

Рублевые корпоративные облигации

28 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Севкабель: оферта с прежней ставкой купона » *стр. 2*

Индикаторы

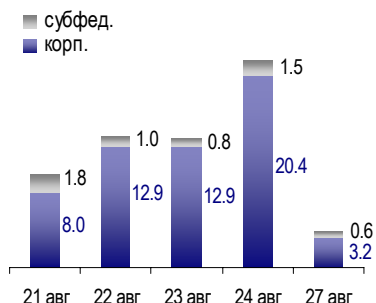
Долларов США за Евро	1.3643	- 0.3 %
Рублей за доллар США	25.6558	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 69.89	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.58%	+ 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.01%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	140	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	422.9	- 35.5
Остатки на д/с, млрд руб.	422.4	+ 16.1
Сальдо операций с ЦБ	- 186.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск НСХ-Финанс-1 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

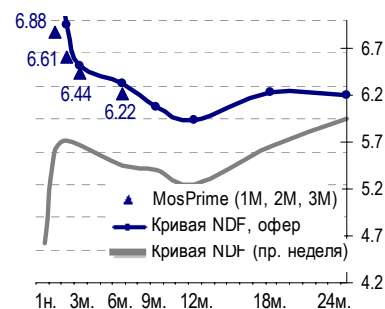


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

28 авг	Уплата налога на прибыль
6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (4 млрд руб., дюрация 8.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.8 года)
17 сен	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	99.60	+ 49	3.1	8.22%
ФСК-2	102.80	+ 5	2.5	7.26%
ФСК-5	100.05	+ 5	2.1	7.30%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибкадем-3	100.65	+ 70	1.6	9.39%
УРСИ-4	100.34	+ 29	0.2	8.09%
Росбанк	101.20	+ 20	1.4	7.01%

Лидеры падения

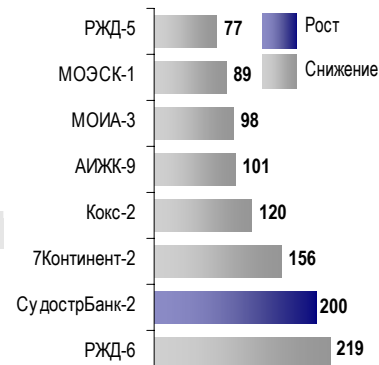
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.00	- 55	1.8	7.07%
ФСК-4	100.65	- 55	3.5	7.24%
ЛУКОЙЛ-4	100.95	- 45	5.1	7.34%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
7Континент-2	97.25	- 125	1.3	*10.33%
Иркут-3	103.35	- 95	2.7	7.63%
ЮТК-5	97.50	- 85	2.5	*8.76%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Севкабель: оферта с прежней ставкой купона

Ставка купона по 2-му выпуску на следующий период: 10.5%

Вчера группа Севкабель объявила ставку купона по облигациям 2-го выпуска в размере 10.5%. Размещенный в ноябре 2005 года 3-летний выпуск предусматривает амортизацию в последние 9 месяцев обращения. Ближайшая дата оферты – 7 сентября 2007 г., следующая – в декабре. Учитывая очень короткую дюрацию выпуска, вряд ли стоило ожидать повышения процентной ставки по сравнению с предыдущим купонный периодом. Однако кредитный профиль компании остается весьма агрессивным, и в настоящее время мы не можем рекомендовать ее облигации к покупке.

Опубликована отчетность по РСБУ одной из ключевых операционных компаний

В качестве ключевых характеристик кредитного профиля Севкабеля мы отмечаем низкую финансовую прозрачность и относительно высокую долговую нагрузку. Недавно была опубликована отчетность по РСБУ за 1-е полугодие ОАО Севкабель, одного из основных операционных активов группы и поручителя по облигациям. Выручка ОАО Севкабель составляет лишь около половины консолидированной выручки группы, поэтому мы используем его финансовые результаты только в качестве ориентира, главным образом, по динамике роста.

Финансовые результаты ОАО Севкабель по РСБУ (млн руб.):

- Выручка: 2.3 млрд руб. (+34% к 1 п/г 2006 г.)
- Прибыль от продаж: 157.9 млн руб. (+98%)
- Рентабельность по EBIT: 6.8% (4.6% в 1-м п/г 2006г.)
- Валовый долг: 3.6 млрд руб. (+669 млн к началу 2007 г.)

Рост выручки – за счет повышения цен на продукцию...

Несмотря на рост выручки, компания показала смешанные операционные результаты за 1 п/г 2007 г. По данным отчетности, Севкабель увеличил физические объемы выпуска низковольтного кабеля с пластмассовой изоляцией (44% от выручки) на 9% по сравнению с 1 п/г 2007 г., при этом выпуск кабелей с бумажной изоляцией (21% от выручки), наоборот, снизился. Рост продаж достигнут, в основном, за счет существенного повышения цен на основные виды продукции.

... вслед за ростом цен на медную катанку и другие материалы

По нашему мнению, рост отпускных цен следует за ценами на медную катанку, доля которой в сырьевой базе Севкабеля составляет около 45%. Рыночные цены на катанку выросли, по данным компании, примерно на 24% в 1-м квартале и на 12% - во втором. Одновременно резко возросли цены на свинец, который также используется в производстве Севкабеля. Мы полагаем, что рост цен на металлы перекладывается на потребителей с задержкой, поэтому рентабельность компании, скорее всего, будет оставаться низкой: маржа EBITDA по итогам года, по нашим прогнозам, не превысит 10-12%.

Рентабельность остается сравнительно низкой...

Мы также считаем, что денежный поток недостаточен для финансирования масштабной инвестиционной программы группы. Долговая нагрузка в терминах Долг/EBITDA по результатам 2006 года оценивалась компанией на уровне 5-6х (в 2005 году – 8х). Учитывая, что средства от облигационных займов направлялись на финансирование инвестиций (в т.ч. на финансирование сделки по приобретению ОАО Донбасскабель в марте 2007 г.), мы полагаем, что долговая нагрузка компании остается высокой.

...а долговая нагрузка – по-прежнему высока

Консолидированные данные по всей группе пока не раскрываются, поэтому точно определить уровень долговой нагрузки Севкабеля невозможно. Однако мы полагаем, что при сохранении текущего уровня рентабельности показатель Долг/EBITDA по итогам 2007 г. не опустится ниже 6х даже после консолидации приобретенных активов.

Компании предстоят погашения по отдельным бумагам; до конца года планируется разместить 4-й выпуск

Мы также обращаем внимание на предстоящее в октябре погашение 1-го выпуска облигаций на 500 млн руб., а также короткий срок до следующей оферты и начала амортизации 2-го выпуска. В середине июля компания объявила о планируемом размещении 4-го выпуска на 2 млрд руб. до конца 2007 г. Хотя Севкабель уже выкупил часть бумаг (в т.ч. около трети 2-го выпуска по оферте в июне 2007 г.), вполне возможно, что одной из целей нового займа

станет рефинансирование предыдущих.

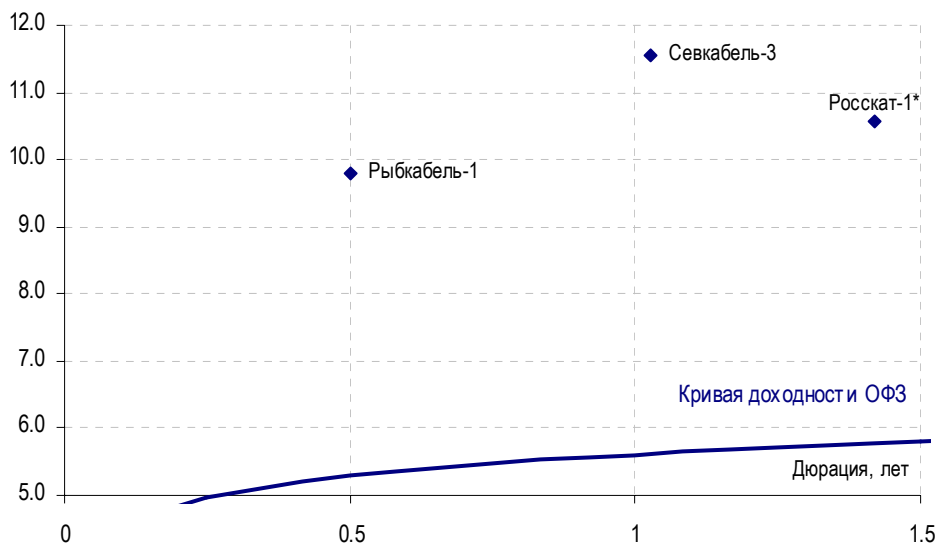
**Спрэд к ОФЗ 3-го выпуска
расширился до 600 б.п...**

Облигации 3-го выпуска были размещены в апреле 2007 года. Ставка купона при размещении составила 11.25%, что, по нашему мнению, не являлось адекватной компенсацией за риск. Текущая дюрация выпуска – чуть больше 1 года. За период роста доходностей на российском рынке спреда 3-го выпуска расширились до уровня, соответствующего нашей оценке «справедливой» доходности бумаг Севкабеля - около 600 б.п. к ОФЗ (текущая доходность 11.50-11.70% УТР).

**...однако оснований для
покупки пока нет**

Мы полагаем, что 3-й выпуск Севкабеля – единственный выпуск компании, который может рассматриваться потенциальными инвесторами с высоким аппетитом к риску – как с точки зрения текущей доходности, так и с учетом очень низкой ликвидности и короткой дюрации 1-го и 2-го выпусков. Однако, учитывая высокую долговую нагрузку компании, слабую структуру обеспечения по облигациям, а также необходимость рефинансирования долга, мы не видим достаточных оснований для покупки бумаг Севкабеля – как минимум, до публикации свежих консолидированных данных.

Доходность облигаций на 25 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка; * – доходность при размещении

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

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.