

Рублевые корпоративные облигации

7 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ДВТГ: комментарий к размещению » *стр. 2*

Индикаторы

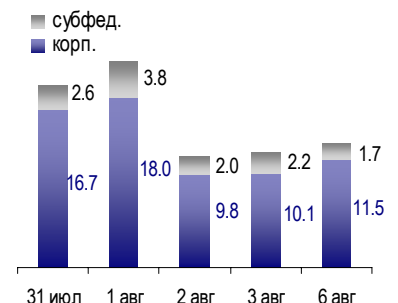
Долларов США за Евро	1.3792	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.4559	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.64	- 4.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.32%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.99%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	124	- 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	463.9	- 11.1
Остатки на д/с, млрд руб.	482.2	+ 5.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 27.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 8 августа состоится доразмещение выпуска ОФЗ-ПД 25061 (дюрация 2.5 года) на 3.55 млрд руб.

Объем торгов на ММВБ

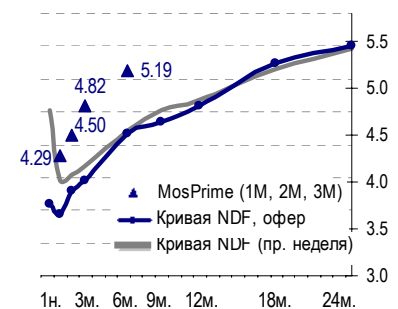


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

7 авг	Размещение М.О.Р.Е.-Плаза (1 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ДВТГ-финанс (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Заседание ФРС США по ставкам
9 авг	Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
15 авг	Размещение Трансфин-М-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (17 млрд руб., дюрация 7.4 лет)
	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-5	101.25	+ 5	2.2	6.72%
ОГК-5	100.57	+ 4	2.0	*7.33%
Газпром-8	102.28	+ 3	3.7	6.47%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-2	101.37	+ 12	2.3	*8.27%
НК Альянс-1	101.15	+ 9	1.9	*8.48%
ОМЗ-5	103.20	+ 3	1.9	*7.24%

Лидеры падения

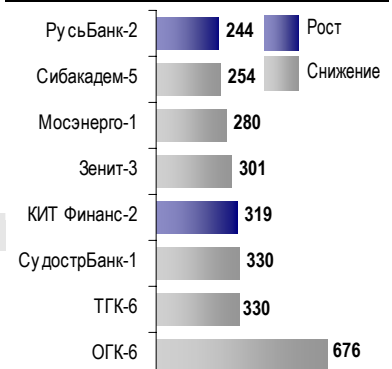
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	103.15	- 37	4.8	*7.16%
ЛУКОЙЛ-2	101.57	- 33	2.1	6.60%
АИЖК-7	103.70	- 20	5.6	7.21%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Собакадем-5	106.00	- 39	3.5	8.49%
Татэнерго	101.20	- 25	0.6	7.69%
Копейка-2	99.50	- 24	1.4	*9.36%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ДВТГ: комментарий к размещению

Ориентир организатора по ставке купона: 10.75-11.00%

Сегодня состоится размещение облигационного займа группы транспортных компаний ДВТГ (объем 1 млрд руб., оферта через 1.5 года). Как и большинство частных операторов железнодорожных перевозок, ДВТГ имеет высокую долговую нагрузку, практически весь собственный подвижной состав находится в залоге. Организаторы ориентируют на ставку купона в диапазоне 10.75-11.00%, что эквивалентно доходности к 1.5-летней оферте 11.05-11.30%. Мы полагаем, что ориентир по доходности несколько занижен, учитывая сравнительно небольшой объем и слабую кредитную базу выпуска, а также отсутствие прямых аналогов на рублевом рынке.

Сильные позиции на дальневосточном рынке нефтеперевозок

Группа ДВТГ объединяет несколько предприятий, осуществляющих железнодорожные грузоперевозки собственным и арендуемым подвижным составом. На конец 1-го полугодия 2007 года собственный парк составлял 3.1 тыс. вагонов, приблизительно 3.5 тыс. находились в лизинге. ДВТГ пока занимает существенную долю только на региональном рынке нефтеперевозок (37% дальневосточного рынка); долю на общем рынке железнодорожных перевозок компания оценивает примерно в 2%.

Грузовые терминалы действуют как СП с иностранными компаниями

ДВТГ планирует активно наращивать собственный подвижной состав, за счет которого выручка должна превысить \$1 млрд уже в 2008 году. Одновременно значительные средства направляются на строительство грузовых терминалов. В 2007 году компания запустила 2 собственных терминала – в Московской области и Ташкенте. Однако мы не считаем правильным рассматривать эти активы как часть покрытия по долговым обязательствам: оба терминала действуют как совместные предприятия, причем доля ДВТГ в компании-операторе подмосковного терминала «Тучково» ниже контрольной.

Сделка по приобретению Находкинского порта пока не завершена

Еще один важный инвестиционный проект группы – реконструкция рыбного порта в Находке. Порт должен быть в ближайшие годы перепрофилирован в грузовой терминал, приспособленный для автомобилей и контейнеров. Однако сделку по приобретению порта еще только предстоит закрыть в 2007 году. По сообщениям прессы, ДВТГ пришлось вступить в судебную тяжбу с бывшими акционерами, которым удалось добиться ареста акций. Арест был снят в марте 2007 года, однако нельзя исключить возможность новых исков. В любом случае, Находкинский морской рыбный порт пока также нельзя отнести к активам группы, хотя часть средств от облигационного займа будет направлена на его реконструкцию.

Основные риски связаны с тарифным регулированием перевозок

Таким образом, денежный поток группы формируется, главным образом, за счет услуг по железнодорожным перевозкам, причем доля тарифа РЖД в выручке компании составляет более 70%. В связи с этим мы обращаем внимание на следующие ключевые риски кредитного профиля ДВТГ:

- как и все частные перевозчики, ДВТГ сильно зависит от тарифного регулирования;
- дочерние компании РЖД в перспективе вполне могут составить конкуренцию независимым операторам;
- пополнение парка вагонов осуществляется за счет заемных средств и лизинговых схем, что ведет к росту долговой нагрузки;
- существует довольно высокая степень неопределенности относительно будущих денежных потоков компании от терминального бизнеса.

Финансовые результаты ДВТГ по МСФО (млрд руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый Долг*	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	11.2	0.8	7.5	4.7	5.6x	1.8x
2006	13.6	1.4	10.0	8.3	6.1x	1.5x

* - вкл. лизинговые обязательства

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Средства от облигационного займа будут направлены на рефинансирование банковских кредитов

Мы полагаем, что часть средств от размещения облигаций, которую предполагается направить на финансирование инвестиций группы (всего около 200 млн руб), вероятнее всего, пойдет на реконструкцию Находкинского порта. Основной целью займа является рефинансирование дорогих банковских кредитов, обслуживание которых обходится сейчас в 2/3 годовой EBITDA. Поэтому размещение облигационного займа, по нашему мнению, не должно существенно отразиться на уровне долговой нагрузки группы.

Долговая нагрузка на конец 2006 года: 6.1x Долг/EBITDA

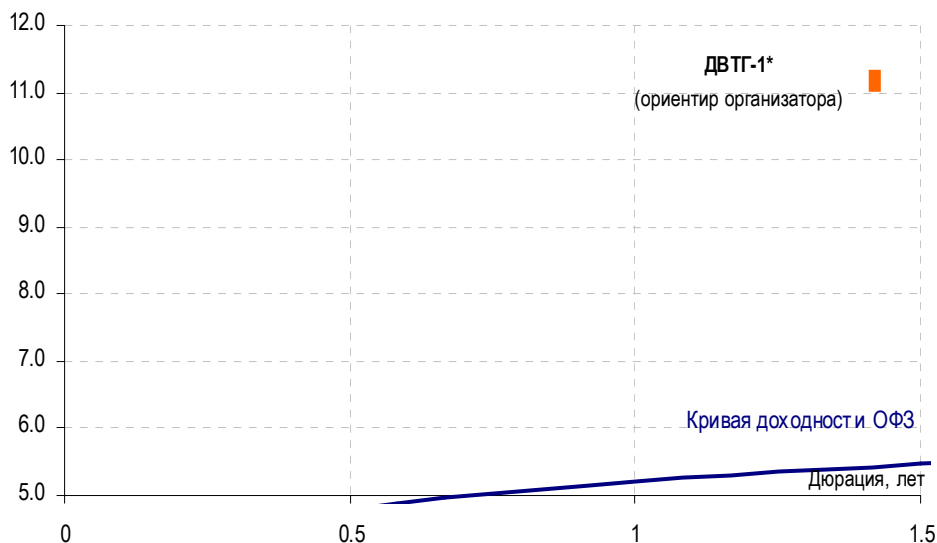
По итогам 2006 года показатель Долг/EBITDA составлял 6.1x. По прогнозу финансовых показателей, приведенному в инвестмеморандуме, долговая нагрузка снизится к 2009 году до 4.3x за счет опережающего роста выручки. Мы осторожно оцениваем планы группы по удвоению выручки за 2007-2008 гг., учитывая риски, связанные с существенной тарифной составляющей. Мы полагаем, что долговая нагрузка компании в период до оферты по облигациям в лучшем случае останется на текущем уровне.

Группа в процессе консолидации; структура облигационного займа - довольно слабая

Структура облигационного займа включает поручительства от ОАО ДВТГ – холдинговой компании группы, а также 2 операционных компаний - ООО Юрганз и ООО Дальнефетранс. Совокупная выручка поручителей за 2006 год составляла не более 40% от консолидированной. Хотя ООО Юрганз является балансодержателем около 89% подвижного состава (40% в собственности, остальные – в аренде), мы не считаем это существенным позитивным моментом. По данным меморандума, около 90% собственных вагонов компании находятся в залоге. Поэтому, до завершения консолидации активов группы на ОАО ДВТГ, мы оцениваем структуру покрытия облигационного займа как слабую.

В настоящее время ДВТГ не имеет прямых аналогов на рублевом долговом рынке. Мы полагаем, что ориентир организаторов по доходности несколько занижен. На наш взгляд, выпуск может привлечь инвесторов с высоким аппетитом к риску при условии, что доходность к оферте превысит 11.50%.

Доходность облигаций



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	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

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.