

Рублевые корпоративные облигации

25 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Северсталь-авто: комментарий к размещению » *стр. 3*
- Кубаньэнерго: РСК олимпийского региона » *стр. 5*
- Роскат: свой кабель и чужая катанка » *стр. 7*
- S&P повысило рейтинг Центртелекома до с «В» до «В+» (Positive)

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3826	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.3961	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 76.07	- 4.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.30%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.04%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	109	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	564.8	+ 56.6
Остатки на д/с, млрд руб.	476.1	- 42.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 111.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

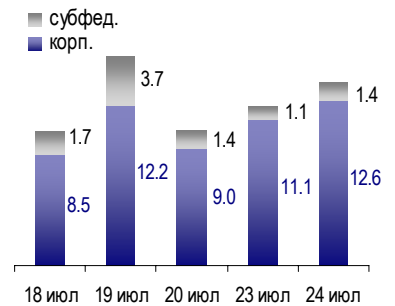
СКОРО

- Трансконтейнер планирует дебютный выпуск (3 млрд руб., 5 лет)
- Планируется выпуск Метрострой Инвест-2 (2.5 млрд руб., 5 лет)

ВЧЕРА

- Дебютный выпуск Авиакомпании Сибирь (2.3 млрд руб.) размещен под 10.98% годовых к оферте через 1.5 года

Объем торгов на ММВБ

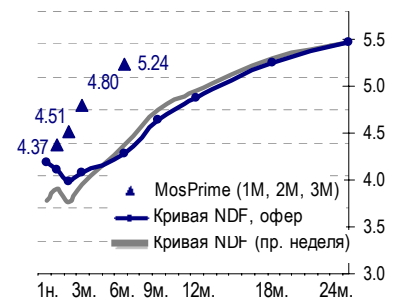


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 25 июля
- Размещение Северсталь-Авто-2 (3 млрд руб., 3-летняя оферта)
 - Размещение Кубаньэнерго-1 (3 млрд руб., 3 года, с амортизацией)
 - Размещение Роскат-1 (1.2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
 - Уплата акцизов, НДС
- 26 июля
- Размещение УРСА Банк-7 (5 млрд руб., оферта через 2.5 года)
 - Размещение Синергия-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
 - Размещение Магнолия-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	102.10	+ 15	2.1	6.36%
ФСК-2	104.60	+ 10	2.6	6.60%
Газпром-5	100.47	+ 7	0.2	5.32%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Руснефть	94.10	+ 760	1.3	*14.54%
Копейка-2	100.40	+ 30	1.5	*8.69%
УЭМ-1	100.99	+ 25	2.3	*7.97%

Лидеры падения

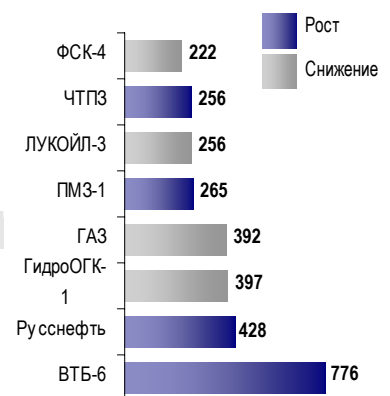
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	104.00	- 30	4.8	*6.98%
АИЖК-9	103.55	- 25	5.6	7.04%
Мосэнерго-1	101.50	- 20	2.0	*6.89%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.50	- 30	2.1	7.48%
УРСИ-4	100.71	- 29	0.3	7.38%
Мечел-2	103.65	- 27	2.6	*7.11%

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	101.30	100.60	6.87	1.56	134	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.80	100.70	6.60	0.56	166	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.75	101.95	7.24	0.87	204	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.25	102.25	7.00	0.88	179	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.35	8.86	1.74	327	350	↑ 25
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	101.15	101.50	7.27	2.11	156	140	↓ 15
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.45	103.35-103.65	7.27	1.52	176	230-250	↑ 55-75
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.35-100.55	8.10	2.33	234	240-250	↑ 5-15
Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.70	103.25-103.55	8.89	1.52	338	280-300	↓ 40-60
Интегра-2	19/06	Покупать	103.65	104.55-104.95	9.14	2.12	343	280-300	↓ 45-65
Электроэнергетика									
Башкирэнерго: кредитный профиль компании ничем не уступает ТГК									
Башкирэнерго-3	23/06	Покупать	101.25	101.50	7.70	1.56	217	200	↓ 15
Тюменьэнерго: недооценена относительно МОЭСК и ТГК/ОГК									
Тюменьэнерго-2	23/06	Покупать	100.50	100.60-100.85	7.63	2.43	184	170-180	↓ 5-15
ТГК-10: привлекательна по текущим ценам, но потенциал сужения спредов относительно невелик									
ТГК-10	23/06	Покупать	100.40	100.65	7.50	1.80	189	175	↓ 15
ОГК-6: оценена справедливо									
ОГК-6	23/06	Держать	100.20	100.45	7.60	2.49	180	170	↔
ТГК-1: новости по допэмиссии оправдывают текущие высокие цены									
ТГК-1	23/06	Держать	101.00	100.75-100.95	7.45	2.38	168	170-180	↔
ТГК-4: оценена справедливо									
ТГК-4	23/06	Держать	100.50	100.40-100.55	7.44	1.76	184	180-190	↔
ОГК-5: бумаги существенно переоценены относительно других ОГК и сильнейших ТГК									
ОГК-5	23/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.50	7.27	2.02	159	170	↑ 10
ТГК-8: существенно переоценена на волне ажиотажного спроса									
ТГК-8	23/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.60	7.71	1.70	213	220	↑ 5
МОЭСК: текущий спред слишком узок относительно предлагаемого нового долга									
МОЭСК-1	23/06	Фиксировать прибыль	101.65	101.75	7.72	3.50	172	170	↔

Северсталь-авто: комментарий к размещению

Ориентир по ставке купона облигаций Северсталь-Авто-2: 7.60-7.90%

Сегодня состоится размещение второго выпуска облигаций группы Северсталь-авто (объем 3 млрд руб., оферта через 3 года). По основным финансовым параметрам Северсталь-авто, на наш взгляд, является сильнейшей среди российских автомобилестроительных компаний.

Райффайзенбанк как организатор размещения оценивает «справедливую» доходность облигаций Северсталь-Авто-2 в 7.75-8.05% УТР. Подробное описание компании приведено в нашем специальном обзоре «Северсталь-авто: Ssang Yong на трассе А1» от 18 июля.

Рост выручки 2006: +26%; лучшая динамика – в автомобильном сегменте

В 2006 г. выручка Северсталь-авто составила 33,5 млрд руб., автомобильный сегмент обеспечил 65% продаж, двигательный сегмент – 35%. За год темп роста выручки составил 26%, основной прирост был обеспечен увеличением продаж автомобильного сегмента (+37%). Темп роста продаж двигательного сегмента составил 10%. Опережающая динамика продаж автомобилей связана с изменением продуктового набора (увеличение объема продаж SsangYong и UAZ Patriot, начало продаж FIAT), а также с инфляционным ростом цен.

Фин. показатели Северсталь-авто по МСФО, млрд руб.

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA, раз	Чистый долг	Чистый долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2004	23.0	3.4	14.6	1.6	0.48x	8.0
2005	26.5	3.6	13.7	2.2	0.59x	10.3
2006	33.5	4.4	13.1	2.2	0.50x	13.1

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Рентабельность – самая высокая среди российских автопроизводителей...

Отставание роста EBITDA в сравнении с ростом выручки связано в первую очередь с проведенной реструктуризацией ЗМА, связанной с прекращением производства автомобилей «Ока» и оптимизацией численности персонала. Кроме того, компания увеличила в 2.1 раза расходы на продвижение продукции в связи с выводом на рынок UAZ Patriot, SsangYong и FIAT. Тем не менее, рентабельность компании остается самой высокой среди российских автопроизводителей: рентабельность EBITDA составила 13,1%

...будет поддерживаться за счет сборки новых моделей

По нашим прогнозам, по итогам 2007 г. рентабельность EBITDA должна сохраниться на уровне 12-13%. За счет начала сборки новых моделей SsangYong, FIAT и ISUZU, а также за счет увеличения продаж UAZ Patriot и двигателей ЗМЗ, выручка по итогам 2007 г. должна увеличиться не менее чем на 40%. По мере выхода новых проектов на полную мощность ожидается рост рентабельности.

Прогноз долговой нагрузки на конец 2007 года: 1.5-1.8 Долг/EBITDA

В 2006 г. долг компании остался практически без изменений, а с ростом выручки долговая нагрузка даже снизилась с 0,95x до 0,8x Долг/EBITDA. Общий размер долга составлял на конец 2006 года 3,6 млрд руб., чистый долг - около 2,2 млрд руб. Перед выпуском облигаций Северсталь-авто привлекла бридж-финансирование в размере 3 млрд руб., которое будет рефинансировано этим выпуском. По нашим оценкам, к концу года долг компании может увеличиться до 9,7 млрд руб. При этом долговая нагрузка будет оставаться на достаточно консервативном уровне – до 1,5-1,8x в терминах Долг/EBITDA.

В 2007 году компания проинвестирует около 7.3 млрд руб; на 2008-2009 гг. запланированы гораздо более скромные инвестиции

В 2006 г. объем инвестиций составил около 1,8 млрд руб., на 2007 г. запланирована более масштабная инвестиционная программа (около 7,3 млрд руб.), которая частично финансируется за счет привлеченных средств. Основными направлениями инвестиций станут создание производства FIAT Ducato на базе ООО «Северстальавто-ЕЛАБУГА» (46% инвестиций), организация производства новых марок FIAT и SsangYong на базе ЗМА (26%), расширение собственной дилерской сети (около 10%).

В дальнейшем компания не планирует столь существенных инвестиций: программа на 2008 г. предусматривает инвестиции в размере 1,8 млрд руб., 2009 г. – 0,8 млрд руб. Таким образом, в последующие годы долговая нагрузка будет снижаться.

По большинству фин. показателей Северсталь-авто выглядит лучше остальных российских автомобилестроителей

На российском облигационном рынке в настоящий момент представлены практически все крупные автопроизводители (АвтоВАЗ, ГАЗ, КАМАЗ, Северсталь-авто, Ижавто). По финансовым параметрам (эффективность, долговая нагрузка) Северсталь-авто, на наш взгляд, является сильнейшей среди российских автомобилестроительных компаний.

Фин. показатели крупнейших российских автомобилестроительных компаний в 2006 г., млрд руб.

Показатель	Северсталь-авто*	ГАЗ*	АвтоВАЗ**
Выручка	33.5	118.8	152.4
ЕБИТДА	4.4	12.6	15.8
Рентабельность ЕБИТДА	13.1%	10.6%	10.4%
Чистый долг	2.2	19.5	21.9
Чистый долг / ЕБИТДА	0.5x	1.5x	1.4x

* МСФО ** РСБУ

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

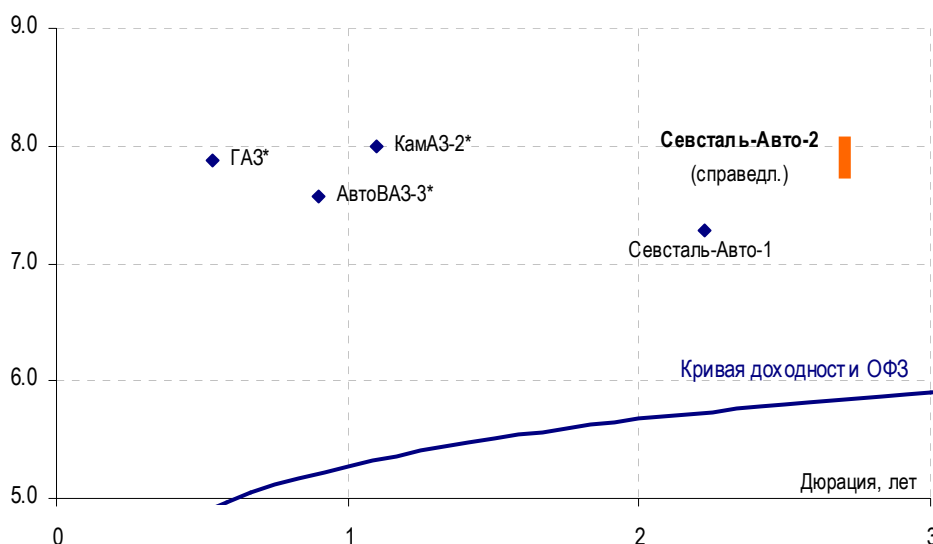
Напрямую сравнивать с АвтоВАЗом и ГАЗом – сложно из-за нефинансовых факторов

На доходность облигаций АвтоВАЗа существенное влияние оказывает фактор государственной поддержки: завод находится под управлением команды Рособоронэкспорта. На кредитный профиль ГАЗа положительно влияют большой масштаб бизнеса и поддержка со стороны Группы Базовый Элемент. Однако бумага имеет очень короткую дюрацию, поэтому сравнение с ней представляется не вполне правильным.

Наша оценка «справедливого» спреда Северсталь-авто-2: 190-220 б.п. к ОФЗ

На наш взгляд, при оценке «справедливой» доходности второго выпуска Северсталь-авто необходимо учитывать, что 1-й выпуск включен в список А1, что существенно влияет на текущую доходность этого выпуска (доходность 7.20-7.30% УТМ при сопоставимой со 2-м выпуском дюрацией). Компания планирует включение 2-го выпуска в список А1 в течение нескольких месяцев после завершения первичного размещения. «Справедливый» спред второго выпуска к ОФЗ, по нашему мнению, должен составлять порядка 190-220 б.п., что эквивалентно доходности к 3-летней оферте 7.75-8.05% год.

Доходность облигаций на 24 июля



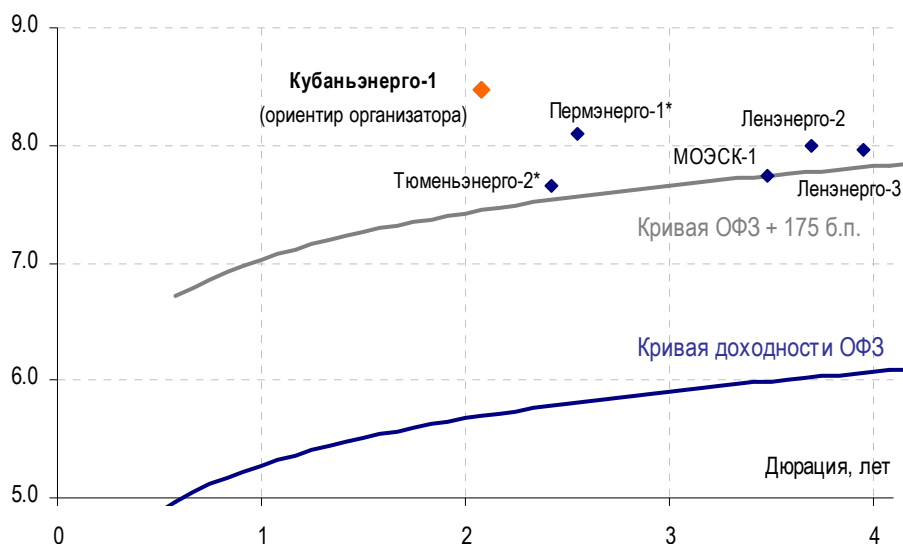
Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Кубаньэнерго: РСК олимпийского региона

Ориентир по ставке купона: 8.3%

Сегодня состоится размещение облигаций распределительной сетевой компании Кубаньэнерго (3 млрд руб., погашение через 3 года, дюрация с учетом амортизации: 2.1 года). Ориентир организаторов по ставке купона составляет 8.3% (УТМ: 8.45%), что соответствует спреду к ОФЗ в 275 б.п. Наша оценка «справедливого» спреда Кубаньэнерго к ОФЗ: 230-250 б.п. В связи с этим мы считаем участие в размещении привлекательным по ставке купона не ниже 7.90%.

Доходность облигаций на 24 июля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Основные риски связаны с жестким тарифным регулированием РСК

Кубаньэнерго – распределительная сетевая компания (РСК), работающая на территории Краснодарского края и респ. Адыгея. Как и все РСК, Кубаньэнерго является региональным монополистом в области предоставления услуг по транспортировке электроэнергии. Деятельность РСК подлежит жесткому тарифному регулированию со стороны государства, при этом либерализация тарифов на электроэнергию не затронет сетевые компании. Именно риски тарифного регулирования и неспособность генерировать достаточные денежные потоки на горизонте ближайших лет мы считаем основными для РСК.

Госпакет (49%), вероятно, будет передан под управление ФСК

В настоящий момент РАО ЕЭС является крупнейшим акционером Кубаньэнерго с долей в капитале в 49%, еще 26% в ходе реализации имущества ЮКОСа приобрела компания «Нефть-актив», которая, судя по всему, связана с Роснефтью. В настоящий момент отсутствует определенность относительно будущей судьбы акций распределительных сетей после ликвидации РАО ЕЭС. Одним из вариантов является передача государственной доли в РСК под управление ФСК. При этом вариант государственного контроля над распределительными сетями в отличие от ФСК не является базовым.

РСК могут рассчитывать на поддержку властей

Однако мы отмечаем, что каждая из РСК является критически значимым объектом инфраструктуры для своего региона присутствия. Поэтому при оценке кредитного качества сетевых компаний мы учитываем фактор возможной финансовой поддержки со стороны местных властей. В случае Кубаньэнерго значимость РСК для государства усиливается тем фактом, что компании отведена одна из ключевых ролей в обеспечении олимпийских объектов энергией. Мы полагаем, что при необходимости федеральные или региональные власти могут оказывать РСК поддержку в форме льготных кредитов или взносов в капитал (как это уже было продемонстрировано на примере Ленэнерго).

Уровень потерь в сетях Кубаньэнерго высок, но не критичен

Операционная эффективность сетевых компаний обычно измеряется по показателю потерь энергии в сетях. У Кубаньэнерго уровень потерь весьма высок (около 13%), что заметно превышает показатели МОЭСК (9%), Тюменьэнерго (3%) сопоставим с Ленэнерго (14%). Столь высокий уровень потерь объясняется 2 причинами:

- значительной долей энергии, отпускаемой из низковольтных сетей;
- очень высокой степени износа основных фондов (более 80%).

Однако уровень потерь в 13% не является для компании критичным, т.к. он заложен в нормативные показатели, т.е. компании не приходится «докупать» сверхнормативные потери на свободном рынке и уменьшать прибыль.

Долговая нагрузка – на приемлемом уровне 1.8х Долг/ЕБИТДА

Основные финансовые результаты Кубаньэнерго за 2006 г. *:

- выручка: 6.5 млрд руб., рентабельность ЕБИТДА: 18.1%;
- Долг: 2.1 млрд руб., Долг/ЕБИТДА: 1.8х.

** Данные Организатора, включают в себя только результаты сетевого бизнеса.*

Показатели долговой нагрузки Кубаньэнерго по итогам 2006 г. выглядят вполне приемлемыми, рентабельность компании также вполне сопоставима с большинством РСК за исключением МОЭСК, показатели которой существенно выше.

Инвестиции будут финансироваться, в основном, из платы за подключения

Инвестиционная программа Кубаньэнерго на 2007-2010 г. составляет около 16 млрд руб. Как и для всех остальных РСК основным источником финансирования инвестиций компании должна стать плата за подключение к распределительным сетям, которая по сути является механизмом со-финансирования развития сетевого хозяйства со стороны потребителей. По планам компании, суммарный объем поступлений платы за подключение в течение 2007-2010 гг. должен составить около 5 млрд руб.

С учетом прибыли от основной деятельности (услуги по передаче электроэнергии) собственных источников, по нашим оценкам, должно хватить для финансирования инвестпрограммы не менее чем на 70-80%. Таким образом, потребность компании в долге на ближайшие годы будет относительно небольшой. В связи с этим мы не ожидаем резкого роста показателей долговой нагрузки Кубаньэнерго на горизонте ближайших 2 лет.

Проблем со сбором платы пока нет, хотя тариф – один из самых высоких среди РСК

В качестве существенного позитивного момента для Кубаньэнерго мы выделяем отсутствие проблем со сбором платы за подключение, с которой в 2007 г. столкнулась МОЭСК (см. наш ежедневный обзор от 4.06.2007). По данным менеджмента Кубаньэнерго, план по сбору платы за подключение в 1 п/г 2007 г. был выполнен на 130%. Однако мы все же отмечаем существенные риски, связанные с дальнейшим сбором средств: в настоящий момент тариф за подключение к сетям Кубаньэнерго является одним из самых высоких среди РСК. Поэтому мы полагаем, что в будущем компания может столкнуться с временным «недобром» средств по этой статье, что заставит ее наращивать долг.

Инвестпрограмма вполне может увеличиться в связи с подготовкой к Олимпиаде-2014

Еще один риск, существенный для всех компаний электроэнергетической отрасли: возможное увеличение инвестпрограммы сверх запланированных в настоящий момент расходов. Мы полагаем, что для Кубаньэнерго этот риск весьма велик в связи с высокими потребностями в энергетическом строительстве перед проведением Олимпиады-2014. Однако мы не ожидаем, что все дополнительные инвестиции будут финансироваться за счет долга: с учетом высокой политической значимости проекта значительная часть затрат, судя по всему, будет покрыта за счет бюджетных источников.

Прогнозируем умеренный рост долговой нагрузки (в пределах 3-4х Долг/ЕБИТДА)

В целом мы умеренно-позитивно оцениваем кредитный профиль Кубаньэнерго: компания является вполне рентабельной РСК, с приемлемыми показателями долговой нагрузки. Однако мы ожидаем, что в силу высокого износа сетевого хозяйства и масштабного энергетического строительства, долг компании будет постепенно расти на горизонте ближайших лет. По нашим прогнозам, долговая нагрузка останется в пределах 3-4х.

**«Справедливый» спрэд:
230-250 б.п. к ОФЗ**

По масштабам бизнеса и выручке Кубаньэнерго существенно уступает крупнейшим РСК: МОЭСК, Ленэнерго и Тюменьэнерго, и вполне сопоставима с Пермэнерго.

**Рекомендуем
участвовать в аукционе
со ставкой купона от
7.90%**

Мы оцениваем «справедливый» спрэд Пермэнерго в 220-250 б.п. к ОФЗ, т.е. с премией к облигациям МОЭСК и Тюменьэнерго. Премия к Пермэнерго должна, по нашему мнению, составлять от 0 до 20 б.п. Соответственно, справедливый спрэд Кубаньэнерго мы оцениваем в 230-250 б.п. к ОФЗ (УТМ: 8.00-8.20%).

На наш взгляд, ориентир организатора (8.46% УТМ) выглядит несколько завышенным. Мы рекомендуем участвовать в аукционе со ставкой купона от 7.90%.

Росскат: свой кабель и чужая катанка

**Ориентир организатора
по ставке купона – 10.60%**

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа компании Росскат (объем 1.2 млрд руб., оферта через 1.5 года). Росскат интересен как сильный нишевый производитель медной катанки и нефтепогружного кабеля, активно инвестирующий в высокорентабельное производство силовых кабелей. Для держателей облигаций Росската ключевым риском, на наш взгляд, является низкая предсказуемость денежных потоков компании из-за высокой доли давальческой переработки. Наша оценка «справедливой» доходности выпуска – 11.00-11.50% УТР, что соответствует спрэду 550-600 б.п. к ОФЗ.

**Структура выручки-2006:
медная катанка – 70%,
кабели – 19%, переработка
давальческого сырья – 2%**

Росскат закупает медные катоды у крупных производителей (УГМК и РМК) и выпускает продукцию более высокого передела. Медная катанка, в свою очередь, является сырьем для изготовления кабеля. Однако собственные мощности Росската по производству кабеля сравнительно невелики и имеют узкую специализацию: компания способна ежегодно производить около 8 тыс км кабеля для погружных нефтенасосов, занимая около 27% этого сегмента рынка.

**Рост цен на медные
катоды перекладывается
на потребителей**

Мы не склонны преувеличивать зависимость Росската от крупнейших поставщиков сырья и конъюнктуры цен на катоды по следующим причинам:

- цены на поставку катодов и контракты с покупателями катанки заключаются ежемесячно, что позволяет перекладывать на потребителей рост цен на сырье;
- в среднесрочной перспективе маловероятно существенное падение спроса на катанку (как следствие растущего спроса на кабельно-проводниковую продукцию со стороны строительной и энергетических отраслей);
- у Росската есть возможность использовать в качестве основного сырья медесодержащий лом, круг поставщиков которого значительно шире;
- Росскат может вообще отказаться от самостоятельной продажи катанки и перейти на давальческую переработку, исключив прямые расходы на сырье.

**Растущая доля
давальческой
переработки сильно
влияет на финансовые
показатели**

Негативной стороной производственной «гибкости» Росската (возможности перехода на давальческое сырье) является низкая предсказуемость финансовых показателей. Доля производства по давальческой схеме возросла в 2006 году с 23% до 36% (в физических объемах), а в 2007 году, по прогнозам компании, может достигнуть 56%. Увеличение доли толлинга влечет за собой снижение выручки и EBITDA, т.к. в доход компании идет только комиссия за переработку сырья.

Финансовые результаты ОАО Росскат по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	3.1	0.3	9.1	0.9	3.4x	3.7x
2006	7.4	0.7	8.8	1.4	2.1x	6.2x
1кв2007	0.9	-	-	1.4	-	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Заказчик давальческой переработки в 1 пол 2007 - аффилированная структура

В начале 2007 года Росскат принял крупный заказ на переработку сырья от аффилированного трейдера ООО «Волгамедь». Физический объем контракта составил 20.5 тыс тонн - около трети годового производства Росската. Учитывая, что Волгамедь и Росскат имеют общих акционеров, мы считаем, что сделка носит внутригрупповой характер.

Во 2 пол 2007 выручка должна выйти на уровень 2006г. т.к. контракт с Волгамедью выполнен...

По данным инвестиционного меморандума, Росскат планирует во 2-м полугодии преимущественно производить медную катанку для самостоятельной продажи. Поэтому компания ожидает, что выручка за 2007 год будет как минимум не ниже выручки за 2006 год. Однако нет никаких препятствий для заключения аналогичного контракта на давальческую переработку во 2-м полугодии, что снизит прогнозируемый денежный поток эмитента.

...однако риски, связанные с толлинговой схемой, остаются

С нашей точки зрения, существенный объем операций со связанными сторонами связан с потенциальным риском для держателей облигаций Росската:

- компании холдинга, так или иначе вовлеченные в бизнес (в частности, Волгамедь), не входят в кредитную базу облигационного займа и могут иметь собственные долги;
- производственная модель Росската позволяет перевести на давальческую переработку значительную часть мощностей.

В зависимости от доли давальческой переработки могут сильно изменяться финансовые показатели...

Отчетность за 2005-2006 гг. в целом подтверждает способность Росската поддерживать рентабельность на стабильном уровне (8-9%), независимо от объема выручки. Однако денежный поток сильно зависит от доли давальческой переработки. В абсолютном выражении выручка от давальческой катанки увеличилась в 1кв2007 всего на 59 млн руб. (по сравнению с 1кв2006), в то время как выручка от производства собственной медной катанки сократилась сразу на 893 млн руб. Иначе говоря, полная загрузка мощностей при давальческой схеме может сопровождаться резким снижением выручки и EBITDA.

... в т.ч. долговая нагрузка по отношению к EBITDA

После размещения облигационного займа, валовый долг Росската увеличится до 1.8 млрд руб. (при условии, что 800 млрд будут направлены на рефинансирование банковских кредитов). По прогнозам компании, долговая нагрузка должна остаться на приемлемом уровне – в пределах 3х Долг/EBITDA. Однако реальный уровень долговой нагрузки будет, на наш взгляд, также определяться структурой выручки. Таким образом, ключевым фактором риска для необеспеченных кредиторов Росската является сокращение денежного потока при использовании толлинга.

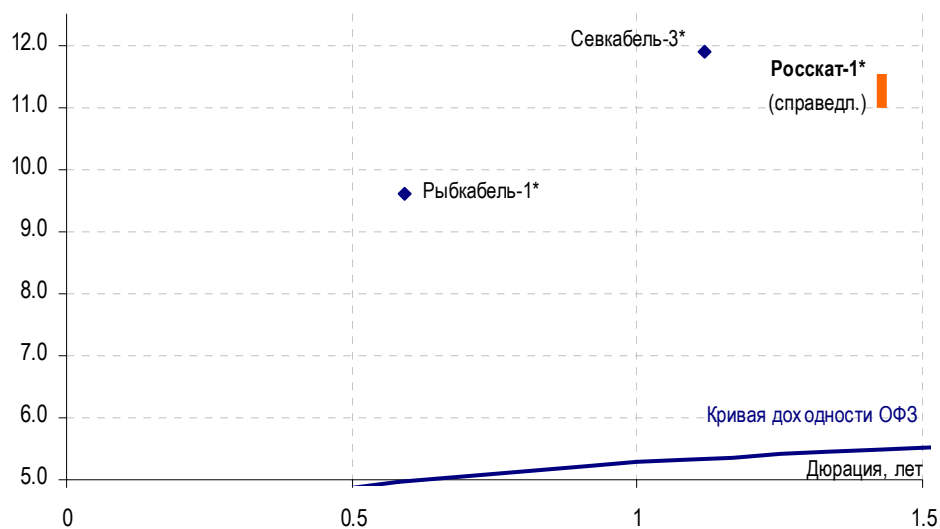
Компания сменила собственников в 2006 году

Мы также обращаем внимание на тот факт, что ОАО Росскат до 2006 года контролировался Самаранефтегазом, дочерней компанией ЮКОСа. Росскат был продан группе частных инвесторов, связанных с АвтоВАЗбанком и группой компаний Эл-Траст, весной 2006 года, т.е. до начала процедуры банкротства ЮКОСа. Поэтому вероятность того, что продажа Росската будет оспорена, минимальна.

«Справедливый» спрэд: 550-600 б.п. к ОФЗ

Мы полагаем, что текущему кредитному профилю и структуре облигационного займа Росската соответствует спрэд 550-600 б.п. к ОФЗ. Организаторы позиционируют выпуск с доходностью около 10.88% УТР. На наш взгляд, облигации могут быть привлекательны для инвесторов с соответствующим аппетитом к риску с доходностью не менее 11.00% УТР.

Доходность облигаций на 24 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Максим Раскоснов	mraskosnov@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

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@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	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 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.