

# Рублевые корпоративные облигации

23 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Объединенные кондитеры: комментарий к размещению » *стр. 3*
- Ипотечный дебют АИЖК » *стр. 4*
- Бахетле: нестандартный ритейл » *стр. 6*
- ВКМ: больше вагонов, ближе к Базовому Элементу » *стр. 8*

## Индикаторы

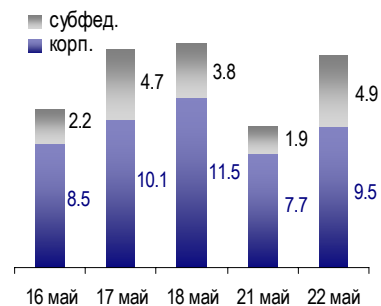
Долларов США за Евро	1.3449	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.8924	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 69.62	- 1.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.49%	+ 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.73%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	86	- 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	411.0	- 3.8
Остатки на д/с, млрд руб.	1177.0	+ 15.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 5.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск ХКФ Банк-5 (4 млрд руб., 5 лет)

## Объем торгов на ММВБ

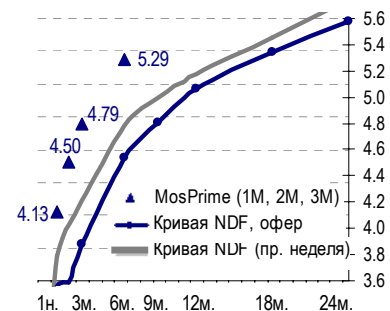


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 23 мая Размещение Объединенные кондитеры-Финанс-1 (3 млрд руб., оферта через 3 года)  
Размещение Бахетле-1 (1 млрд руб., годовая оферта)  
Размещение облигаций с ипотечным покрытием Первый ипотечный агент АИЖК (3.3 млрд руб.)
- 24 мая Размещение Промсвязьбанк-5 (4.5 млрд руб., 2-летняя оферта)  
Размещение дебютного выпуска СК Спецстрой-2 (2 млрд руб., годовая оферта)  
Аукцион ОБР-1 (23 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
- 25 мая Размещение Энергострой-Финанс-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	101.25	+ 20	2.0	6.43%
Газпром-7	100.66	+ 13	2.3	6.60%
АИЖК-7	102.70	+ 10	5.7	7.41%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-5	102.70	+ 25	2.1	*7.62%
Кокс-1	101.25	+ 11	1.9	8.47%
Белон-2	100.90	+ 10	2.1	*8.99%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-6	101.60	- 20	3.1	6.94%
АИЖК-9	101.42	- 18	5.8	7.44%
АИЖК-8	102.22	- 8	4.9	*7.37%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГАЗ	100.55	- 20	0.7	*7.82%
ЦентрТел-4	113.59	- 16	2.0	7.27%
Дальсвязь-2	104.20	- 14	2.6	*7.38%

## 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.
<b>Трубные компании</b>									
ТМК-2	05/09	Держать	100.70	100.25	7.31	1.73	152	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.14	0.73	173	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	102.00	7.48	0.99	193	180	↓ 15
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.20	102.30	7.46	1.01	191	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.00	8.96	1.83	315	350	↑ 35
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.50	101.00	7.77	3.67	166	180	↑ 15
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.90-100.05	8.75	1.25	310	290-300	↔
<b>Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома</b>									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.05	101.20	7.16	2.15	128	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.65	7.30	4.02	114	120	↑ 5
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	7.99	1.70	221	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.50	101.15	7.61	2.28	170	140	↓ 30
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.75	8.82	3.25	276	300	↑ 25
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.75	100.30-100.50	9.71	1.04	414	540-560	↑ 125-145
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Сибкадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.69	1.82	288	-	↑
Сибкадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.80	-	8.90	3.66	279	-	↑
<b>Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии</b>									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.25	109.75	8.06	2.62	209	190	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.20	104.65	8.08	3.02	205	190	↓ 15
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.30-103.65	7.60	1.72	181	220-240	↑
<b>ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.</b>									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.80	103.10-103.40	7.50	1.40	180	210-230	↑ 30-50

## Объединенные кондитеры: комментарий к размещению

**Ориентир по доходности облигаций Объединенных кондитеров: 8.00-8.30% УТР**

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций группы Объединенные кондитеры (ОК, объем 3 млрд руб., оферта через 3 года), объединяющей ряд ведущих предприятий кондитерской отрасли. По нашему мнению, лидирующие позиции в крупном сегменте пищевого рынка и хорошие финансовые показатели Объединенных кондитеров позволяют позиционировать кредитный риск компании относительно группы ВБД.

Райффайзенбанк как организатор размещения оценивает «справедливую» доходность облигаций ОК в 8.00-8.30% УТР. Подробное описание компании приведено в нашем специальном обзоре «Объединенные кондитеры: все в шоколаде» от 18 мая. В сегодняшнем комментарии мы выделяем ряд ключевых факторов, определяющих нашу оценку «справедливого» уровня доходности выпуска.

**По основным кредитным характеристикам эмитент сравним с ВБД**

Сравнение с ВБД в значительной степени условно, учитывая полное отсутствие пересечения по продуктовому ряду. Тем не менее, существует целый ряд факторов, объединяющих обе компании и позволяющих сравнивать их в целях определения «справедливого» уровня спреда: принадлежность к пищевой отрасли, наличие очень сильного портфеля брэндов, экспансия на региональные рынки как через органический рост, так и за счет M&A.

### Фин. показатели ОК и ВБД по итогам 9 месяцев 2006г.

Период	Выручка, млрд руб	ЕБИТДА, млрд руб.	Рентабельность по ЕБИТДА, %	Долг, млрд руб	Долг/ЕБИТДА, Раз	Долг / Капитал, %
ОК	13.0	1.9	14.9	0.9	0.3x	9.3
ВБД	33.5	4.7	14.0	8.4	1.3x	66.0

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

**ВБД более чем в 2 раза опережает ОК по выручке...**

По показателю валовой выручки ВБД за 9 мес 2006г. превосходит ОК в 2.5 раза. Однако необходимо учитывать, что для ОК пик продаж приходится на 4-й квартал, поэтому реальная разница в объемах продаж несколько меньше. По предварительным данным, выручка ОК за 2006 год превысила 20 млрд руб. Обе компании занимают лидирующие позиции на своих рынках и демонстрируют в последние 2 года сопоставимые темпы роста: около 15% в год.

**... однако по показателям рентабельности и долговой нагрузки ОК выглядят лучше**

По показателям операционной рентабельности компании также сопоставимы: маржа ЕБИТДА группы ОК в последние два года находилась в диапазоне 15-16%, в то время как ВБД в 2006 году удалось увеличить данный показатель с 10% до 14%. Коэффициент Долг/ЕБИТДА у ВБД выше, хотя и находится на достаточно консервативном уровне. Долговая нагрузка ОК в последние два года не превышала 0.3x и должна в ближайшие годы оставаться умеренной.

**Ориентир по долговой нагрузке ОК на 2007-й год: 1.0-1.3x Долг/ЕБИТДА**

Средства облигационного займа ОК будут частично направлены на рефинансирование текущей финансовой задолженности (900 млн руб.), остальная часть будет направлена на проекты развития (модернизация производства, сделки M&A). По нашим оценкам, по итогам 2007 г. долговая нагрузка останется на консервативном уровне: соотношение долг/ЕБИТДА составит 1.0-1.3x.

**Обе компании являются лидерами в своих сегментах и решают похожие бизнес-задачи**

Интересно, что несмотря на различия между сегментами, ОК решают практически те же задачи, с которыми сталкивается ВБД: совершенствование корпоративной структуры, развитие системы дистрибуции, обновление ассортимента в пользу продуктов с более высокой добавленной стоимостью, выбор объектов для поглощения и т.д. Мы полагаем, что обе компании имеют существенный потенциал роста, хотя им приходится удерживать рыночные позиции в условиях жесткой конкуренции, в т.ч. со стороны глобальных игроков. Кредитный профиль будет во-многом зависеть от того, насколько эффективно менеджмент будет решать эти задачи.

**ВБД имеет явное превосходство с точки зрения прозрачности**

Таким образом, Объединенные кондитеры уступают ВБД по объему и диверсификации бизнеса, в то время как по относительным финансовым параметрам выглядят как минимум не хуже. ВБД имеет явное превосходство по целому ряду качественных характеристик – прежде всего, финансовой прозрачности (наличие, полнота и регулярность публикации отчетности по международным стандартам). Кроме того, ВБД имеет кредитные рейтинги и позитивную кредитную историю, в т.ч. на западных финансовых рынках.

**В структуре займа присутствуют поручительства от основных операционных компаний и холдинга**

Группа ОК фактически дебютирует на долговом рынке в качестве единого холдинга. В настоящий момент ОАО «ХК «Объединенные кондитеры» владеет производственными активами либо напрямую, либо через участие в ОАО «Объединенные кондитеры». Порядка 70% производства и продаж приходятся на долю продукции 3-х московских предприятий – «Красный Октябрь», «Бабаевский», «Рот Фронт». Эти предприятия генерируют основной объем прибыли и являются поручителями по облигационному займу, совместно с холдинговой компанией.

Мы оцениваем «справедливый» спрэд выпуска Объединенных кондитеров к облигациям ВБД-2 в размере 30-60 б.п. Исходя из того, что текущий спрэд ВБД-2 составляет около 170 б.п., спрэд облигаций ОК к ОФЗ должен составить 200-230 б.п., что соответствует нашему ориентиру по доходности в 8.00-8.30% год.

### Доходность облигаций на 22 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

### АИЖК: ипотечный дебют

**АИЖК дебютирует на рынке ипотечных облигаций**

Сегодня состоится размещение первого выпуска ипотечных облигаций АИЖК, структурированного в соответствии с российским Законом об ипотечных ценных бумагах. Инвесторам предлагается старший транш выпуска в объеме 2.9 млрд руб., обеспеченный статичным пулом закладных. Ожидаемая дюрация существенно варьируется в зависимости от темпа досрочного погашения портфеля и, по оценке эмитента (15% досрочных погашений в год), составит примерно 3.5 года.

**Ориентир по купону: 7.06-7.35%**

На наш взгляд, ориентир организатора выпуска по купону – 7.06-7.35% - выглядит весьма привлекательно с точки зрения кредитного качества структурированного займа (рейтинг старшего транша - «А3» от Moody's). Однако мы не ожидаем высокой ликвидности на вторичном рынке, т.к. в силу новизны структуры и неопределенной дюрации выпуск будет интересен, прежде всего, консервативным инвесторам в рамках стратегии *buy-and-hold*.

**Облигации обеспечены портфелем ипотечных кредитов и имеют дополнительное структурное усиление**

Ипотечные облигации представляют собой национальную версию RMBS, включающую большинство элементов структуры, принятых на западных рынках в качестве стандарта:

- эмитент облигаций (SPV) юридически полностью обособлен от АИЖК;
- кредитное усиление подразумевает неамортизируемый денежный резерв в размере 4% от номинальной стоимости в момент размещения с последующим увеличением до 7% за счет маржи (*excess spread*), т.е. суммы, на которую денежные поступления SPV превышают его платежи по обслуживанию долга;
- выпуск разделен на 3 транша, причем рынку предлагается только старший (А), который «усилен» не только за счет денежного резерва, но и через субординацию траншей Б (полностью выкупается ЕБРР) и В (выкупается АИЖК).

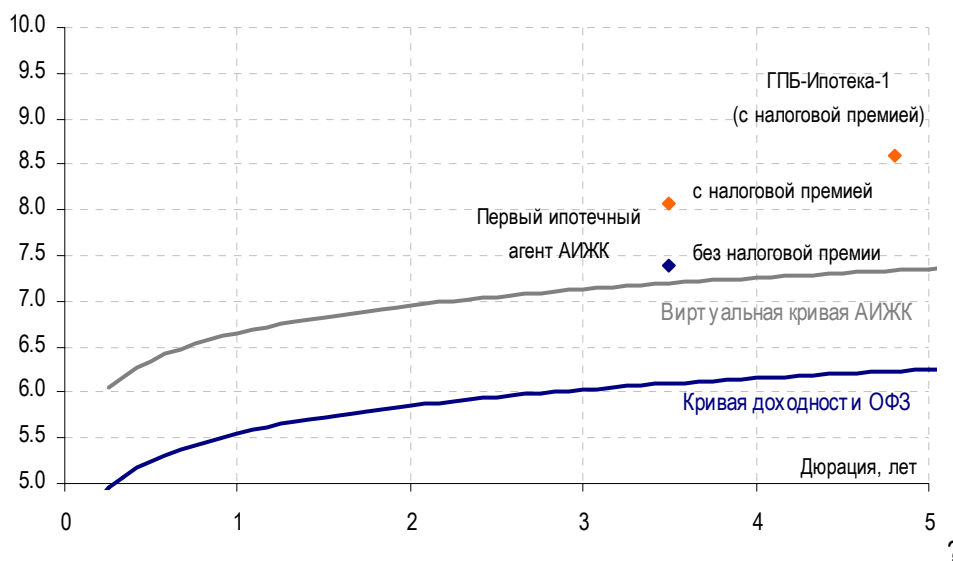
**Дюрация зависит от темпов досрочного погашения ипотечных кредитов**

Из-за неопределенности реального срока погашения, расчет дюрации сильно зависит от предположений о темпе досрочного погашения (CPR). В соответствии с моделью досрочного погашения, используемой в настоящее время АИЖК, увеличение CPR до 20% в год будет означать уменьшение дюрации до 2.8 лет, а 10%-й CPR соответствует средневзвешенному сроку погашения 4.7 лет.

**Льготное налогообложение дает премию к ставке купона**

Мы также отмечаем льготное налогообложения купонных выплат – 15% против 24% для юр.лиц – резидентов, держателей «обычных» корпоративных облигаций. Данная льгота, действующая с 1 января 2007 г., фактически означает налоговую премию к ставке купона. С учетом корректировки на налоговую премию доходность первого выпуска ипотечных облигаций АИЖК составит 7.90-8.25% УТМ.

#### Доходность облигаций на 22 мая



**Основные факторы – качество портфеля и структура займа**

На наш взгляд, принципиально неверно позиционировать ипотечные облигации относительно «обычных» корпоративных выпусков, поскольку структурированный займ подразумевает совершенно иной профиль риска. Кредитное качество АИЖК как сервисного агента, также как и специфические риски, связанные с региональными операторами и первичными кредиторами, безусловно, влияют на оценку кредитного профиля выпуска, однако играют второстепенную роль по отношению к качеству портфеля и структуре займа.

**Формальные показатели качества портфеля АИЖК – очень высокие**

Базовые характеристики ипотечного портфеля представляются очень сильными:

- показатель LTV (отношение суммы кредита к стоимости обеспечения) по каждой отдельной закладной не превышает 70%, а по портфелю составляет около 66%;
- показатель РТІ (отношение аннуитетного платежа к доходу заемщика) по каждой закладной не превышает 50%, в среднем по портфелю – 33%;
- средневзвешенная ставка по портфелю - 14.33%;
- текущий уровень просроченной задолженности - 0.7% (включая закладные, по которым отсутствует страховое покрытие).

**Сравнение возможно только с ГПБ-Ипотека**

Единственным сравнимым по параметрам выпуском на российском рынке является ГПБ-Ипотека, размещенный в ноябре 2006 года со ставкой ежеквартального купона 8% год. Мы сравнили базовые параметры выпусков, исходя из CPR на уровне 15%:

### Основные характеристики ипотечных облигаций АИЖК/ГПБ

	Первый ипотечный агент АИЖК	ИСО ГПБ-Ипотека
Объем выпуска	3.3 млрд руб	3 млрд руб
Наличие траншей	A: 88% / B: 8% / B: 4%	Нет
Рейтинги	A: Moody's A3; B: Ba1	Moody's Baa2
Денежный резерв / Кредитное усиление	7% (16% за счет траншей B и B)	15%
Ожидаемая дюрация	3.5 года	4.8 лет
Цена размещения	100% от номинала	102.18% от номинала
Колл-опцион	только после погашения транша A	при достижении 20%
Ставка налога по купонным выплатам	15%	9%
Средневзв. LTV	66.2%	57.7%
Средневзв. срок жизни закладной	2 года	0.8 лет
Средневзв. договорной срок до погашения	15.2 лет	15.7 лет
Средневзв. PTI	33.3%	не более 50%

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

**Выпуск АИЖК более привлекателен с точки зрения структуры...**

По нашему мнению, выпуск Первого ипотечного агента АИЖК имеет более сильную структуру прежде всего за счет субординации траншей. Кроме того, в отличие от ГПБ-Ипотека выпуск АИЖК будет размещаться по цене 100% от номинала, что фактически делает его более привлекательным в случае сокращения дюрации за счет более высокого темпа досрочных погашений. С точки зрения ликвидности, вряд ли стоит ожидать активных торгов по обоим выпускам, т.к. покупка ипотечных облигаций на вторичном рынке сопряжена с риском увеличения темпов досрочного погашения.

**... а ГПБ-Ипотека имеет налоговое преимущество**

Очевидное преимущество займа ГПБ-Ипотека – более низкая налоговая ставка по купону в 9%, которая действует для ипотечных облигаций, выпущенных до 1 января 2007г. С учетом налогового преимущества, премия облигаций ГПБ-Ипотека к новому выпуску АИЖК составит 30-80 б.п. Данная премия, на наш взгляд, адекватно отражает разницу в рейтингах.

**Выпуск очень интересен для покупки на первичном размещении**

Мы полагаем, что ориентир по ставке купона 7.06-7.35% соответствует уровню риска структурированного займа Первого ипотечного агента АИЖК. Ликвидность выпуска, вероятнее всего, будет невысокой вследствие неопределенной дюрации. Однако спред к ОФЗ будет составлять не менее 100 б.п., что делает весьма привлекательной идею покупки облигаций на первичном размещении.

### Бахетле: нестандартный ритейл

**Мы негативно оцениваем кредитный профиль Бахетле...**

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций группы Бахетле (1 млрд руб., оферта через 1 год) – небольшого по масштабам бизнеса регионального ритейлера из Татарстана. Мы негативно оцениваем кредитный профиль компании на основании 3 основных факторов:

- небольшой масштаб бизнеса: выручка за 2006 г. – около \$100 млн;
- специфическая бизнес-модель, которая, по нашему мнению, менее масштабируема и более уязвима по сравнению с другими ритейлерами;
- крайне низкая степень финансовой прозрачности и очень слабая структура займа.

**... и считаем ориентир непривлекательным по сравнению с другими региональными ритейлерами**

По нашему мнению, предлагаемый организаторами выпуска ориентир по доходности около 12.20% к оферте может привлечь многих инвесторов с высоким аппетитом к риску. Однако среди высокодоходных бумаг розничной отрасли мы отдаем безусловное предпочтение таким эмитентам как Алпи, Мосмарт, Патэрсон и Холидей. На наш взгляд, ожидаемая премия Бахетле к этим бумагам в размере 100 б.п. недостаточна для того, чтобы компенсировать различия в кредитном качестве.

**Специфический профиль бизнеса – существенный источник бизнес-рисков**

Группа Бахетле представляет собой сеть супермаркетов премиум-класса, основной бизнес которой сосредоточен в Татарстане, единственный супермаркет за пределами республики

был открыт в Москве только в конце 2006 г. Ключевая особенность бизнеса Бахетле заключается в сильном фокусе на реализации кулинарии собственного производства. Продукция национальной и домашней кухни составляет около 1/3 оборота группы.

По нашему мнению, такая особенность будет существенно сужать целевую аудиторию группы в случае реализации стратегии по выходу за рамки одного региона присутствия. Ориентация исключительно на премиум-сегмент также повышает чувствительность компании к колебанию уровня доходов населения и потребительским предпочтениям.

**Бизнес с недвижимостью  
непрозрачен**

Совокупная торговая площадь недвижимости в собственности группы составляет 44 тыс кв. метров, при этом сама сеть супермаркетов Бахетле занимала всего около 30% от этих площадей, а оставшаяся часть была сдана в аренду. Таким образом, вполне можно говорить о том, что в структуре группы Бахетле присутствует самостоятельное бизнес-направление по работе с недвижимостью. Однако мы не считаем возможным утверждать, что недвижимость можно рассматривать в качестве фактора обеспечения по облигационному займу в силу крайне низкой прозрачности группы.

Стратегия развития группы также представляется нам весьма противоречивой:

- в ближайшие годы компания планирует существенно увеличить свое присутствие на московском рынке. Мы полагаем, что в силу высокой конкуренции и небольшого объема бизнеса Бахетле, компании вряд ли удастся в течение короткого времени достичь высокой эффективности на новом для себя рынке;
- К 2010 г. компания рассчитывает нарастить выручку до 24 млрд руб. (средний темп роста – более 60% в год), инвестировав за 4 года всего лишь около \$200 млн и сохранив долю недвижимости в собственности на уровне 70%. На наш взгляд, этот план выглядит также весьма трудно реализуемым.

**Но главная проблема –  
низкая прозрачность и  
слабая структура займа**

Однако главной проблемой кредитного качества бумаг Бахетле, на наш взгляд, является крайне низкая финансовая прозрачность группы и слабая с точки зрения обеспечения структура облигационного займа:

- декларируется, что поручители по облигационному займу являются основными центрами прибыли группы, однако в действительности они генерируют всего около 1/2 от суммы операционной прибыли;
- несмотря на наличие значительного объема недвижимости, сдаваемой в аренду, на компаниях-балансодержателях отсутствуют сопоставимые по масштабам доходы, что позволяет предположить наличие других центров консолидации активов и денежных потоков в структуре группы.

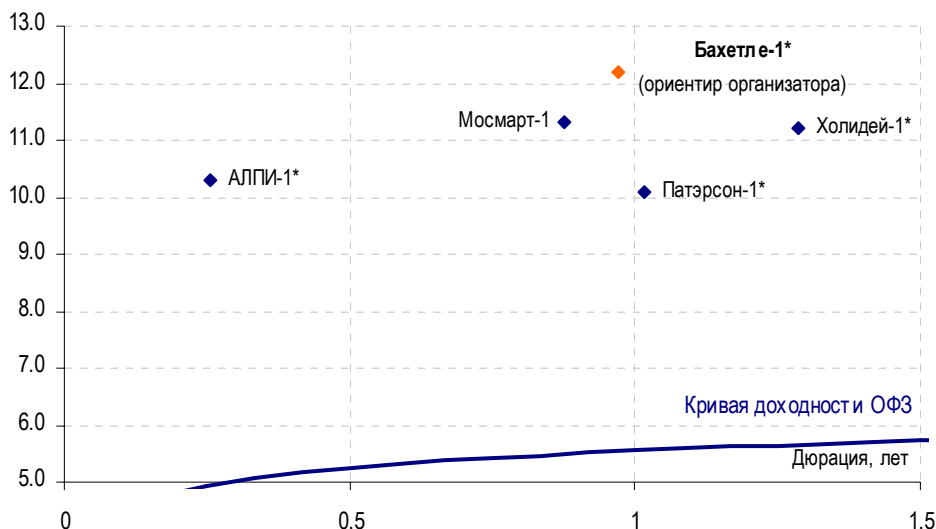
Таким образом, в отличие от многих других ритейлеров, имеющих аудированную отчетность и прозрачную юридическую структуру, в случае Бахетле оценить финансовые показатели группы по отчетности поручителей не представляется возможным.

**Долговая нагрузка уже  
довольно высока (4.5x  
Долг/EBITDA) и вряд ли  
стоит ждать ее снижения**

Принципы составления и база консолидации управленческой отчетности неизвестны. Однако даже эти показатели свидетельствуют о достаточно высоком уровне долговой нагрузки группы (около 4.5x Долг/EBITDA по итогам 2006 года). Стратегия группы не предполагает увеличения акционерного капитала, поэтому программа развития, судя по всему, будет финансироваться за счет долговых источников. Таким образом, мы ожидаем, что уровень долговой нагрузки Бахетле в ближайшие годы будет находиться на весьма агрессивном уровне. С учетом узкой специализации сценарий приобретения крупным игроком также представляется нам маловероятным.

По нашему мнению, кредитный профиль Бахетле существенно уступает большинству ритейлеров третьего эшелона, представленным на долговом рынке (Алпи, Мосмарт, Патэрсон, Холидей), с точки зрения прозрачности и перспектив развития бизнеса. Ориентир организатора размещения по доходности (около 12.20% УТР, спред к ОФЗ: около 660 б.п.), на наш взгляд, предлагает недостаточную премию к бумагам перечисленных компаний.

## Доходность облигаций на 22 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ВКМ: больше вагонов, ближе к Базовому Элементу

**Приход сильного стратега – очень хорошая новость для Рузхиммаша**

Сегодня Ведомости сообщают о том, что в ближайшее время должна быть закрыта сделка, в результате которой Русские Машины (входят холдинг Базовый Элемент) станут совладельцем Рузхиммаша – основного производственного актива вагоностроительной компании ВКМ. На наш взгляд, это весьма позитивное событие для облигаций ВКМ: приход сильного стратегического инвестора позволит компании инвестировать в развитие производства не только за счет долговых источников финансирования.

**2006 г. оказался неудачным, но в 1 кв 2007 результаты начали «выправляться»**

Финансовые результаты компании за 2006 г. вряд ли можно назвать блестящими: по итогам года выручка оказалась на 15% ниже показателя за 2005 год, а долговая нагрузка существенно выросла. Однако, как мы уже неоднократно отмечали, такая динамика была связана с объективными причинами, в первую очередь – временным снижением спроса на грузовые вагоны со стороны РЖД. Результаты Рузхиммаша за 1 кв. 2007 г. и сделка с Русскими Машинами позволяют предположить, что в 2007 г. эти негативные тенденции будут преодолены.

## Финансовые результаты Рузхиммаша (ВКМ) по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг/ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА/Проценты, раз
2005	7 942	335	4.2%	1 288	3.9	2.9
2006	6 742	312	4.6%	1 656	5.3	2.3
1 кв 2007	2 275	148	6.5%	1 839	3.1	3.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Проблема-2006: маленький объем заказов от РЖД, похоже, разрешена**

Основной проблемой для всех грузовых вагоностроителей в 2006 г. стал низкий объем закупок вагонов со стороны крупнейшего потребителя – ОАО РЖД, который вызвал общее снижение спроса и падение цен на продукцию. Однако, как мы отмечали в своих обзорах, такое явление не может носить длительного характера: грузовой парк РЖД сильно изношен, поэтому рост закупок РЖД – всего лишь вопрос времени. Судя по всему, в 2007 г. РЖД существенно (возможно, более чем в 2 раза) увеличит объемы закупок вагонов, что станет значительным источником спроса на рынке.

Еще один возможный фактор роста спроса на вагоны в 2007 году – ужесточение требований к качеству подвижного состава в части воздействия на ж/д полотно со стороны РЖД. Этот фактор также должен привести к росту объемов закупок грузовых вагонов со стороны частных ж/д перевозчиков.

---

Финансовые результаты Рузхиммаша за 1кв2007, на наш взгляд, вполне могут служить подтверждением предположения о росте спроса на вагоны. Если данная тенденция сохранится, то компании удастся в 2007 г. показать хорошие результаты как по выручке, так и по рентабельности.

*Ожидаем, что долговая нагрузка немного сократится и будет оставаться в пределах 3-4х Долг/ЕБИТДА*

Рост долга в 2006-2007 гг. связан не столько с активной инвестиционной политикой, сколько с необходимостью предоставлять значительные отсрочки покупателям. Мы ожидаем, что с приходом стратегического инвестора компания активизирует свою инвестиционную политику, но полагаем, что не все капитальные затраты будут финансироваться за счет долгов. По нашим прогнозам, долговая нагрузка Рузхиммаша в 2007 г. снизится по сравнению с высоким уровнем 2006 г. и будет находиться в пределах 3.0-4.0х Долг/ЕБИТДА.

*На новости о сделке бумаги ВКМ-Финанса весьма привлекательны для покупки*

По нашему мнению, и новости о сделке с Русскими Машинами, и рост спроса на вагоны являются позитивными факторами для бизнеса и кредитного качества Рузхиммаша и ВКМ. Облигации ВКМ-Финанс (обеспечены поручительством Рузхиммаша), на наш взгляд, предлагают весьма привлекательную доходность: 10.08% к погашению через 1 год, спрэд к кривой ОФЗ: около 450 б.п.. В связи с появлением у компании сильного стратегического инвестора мы ожидаем роста спроса на эти бумаги и рекомендуем их к покупке с ориентиром по спрэду до 400 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
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	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.