

Рублевые корпоративные облигации

8 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- НМЗ Кузьмина: новый купон вполне привлекателен » *стр. 2*
- Виктория: нейтральные M&A-планы » *стр. 3*

Индикаторы

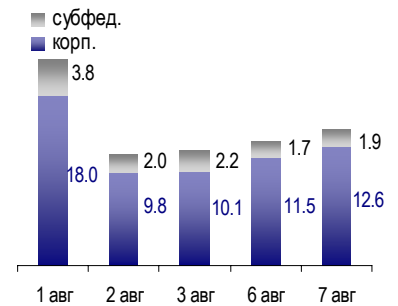
Долларов США за Евро	1.3742	- 0.4 %
Рублей за доллар США	25.4700	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.79	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.30%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.97%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	122	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	484.8	+ 20.9
Остатки на д/с, млрд руб.	490.5	+ 8.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 49.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Размещен выпуск ДВТГ-Финанс-1 (1 млрд руб.) под 11.04% годовых к оферте через 1.5 года
- Размещен М.О.Р.Е.-Плаза-1 (1 млрд руб.) под 12.62% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

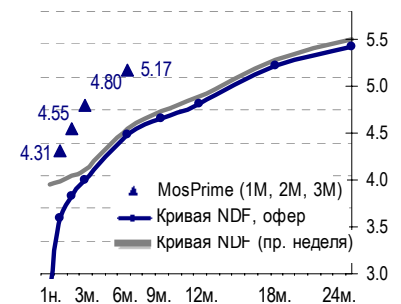


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

8 авг	Доразмещение ОФЗ-ПД 25061 (3.55 млрд руб., дюрация 2.5 года)
9 авг	Размещение Мираторг-1 (2.5 млрд руб., годовая оферта) Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
14 авг	Размещение ПФ ТрансТехСервис-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
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. %
АИЖК-8	103.50	+ 35	4.8	*7.08%
ЛУКОЙЛ-2	101.90	+ 33	2.1	6.44%
ЛУКОЙЛ-3	102.00	+ 30	3.8	6.67%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибкадем-5	106.30	+ 30	3.5	8.41%
Севсталь-Авто	102.10	+ 20	2.3	7.18%
ВолгаТел-4	102.30	+ 18	1.9	*6.97%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-5	100.90	- 15	1.4	6.11%
Газпром-8	102.15	- 13	3.7	6.51%
ФСК-2	104.25	- 10	2.6	6.71%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	112.45	- 10	1.8	7.26%
Мечел-2	103.70	- 5	2.6	*7.07%
Миг-2	100.50	- 5	0.6	*8.16%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

НМЗ Кузьмина: новый купон вполне привлекателен

Доходность к следующей годовой оферте – 10.51%

В конце прошлой недели были определены ставки купонов по облигациям НМЗ им. Кузьмина на уровне 10.25%, что соответствует доходности в 10.51% к следующей годовой оферте. Мы считаем этот уровень вполне привлекательной премией за кредитный риск компании, поэтому мы рекомендуем держателям облигаций оставить бумагу в своих портфелях. Поскольку часть инвесторов, по нашим ожиданиям, все же воспользуется офертой, мы полагаем, что бумаги НМЗ будут доступны в конце августа для покупки.

Вполне адекватная премия за кредитный риск группы Эстар

Кредитное качество облигаций НМЗ, на наш взгляд, во многом определяется наличием прямого поручительства от «Металлургической компании «Эстар», которая в настоящий момент консолидирует на себе значительный объем металлургических активов. Премия к другим выпускам предприятий малой металлургии, по нашему мнению, в достаточной степени компенсирует относительно невысокий уровень прозрачности группы Эстар.

Финансовые результаты НМЗ выглядят слабо...

НМЗ им. Кузьмина специализируется на производстве листового проката (штрипс) и производстве сварных труб. Предприятие не имеет собственного сталеплавильного производства, поэтому оно в значительной степени зависит от поставок сторонней заготовки, которая закупается у комбинатов Евразхолдинга и предприятий группы Эстар. Значительная часть поставок штрипса, производимого НМЗ, приходится на внутригрупповые поставки (Волгоградский и Энгельсский трубный заводы). Более подробное описание компании см. в нашем специальном обзоре «Большие долги малой металлургии» от 23 марта 2007 г. Финансовые результаты НМЗ выглядят довольно слабо:

- рентабельность по EBITDA за 2006 г. составила всего 7%;
- долговая нагрузка по итогам 2006 г.: около 6х Долг/EBITDA.

...однако поручительство холдинговой компании позволяет рассматривать облигации НМЗ как риск всей группы

Однако мы отмечаем, что значительный размер долга НМЗ связан с операциями внутри группы Эстар. С определенной степенью условности мы считаем возможным рассматривать облигации НМЗ как риск всей группы Эстар, т.к. поручителем по займу НМЗ является холдинговая компания группы – ООО «МК «Эстар». По данным менеджмента компании в настоящий момент на этом юр.лице сконцентрированы пакеты акций всех действующих предприятий группы Эстар (за исключением Ростовского электрометаллургического завода). Руководители Эстара сообщили, что в будущем планируется полная консолидация всех активов холдинга именно на этой компании.

Консолидированная отчетность по МСФО будет доступна осенью

Консолидированные финансовые результаты Эстара в настоящий момент доступны только в виде сводной управленческой отчетности, мы оцениваем эту отчетность как вполне достоверную. Суммарная долговая нагрузка группы Эстар существенно ниже, чем у НМЗ им. Кузьмина и составляет около 4х Долг/EBITDA, что представляется нам приемлемым уровнем для предприятий черной металлургии. В настоящий момент Эстар ведет подготовку аудированной отчетности по МСФО за 2006 год, которая должна быть опубликована в конце осени 2007 года.

Новый завод в Ростовской области будет со временем консолидирован

В целом Эстар представляет собой достаточно крупный холдинг (выручка за 2006 г.: около \$680 млн), специализирующийся на производстве проката из обычных и специальных сталей и сварных труб малого диаметра. В составе группы также представлено собственное ломозаготовительное направление. Основным инвестиционным проектом Эстара является достройка нового электрометаллургического производства в Ростовской области (РЭМЗ). В настоящий момент этот завод пока юридически не является дочерней структурой МК «Эстар» (поручитель по облигациям). Однако, по данным менеджмента, после запуска завода в 2008 г. этот актив также должен быть консолидирован.

Эстар активно инвестирует в обновление производственных мощностей

Инвестиционная политика Эстара достаточно активна: холдинг обновляет производственные мощности на основных предприятиях. При этом особенностью инвестпрограммы компании является приобретение не нового, а уже отработавшего 10-20 лет оборудования в европейских странах. Поскольку это оборудование с технологической точки зрения не очень существенно отличается от нового, а затраты на его приобретение существенно ниже, такая политика представляется нам вполне обоснованной.

Долговая нагрузка группы: 4x Долг/ЕБИТДА

Текущий уровень долговой нагрузки Эстара (около 4x), на наш взгляд, является вполне приемлемым. При этом менеджмент рассчитывает по итогам 2007 г. несколько снизить этот показатель (прогноз: не выше 3.5x Долг/ЕБИТДА). Т.о. долговая политика холдинга в целом может быть охарактеризована как умеренная.

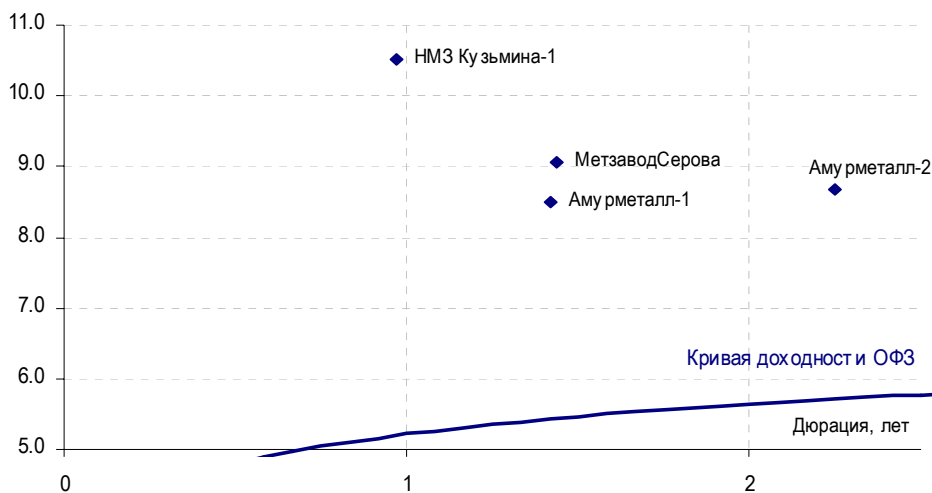
Финансовая прозрачность группы должна повыситься после публикации отчетности по МСФО

Основной проблемой кредитного профиля группы, по нашему мнению, остается низкая финансовая прозрачность: сводная отчетность раскрывается нерегулярно, а юридическая структура группы не раскрыта. Значительные объемы внутригрупповых операций также вносят значительный элемент непрозрачности в финансовые показатели отдельных предприятий Эстара. Однако мы ожидаем, что с публикацией отчетности по МСФО финансовая прозрачность компании существенно повысится.

Премия облигаций НМЗ к бумагам других компаний малой металлургии соответствует кредитному качеству

С точки зрения финансовых показателей Эстар, по нашему мнению, не уступает другим предприятиям малой металлургии (Амурметалл и Метзавод им. Серова), а основные различия в кредитном качестве связаны именно с финансовой прозрачностью. При этом облигации НМЗ после оферты будут предлагать премию к бумагам этих компаний в размере 150-200 б.п., что представляется нам вполне справедливой ценой специфических рисков Эстара. В связи с этим мы считаем установленную ставку купонов вполне адекватной премией за кредитное качество компании.

Доходность облигаций на 7 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Виктория: нейтральные М&А-планы

Виктория может купить сеть магазинов Дэйли

Сегодня Ведомости сообщают о том, что сеть Виктория ведет переговоры о приобретении московской сети продуктовых магазинов мини-формата «Дейли». Если сделка состоится, то она вряд ли окажет существенное негативное влияние на финансовые показатели Виктории, т.к. небольшой масштаб «Дейли» позволяет совершить это приобретение в рамках заявленной инвестпрограммы на 2007 г.

Возможное приобретение существенно не повлияет на оценку кредитного качества

По итогам 2006 г. долговая нагрузка Виктории составила около 3.2x Долг/ЕБИТДА, что, на наш взгляд, является вполне комфортным уровнем для отрасли продуктового ритейла. Ориентир по инвестпрограмме на 2007 г. - \$170-200 млн. Если объем инвестиций компании не выйдет за пределы этой суммы, то долговая нагрузка, по нашим прогнозам, составит около 3.5x Долг/ЕБИТДА. В связи с этим мы не ожидаем, что возможная сделка по приобретению сети «Дейли» окажет значимое влияние на оценку кредитного качества Виктории.

Сужение спредов возможно после публикации отчетности по МСФО

В настоящий момент спрэды облигаций Виктории составляют около 450 б.п. к ОФЗ, что соответствует нашей оценке «справедливого» спреда бумаг компании (400-450 б.п.). Дальнейшее сужение спредов (до уровня 400 б.п.), по нашим ожиданиям, может произойти после публикации аудированной отчетности по МСФО за 2006 г., намеченной на ноябрь.

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.