рентабельности произошел на фоне увеличения долговой нагрузки, а задача по рефинансированию значительной суммы может оказаться непростой в текущей рыночной конъюнктуре.

Доходность рублевых выпусков Магnezит-1 и Магnezит-2 вчера составляла 11.13% к погашению в декабре 2008 и 11.05% к оферте в апреле 2009, соответственно. Хотя у Магnezита и нет прямых аналогов на долговом рынке, мы полагаем, что, учитывая его весомые рыночные позиции и приемлемые финансовые показатели текущая доходность облигаций вполне адекватна кредитному профилю холдинга. Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на первый выпуск рублевых облигаций Магnezита в рамках стратегии «buy and hold».

### Доходность облигаций на 9 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## НОВОСТИ

---

### **Приобретение Карусели окончательно не утверждено**

Сегодня группа X5 выпустила пресс-релиз с сообщением о том, что Наблюдательный Совет холдинговой компании – X5 Retail Group N.V., одобрил приобретение сети гипермаркетов Карусель, но при условии удовлетворительных результатов due diligence и согласования ФАС. Таким образом, до завершения процедуры due diligence мы не можем говорить о принятии окончательного решения относительно покупки Карусели. По данным менеджмента X5, сумма возможной сделки составит \$920-970 млн – в зависимости от оценки недостроенных объектов недвижимости и земельных участков.

Как мы отмечали ранее (*см. ежедневный обзор от 02.04.2008*), в случае принятия решения о покупке Карусели, группа X5 будет вынуждена провести допэмиссию акций. Для того, чтобы успеть провести SPO X5 до истечения срока опциона 1 июля, 21 апреля состоится внеочередное собрание акционеров X5. На нем будет одобрена передача полномочий наблюдательному совету и правлению компании в отношении финансирования сделки. По данным X5, объем допэмиссии составит около \$1 млрд, поэтому возможная покупка Карусели не приведет к увеличению долга объединенной компании (Долг/EBITDA около 3.0-3.5x).

## 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 Михалевиц | 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     | tfazuллин@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.