

Рублевые корпоративные облигации

9 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Марта: новые покупки не добавляют кредитного качества » *стр. 3*
- Мечел: инвестиции без увеличения долга » *стр. 4*
- Разгуляй: результаты МСФО-2006 » *стр. 4*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3627	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	25.7360	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 77.10	+ 1.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.35%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.12%	+ 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	92	- 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	461.6	- 28.1
Остатки на д/с, млрд руб.	847.1	- 2.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 136.8	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

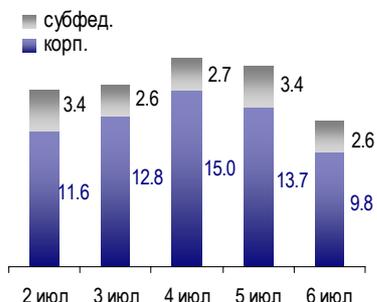
В ПЯТНИЦУ

- Размещен выпуск АПК ОГО-3 (1.5 млрд руб.) под 13.95% годовых к оферте через 1 год

СКОРО

- Ситроникс планирует два выпуска облигаций по 3 млрд руб. и 2 млрд руб. со сроком обращения 3 года

Объем торгов на ММВБ

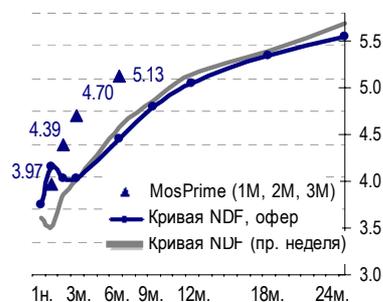


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

10 июл	Размещение ИКС 5 Финанс-1 (9 млрд руб., оферта через 3 года)
	Размещение Макромир-Финанс-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Провиант Финанс-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
12 июл	Размещение РосТ-Лайн-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ЛСР-Инвест-2 (3 млрд руб., 2-летняя оферта)
	Размещение Энергоцентр-1 (3 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение Домоцентр-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	102.00	+ 22	2.2	6.42%
ФСК-2	104.40	+ 20	2.7	6.70%
Газпромбанк-1	100.70	+ 15	3.1	6.99%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-2	104.50	+ 35	2.6	*7.19%
СибирьТел-7	102.70	+ 30	1.8	7.20%
Магнит-2	100.52	+ 27	3.9	8.22%

Лидеры падения

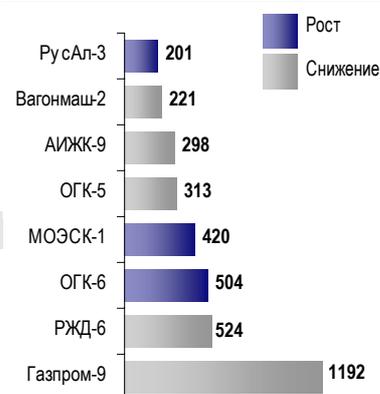
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	103.80	- 20	4.5	6.80%
РЖД-6	102.50	- 17	3.0	6.61%
ОГК-5	100.58	- 12	2.1	*7.34%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	103.39	- 1	2.2	7.05%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.90	100.40	7.15	1.61	148	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.70	100.65	6.89	0.61	168	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.70	101.90	7.41	0.92	201	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.15	102.20	7.25	0.93	185	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.15	8.88	1.79	316	350	↑ 35
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.35	101.20	7.81	3.55	176	180	↔
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.89	1.61	223	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.30	7.52	2.16	171	140	↓ 30
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сибакadem-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.62	1.79	290	-	↑
Сибакadem-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.81	3.54	276	-	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Свяэинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.20	103.25-103.55	7.53	1.57	187	230-250	↑ 45-65
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.15-100.35	8.10	2.38	225	240-250	↑ 15-25
Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.75	103.15-103.45	8.91	1.57	325	280-300	↓ 25-45
Интегра-2	19/06	Покупать	103.40	104.40-104.85	9.30	2.18	349	280-300	↓ 50-70

Марта: новые покупки не добавляют кредитного качества

Марта, возможно, станет покупателем Незабудки. Агрессивный финансовый профиль компании сохраняется

Сегодня Коммерсант сообщает о том, что холдинг Марта, скорее всего, станет покупателем челябинской розничной сети Незабудка. Если эта информация найдет подтверждение, она будет означать, что период агрессивного роста долговой нагрузки Марты далек от завершения, а финансовая политика компании остается более чем агрессивной. Мы продолжаем считать кредитный профиль Марты близким к хедж-фонду, финансирующему свой инвестиционный портфель на заемные средства, поэтому мы не видим оснований для пересмотра отношения рынка к облигациям компании.

Незабудка – сеть с нулевой рентабельностью и высокой долговой нагрузкой

Незабудка – относительно небольшая по размерам выручки (около \$100 млн за 2006 г.) розничная сеть, работающая в Челябинской области. Основными финансовыми характеристиками сети являются нулевая рентабельность EBITDA и, соответственно, высокая долговая нагрузка. Несколько месяцев назад private equity фонды, контролирующие компанию, выставили ее акции на продажу. Сегодня газета Коммерсант со ссылкой на сотрудников компании публикует информацию о том, что покупателем сети стала Марта.

Сама по себе нулевая величина EBITDA Незабудки не является свидетельством того, что компания неэффективна с операционной точки зрения: в 2006 г. валовая маржа выросла с 17% до 21%, что является «достойным» показателем для регионального ритейлера. Мы полагаем, что нулевая EBITDA Незабудки объясняется следующими причинами:

- низкая доля недвижимости в собственности (всего около 10% магазинов) и существенная «инфляция арендных ставок»;
- высокая доля «незрелых» магазинов;
- рост конкуренции в Уральском регионе со стороны федеральных ритейлеров.

Если Марта действительно купит Незабудку, то ей понадобится новый долг

В любом случае, покупатель Незабудки получит в собственность актив, который пока не генерирует денежных потоков, достаточных для обслуживания долгов. При этом если этим покупателем действительно стала Марта, мы полагаем, что ей также пришлось привлечь заемные средства для финансирования данной сделки. Мы затрудняемся оценить возможное влияние приобретения Незабудки на финансовые показатели Марты, однако очевидно, что долговая нагрузка холдинга является очень высокой. По разным оценкам показатель Долг/EBITDA Марты за 2006 г. составил от 7х до 11х.

Профиль кредитного риска Марты принципиально отличается от «классических» представителей розничной торговли: компания представляет собой инвестиционный фонд, который специализируется на покупке и перепродаже недвижимости и торгового бизнеса. Мы считаем, что для необеспеченных кредиторов риск обязательств Марты существенно выше, чем риск розничных сетей, т.к. стабильность и предсказуемость ее бизнеса гораздо ниже, чем у традиционных представителей ритейла.

Кредитный профиль Марты остается более чем агрессивным, мы не видим оснований для пересмотра отношения к риску компании

Агрессивная долговая политика Марты привела к тому, что в конце 2006-начале 2007 г. цены облигаций компании существенно снизились, а доходности ее бумаг составляют около 15% и выше. Если новость о приобретении Незабудки Мартой подтвердится, она, на наш взгляд, будет означать продолжение агрессивной финансовой политики холдинга. В данной ситуации мы не видим оснований для пересмотра отношения к облигациям Марты и считаем, что они остаются привлекательными только для инвесторов с очень высоким аппетитом к риску.

Мечел: инвестиции без увеличения долга

Инвестиции в \$2.7 млрд за 5 лет могут быть профинансированы без увеличения долга

В пятницу Мечел опубликовал подробности по инвестиционной программе на 2007-2011 гг.: общий запланированный объем инвестиций должен составить \$2.7 млрд. Основными направлениями капиталовложений станут модернизация металлургического производства и увеличение добычи угля. Несмотря на значительный объем инвестиций, мы полагаем, что они могут быть профинансированы в основном за счет операционных денежных потоков, т.е. они не должны привести к существенному увеличению долга.

\$1.5 млрд – на модернизацию стального производства

Инвестиции в стальной сегмент бизнеса Мечела должны составить \$1.5 млрд до 2011 г., в т.ч. - \$1.3 млрд – на модернизацию и расширение производства на Челябинском меткомбинате. В том числе компания планирует расширение мощностей по производству непрерывно-литой заготовки, расширение прокатных мощностей, конвертерного производства и внепечной обработки стали. Основной целью такой инвестпрограммы, по нашему мнению, является дальнейшее повышение рентабельности стального сегмента за счет выпуска более дорогой продукции с высокой добавленной стоимостью.

Инвестиции в собственную добычу угля: \$1.2 млрд

Основной целью инвестиций в горнодобывающий сегмент является наращивание добычи угля до 25 млн тонн в год к 2010 г. с 17 текущего уровня в 17 млн тонн (инвестиции: \$1.2 млрд). По нашему мнению, план по активному развитию собственной добычи угля косвенным образом свидетельствует о намерениях Мечела отказаться от участия в приватизации якутских угольных активов. В целом мы позитивно оцениваем влияние этого решения на кредитный профиль компании: участие в аукционах по якутским активам могло бы привести к существенному увеличению долговой нагрузки компании.

Долговая нагрузка Мечела остается более чем консервативной

Новая инвестиционная программа Мечела не создает предпосылок для роста долговой нагрузки: при сохранении рентабельности на текущем уровне она может быть полностью профинансирована за счет операционных денежных потоков. Текущая долговая нагрузка компании также пренебрежимо мала: около 0.6x Долг/ЕБИТДА. Соответственно, если для финансирования инвестиций Мечел будет использовать заемные источники, это не приведет к ослаблению кредитного качества компании.

После включения облигаций Мечела в список А1 спреда бумаг компании сузились до уровня 120-140 б.п. к ОФЗ, поэтому мы не ожидаем, что финансовые новости в настоящий момент способны оказать влияние на текущие котировки облигаций компании.

Разгуляй: результаты МСФО-2006

Результаты за 2006 г. – нейтральные с точки зрения кредитного качества

На прошлой неделе группа Разгуляй опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2006 г. Мы оцениваем их как нейтральные с точки зрения кредитного качества компании, поэтому мы не ожидаем, что они повлияют на котировки облигаций Разгуляя.

Основные финансовые результаты Разгуляя за 2006 год:

- выручка: 23 млрд руб. (+16% к 2005);
- ЕБИТДА: 3.3 млрд руб., маржа ЕБИТДА: 14.3% (13.0% в 2005 г.);
- Долг/ЕБИТДА: 3.9x (2.1x по итогам 2005 г.);
- Чистая прибыль: 922 млн руб. (1.4 млрд руб в 2005 г.).

Рост выручки связан, прежде всего, с ростом продаж сахара на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры. За счет увеличения доли свеклы собственного производства в общем объеме сырья группе удалось повысить и рентабельность сегмента (примерно на 3п.п.).

*Компания удержала
долговую нагрузку
несмотря на
существенное увеличение
долга*

Позитивные финансовые результаты позволили Разгуляю сохранить уровень долговой нагрузки на приемлемом уровне – в пределах 4х Долг/ЕВITDA. В то же время, в абсолютном выражении долг увеличивался достаточно агрессивно, причем наиболее значительно вырос объем краткосрочных банковских кредитов (с 2.2 до 8.2 млрд руб.). Мы отмечаем, что практически все короткие кредитные линии обеспечены активами и акциями дочерних компаний Разгуляя.

Основные факторы, определяющие долговую нагрузку компании:

- существенный рост оборотного капитала, в основном, за счет резкого увеличения запасов продукции;
- инвестиционная программа, в т.ч. увеличение посевных площадей под сахарную свеклу (около \$10 млн в 2006 г.), а также мощностей по ее переработке;
- возможное приобретение новых активов.

*Помимо наращивания
долга компания
финансировала
инвестиции за счет
продажи активов*

По нашему мнению, возможности компании по привлечению долгового финансирования ограничены, т.к. долговая нагрузка уже сейчас высока. Кроме того, сезонность бизнеса Разгуляя приводит к значительным колебаниям финансовых показателей, как это случилось, например, в прошлом году, когда по итогам 1-го полугодия коэффициент Долг/ЕВITDA достиг 5.9х. Помимо наращивания долга Разгуляй активно использует альтернативный источник – продажу ряда собственных предприятий, которые по тем или иным причинам «не вписываются» в стратегию развития, что позитивно сказывается на оценке кредитного качества компании.

В результате продажи ряда компаний в 2006 г. Разгуляй высвободил более \$100 млн на программу модернизации и расширения производства. Мы полагаем, что в 2007 г. вполне возможны аналогичные сделки, что, вероятно, позволит компании компенсировать часть затрат на инвестиции. Однако финансовый профиль Разгуляя остается в целом достаточно агрессивным: масштабная консолидация группы подразумевает не только продажу, но и приобретение новых активов.

В частности, в начале июля было объявлено о планах по приобретению «максимально возможной» доли в Новороссийском КХП - портовом элеваторе, через который экспортируется значительная часть российского зерна. На эти цели Разгуляй планирует потратить около 1 млрд руб. за счет средств, полученных от продажи трех своих предприятий в июне-июле 2007 г. (Колпнянский сахарный завод, Бугульминский КХП и Азовский портовый элеватор). Мы полагаем, что в случае ухудшения конъюнктуры сельскохозяйственного рынка показатели долговой нагрузки группы могут вырасти.

*Изменение налоговой
политики уменьшило
чистую прибыль
компании*

Еще одним важным моментом в динамике группы за 2006 г. стало изменение налоговой политики: до конца 2005 года компания активно практиковала схемы налоговой оптимизации, получая возмещение из бюджета. В 2006 г. эта практика, судя по данным отчетности, прекратилась. Эффективная налоговая ставка приблизилась к 40%, что стало одной из причин снижения чистой прибыли.

В настоящее время два выпуска облигаций Разгуляя торгуются со спредами к ОФЗ около 460-500 б.п. Отношение инвесторов к риску Разгуляя, на наш взгляд, определяется отношением к сельскохозяйственной отрасли в целом. Несмотря на ряд очевидных проблем, с точки зрения финансовой прозрачности Разгуляй является лучшим представителем сельского хозяйства. Наша оценка «справедливого» спреда Разгуляя - около 500 б.п. к ОФЗ.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

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

Продажи

Наталья Пекшева	npekшева@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
-----------------	----------------------	-------------------

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

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.