

Рублевые корпоративные облигации

16 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Банана-мама: комментарий к размещению » *стр. 2*
- УМПО: параллельный курс с Сатурном » *стр. 3*

Индикаторы

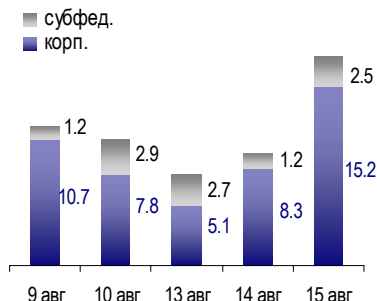
Долларов США за Евро	1.3423	- 0.8 %
Рублей за доллар США	25.6375	+ 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.08	+ 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.35%	+ 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.09%	+ 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	133	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	399.8	- 24.3
Остатки на д/с, млрд руб.	491.9	- 13.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 42.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск ОФЗ-АД 46021 (дюрация 7.4 лет) на 19.9 млрд руб. из 20 млрд руб. под 6.48% годовых к погашению

Объем торгов на ММВБ

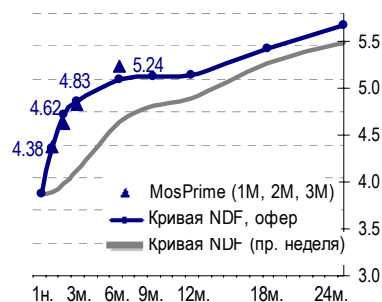


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

16 авг	Размещение Банана-Мама-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
17 авг	Размещение Трансфин-М-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
20 авг	Уплата НДС
27 авг	Уплата акцизов, НДС
28 авг	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-3	101.45	+ 15	3.7	6.82%
Газпромбанк-1	99.55	+ 5	3.1	7.38%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-7	101.69	+ 19	1.5	*7.38%
КамАЗ-2	100.70	+ 6	1.0	*7.91%
АК БАРС-2	100.15	+ 2	1.4	8.04%

Лидеры падения

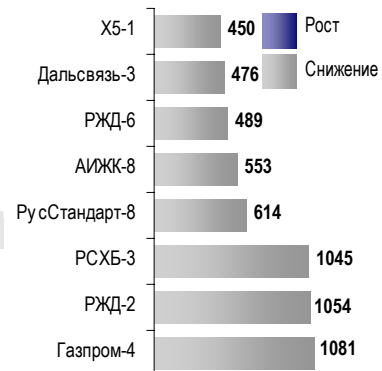
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	101.30	- 135	4.7	*7.56%
АИЖК-7	101.65	- 125	5.6	7.59%
РСХБ-2	101.60	- 90	3.0	7.53%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибкадем-5	104.25	- 124	3.4	9.00%
СаНОС-2	105.10	- 20	2.0	7.62%
Х5-1	99.50	- 45	2.6	*7.94%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Банана-мама: комментарий к размещению

Ориентир организатора по доходности: 10.82-11.02 УТР

Сегодня состоится размещение облигационного займа компании Банана-мама (объем 1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года). Ориентир организаторов по ставке купона – 10.54%-10.73%, что соответствует доходности к оферте 10.82-11.02%. Основные риски кредитного профиля компании – очень высокая долговая нагрузка, низкая финансовая прозрачность, отсутствие собственных торговых помещений. Мы полагаем, что с учетом агрессивного кредитного профиля доходность по облигациям компании должна составлять не менее 12%.

Специализация компании – розничные продажи детских товаров

Банана-мама – специализированная торговая сеть, развивающая нишевый формат «гипермаркета детских товаров». Бизнес-модель опробована акционерами группы в сегменте торговли бытовой техникой и электроникой: розничные магазины с широким ассортиментом и сравнительно невысокими ценами притягивают спрос на детские товары, которые ранее продавались, в основном, на рынках и ярмарках.

Компании пока приходится конкурировать, в основном, с рынками и ярмарками

Ниша специализированной «детской» розницы относительно свободна. Банана-мама намерена занять не менее 20% рынка детских товаров. При этом на сегодняшний день компания конкурирует, прежде всего, с неорганизованной торговлей. Основными конкурентами Банана-мамы среди розничных сетей среднего ценового уровня и эконом-формата являются Детский мир и Кораблик.

План экспансии: удвоение количества магазинов до конца 2008 года

Банана-мама пока уступает Детскому миру и по количеству магазинов (68 против 73), и по выручке (2.6 млрд руб. против 5 млрд руб.). Тем не менее, Банана-мама имеет очень амбициозную программу развития. Уже в 2008 году количество магазинов должно превысить 120 – за счет открытия новых магазинов с нуля, приобретения локальных магазинов с последующей интеграцией в сеть и освоения новых форматов.

По нашему мнению, Банана-мама на данном этапе представляет собой инвестиционный проект в достаточно узком сегменте непродовольственной розницы. Ключевые риски кредитного профиля компании:

- низкая финансовая прозрачность;
- очень высокая долговая нагрузка;
- отсутствие собственной недвижимости.

Финансовые результаты (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТ	Рентабельность по ЕБИТ	Валовый Долг	Долг / ЕБИТ, раз	ЕБИТ / Проценты, раз
2005	2 631	162	6.2%	1 102	6.8x	4.6x
2006	4 789	386	8.1%	2 223	5.8x	2.6x

Источник: данные инвестиционного меморандума, оценки Райффайзенбанка

Инвестиционная программа на 2007 год: 1.8 млрд руб.

Расширение торговой сети обойдется компании в 2007 году около 1.8 млрд руб. (1.1 млрд руб за 2006 год). За 1 п/г 2007 г. Банана-мама уже проинвестировала около 700 млн руб., в т.ч. средства, полученные от размещения первого облигационного займа. Финансирование инвестиционной программы ведет к быстрому росту долговой нагрузки: на конец 2006 года показатель Долг/ЕБИТ составлял 5.8x, а по итогам 1 п/г 2007 г. превысил 9x.

Прогноз Долг/ЕБИТ на конец 2007 года: не менее 7x

Мы пока не видим предпосылок для снижения долговой нагрузки Банана-мамы в среднесрочной перспективе. Компания ожидает увеличения годовой выручки в 2007 году до 7.8 млрд руб. По нашим оценкам, при сохранении операционной рентабельности на уровне 6-8%, показатель Долг/ЕБИТ на конец 2007 года будет не ниже 7x. Даже при этом (достаточно оптимистическом) сценарии процентные расходы на обслуживание долга будут поглощать не менее половины операционной прибыли группы.

Недвижимость будет приобретаться на отдельное юр.лицо

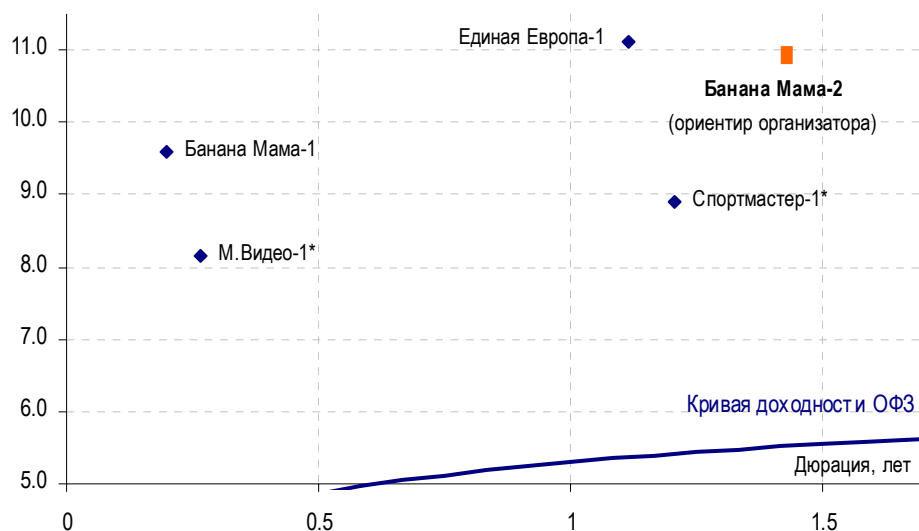
Мы также отмечаем сравнительно слабую структуру облигационного займа. ООО «Банана-мама» (эмитент облигаций) является холдинговой компанией – единственным участником 9 операционных компаний, которые управляют магазинами сети в отдельных регионах. По данным меморандума, ООО «Банана-мама» также является балансодержателем всего имущества группы. В будущем Банана-мама планирует приобретать магазины в собственность, однако недвижимость будет приобретаться на баланс отдельного юр.лица и, таким образом, останется за пределами кредитной базы облигационного выпуска.

Структура займа слабая, несмотря на поручительство и комфортное письмо

Структурой выпуска предусмотрено поручительство от торговой компании ТД Триал, которая централизованно закупает товары для последующей дистрибуции в регионы по договорам комиссии. Однако мы не считаем, что это поручительство существенно усиливает кредитное покрытие, т.к. после реструктуризации холдинга единственной функцией ТД Триал станет закупка товаров у российских поставщиков. Комфортное письмо бенефициаров Банана-мамы с юридической точки зрения вообще не влияет на позиции держателей облигаций.

На наш взгляд, Банана-мама как инвестиционный проект пока не достиг стадии, на которой рост стоимости бизнеса компенсирует риски, связанные с агрессивной долговой нагрузкой. Мы полагаем, что облигации компании относятся к разряду высокорискованных как с точки зрения финансового состояния компании, так и с точки зрения кредитного покрытия. Наша оценка «справедливого» спреда бумаг Банана-мамы – не менее 650 б.п. к ОФЗ.

Доходность облигаций на 15 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

УМПО: параллельный курс с Сатурном

Основные факты: падение рентабельности и рост долговой нагрузки

Вчера, вслед за НПО Сатурн, была опубликована отчетность за I полугодие другого представителя двигателестроения – УМПО. Финансовые результаты обеих компаний демонстрируют схожие тенденции: снижение операционной рентабельности и увеличение долговой нагрузки.

«Справедливый» спред УМПО: 320-370 б.п. к ОФЗ, бумаги оценены адекватно

По нашему мнению, кредитное качество УМПО определяется теми же ключевыми факторами, что и в случае с Сатурном: стратегической значимостью для государства, а также высоким уровнем долга. При этом с учетом существенно более высокой долговой нагрузки Сатурна (15.9x Долг/ЕБИТДА), его облигации должны предлагать премию к выпуску УМПО. Мы считаем, что в данный момент облигации УМПО адекватно оценены рынком, в то же время не видим объективных причин для роста цен в краткосрочной перспективе. Наша оценка «справедливого» спреда составляет 320-370 б.п. к ОФЗ.

Уфимские моторы специализируются на серийном производстве двигателей для военных самолетов Су (более 80% выручки). УМПО тесно сотрудничает с НПО Сатурн – разработчиком базовой версии мотора и некоторых его модификаций. Компании осуществляют ряд совместных проектов по созданию новых авиадвигателей, которые составят основу их бизнеса в среднесрочной перспективе. По этой причине озвученные недавно планы правительства по объединению НПО Сатурн и УМПО в рамках одного холдинга представляются нам вполне обоснованными.

При оценке кредитного качества двигателестроителей мы учитываем высокую вероятность господдержки

По нашему мнению, кредитное качество двигателестроительных компаний, в том числе УМПО, во многом определяется политической значимостью всей отрасли авиастроения и, как следствие, высокой вероятностью государственной поддержки. Также мы позитивно оцениваем сильные бизнес-позиции компании, связанные со стабильным спросом на ее продукцию, и наличие четкой стратегии развития на ближайшие несколько лет.

Финансовые результаты УМПО по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТ	Рентабельность по ЕБИТ	Валовый долг	Долг / ЕБИТ, раз	ЕБИТ / Проценты, Раз
2005	10 458	2 310	22.1%	4 193	1.8	-
2006	14 995	2 103	14.0%	8 672	4.1	-
I п/г 2007	7 613	869	11.4%	11 632	6.7	2.0

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Существенное снижение рентабельности

Результаты I полугодия свидетельствуют о заметном снижении операционной рентабельности УМПО: валовая маржа упала до 15% по сравнению с 27% за 2006 год. На уровне прибыли от продаж рентабельность снизилась на 3 п.п. и составила 11.4%. Одним из ключевых факторов такой динамики, на наш взгляд, является укрепление рубля: более 70% доходов компании приносят экспортные поставки новых авиадвигателей, выручка по которым поступает в валюте. Также, по данным менеджмента, существенное давление на рентабельность оказывает рост цен на металлы.

Долг существенно вырос и будет увеличиваться дальше

В I полугодии объем долга компании существенно увеличился и составил 11.6 млрд руб. (+3.0 млрд руб. к началу года). Учитывая снижение рентабельности, долговая нагрузка УМПО достигла достаточно высокого уровня 6.7x Долг/ЕБИТ по итогам I п/г 2007. Судя по всему, объем долга будет расти: стратегией развития компании предусмотрены инвестиции размером \$200 млн до 2010 года. Поэтому мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе долговая нагрузка будет оставаться высокой.

Один из факторов роста долга – формирование «закольцованной» структуры собственности

Потребность в привлечении долга в I полугодии, судя по всему, была в основном связана с необходимостью финансирования выкупа акций головной компании группы - ОАО «УМПО». В июле была завершена допэмиссия 24.99% акций УМПО, в результате которой контрольный пакет перешел к ее 100%-ой дочке - компании «Уфимские моторы». По данным меморандума к выпуску облигаций УМПО, «Уфимские моторы» представляют интересы менеджмента группы. По нашему мнению, изменение структуры акционеров связано с предстоящим реформированием отрасли имеет нейтральное значение для держателей облигаций УМПО.

Прозрачность финансовых операций внутри группы – очень невысока

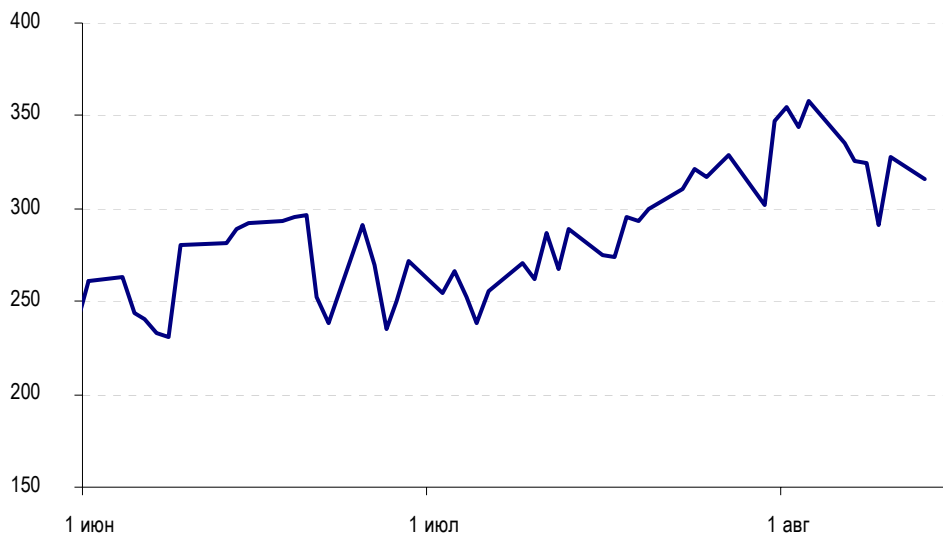
Мы отмечаем риски, связанные с недостаточно высокой прозрачностью группы. Так, в I полугодии объем долгосрочных финансовых вложений на балансе УМПО увеличился на 5.0 млрд руб. Это косвенно может свидетельствовать о предоставлении значительного финансирования сторонам, не представленным в структуре облигационного займа. В такой ситуации не в полной мере учитываются интересы держателей облигаций УМПО, и, как следствие, увеличиваются риски инвестирования в бумаги компании.

Мы нейтрально оцениваем кредитное качество УМПО. Среди позитивных факторов мы отмечаем стратегическую значимость компании для государства и сильные позиции по основным направлениям бизнеса; к негативным аспектам мы относим: низкую прозрачность и существенный рост долговой нагрузки. По нашим оценкам, «справедливый» спред УМПО

составляет 320-370 б.п. к ОФЗ - с дисконтом в 50 б.п. к выпускам НПО Сатурн.

С начала лета спрэд облигаций УМПО расширился с 260 б.п. до 315 б.п. к ОФЗ. С учетом нашей оценки «справедливой» доходности, в настоящий момент бумаги эмитента справедливо оценены рынком.

Спрэд облигаций УМПО к ОФЗ, б.п.



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
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

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.