

Рублевые корпоративные облигации

8 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Матрица: бизнес растет, вопросы остаются » *стр. 2*
- Рузхиммаш: котировки рассчитывают на Русские Машины » *стр. 4*
- Таттелеком: комментарий к размещению » *стр. 6*

Индикаторы

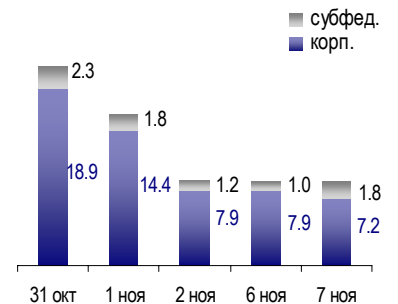
Долларов США за Евро	1.4642	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	24.4889	- 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 94.00	+ 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.30%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	138	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	537.8	+ 23.7
Остатки на д/с, млрд руб.	106.8	+ 3.5
Сальдо операций с ЦБ	- 139.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск ОФЗ-ПД 25061 (дюрация 2.4 года) размещен на 4.59 млрд руб. из 6 млрд руб. под 6.05% годовых

Объем торгов на ММВБ

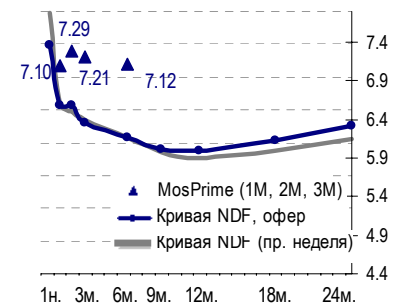


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

8 ноя	Размещение Таттелеком-4 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Заседание ЕЦБ по ставкам
15 ноя	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 ноя	Уплата НДС
21 ноя	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.7 года)
26 ноя	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	100.95	+ 30	3.7	*7.52%
Газпром-4	103.20	+ 15	2.1	6.78%
Газпром-8	100.85	+ 15	3.5	6.87%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-3	99.20	+ 35	0.8	*10.83%
Тюменьэн-2	99.10	+ 35	2.2	*8.28%
ВолгаТел-2	101.10	+ 41	1.0	*7.23%

Лидеры падения

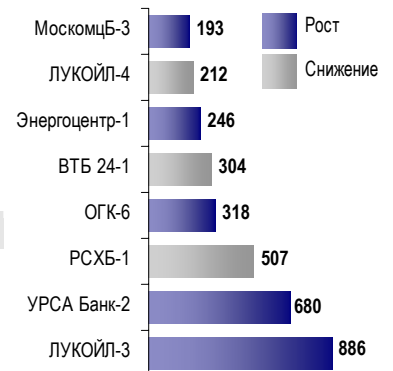
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-5	99.50	- 20	1.8	*7.93%
ФСК-2	103.20	- 10	2.3	7.01%
РЖД-5	99.95	- 9	1.2	6.82%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВТБ 24-1	100.00	- 85	0.9	*8.36%
НКНХ-4	102.50	- 50	1.3	*8.21%
РТК-Лизинг-5	98.00	- 50	1.7	9.81%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Матрица: бизнес растет, вопросы остаются

Матрица демонстрирует рост выручки и высокую рентабельность...

Группа компаний Матрица опубликовала консолидированную управленческую отчетность за 9 месяцев 2007 г. В отличие от годовой отчетности, в промежуточной не раскрываются данные по операционным показателям розничного направления – продажам like-for-like, среднему чеку и т.д. Тем не менее, отчетность за 9 месяцев дает представление о динамике показателей холдинга, включающего девелоперский бизнес, оптовую и розничную торговлю.

...однако, позитива пока недостаточно для переоценки кредитного риска компании

На наш взгляд, финансовые показатели на уровне холдинга выглядят позитивно, прежде всего, с точки зрения роста выручки и рентабельности. Однако мы считаем, что по ряду характеристик компания относится к категории высокого кредитного риска. Сложившийся уровень доходности бумаг Матрицы (17.40-17.90%, дюрация 1 год), по нашему мнению, соответствует кредитному профилю группы, и мы пока не видим существенного потенциала роста цен облигаций компании.

Финансовые результаты Группы компаний Матрица (млн руб.)

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
9М2006	3 016	24.9%	241	8.0%	2 328	7.3x	2.0x
2006	4 629	24.9%	447	9.7%	2 835	5.7x	3.0x
9М2007	4 408	26.6%	348	7.9%	3 996	8.6x	2.8x

Источник: управленческая отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Долговая нагрузка остается очень высокой как следствие крупных инвестиций

Матрица представила в отчетности собственный расчет показателя ЕБИТДА и связанных с ним коэффициентов. Однако, по версии компании, ЕБИТДА не включает в себя статью «Прочие расходы», которые по итогам 9 месяцев достигли 161 млн руб. Поскольку отчетность не дает пояснений о их природе, мы скорректировали ЕБИТДА на величину прочих доходов и расходов. В результате рентабельность ЕБИТДА за 9 месяцев 2007г. составила около 8%, долговая нагрузка – около 8.6х Долг/ЕБИТДА.

Компания открывает новые магазины в Уфе и Самаре...

Таким образом, по рентабельности Матрица превосходит ряд других региональных ритейлеров (например, Викторию и Холидей), хотя по-прежнему существенно уступает им в объеме выручки. За январь-сентябрь компания увеличила количество магазинов «Матрица» с 36 до 54 (29 из них – в собственности компании), при этом Башкортостан остается основным регионом присутствия – в Уфе и других городах республики действуют 49 магазинов.

...в перспективе – выход на рынки Тольятти, Оренбурга и Перми...

Присутствие Матрицы в других регионах пока выглядит довольно скромно, но в перспективе вполне можно ожидать более активной экспансии. В 2007 году группа открыла 4 магазина в Самаре, планируется открытие еще пяти, включая один гипермаркет. В следующем году Матрица намерена открыть 8 супермаркетов в Тольятти, а также выйти на рынки Оренбурга и Перми. По заявлениям акционеров, Матрице неинтересно приобретать региональные сети, т.к. компания предпочитает покупать недвижимость в собственность.

...но основные инвестиции идут на финансирование девелоперских проектов

Трехлетняя программа развития Матрицы предусматривает открытие в среднем 10 магазинов в год, что обеспечит ежегодный рост выручки на уровне 2-2.5 млрд руб. При этом объем инвестиций, по нашим оценкам, составит в 2008 году около 1.3 млрд руб., не считая инвестиции в девелоперские проекты, которые играют принципиальную роль в бизнесе Матрицы и способны как минимум удвоить общий объем капвложений. Поэтому мы полагаем, что долговая нагрузка компании в среднесрочной перспективе останется высокой.

Мы полагаем, что Матрица превысит собственный ориентир по долговой нагрузке по итогам 2007г.

Ориентир по долговой нагрузке на конец 2007 года, озвученный компанией в середине года – 6х Долг/ЕБИТДА. По нашему мнению, в реальности Матрица превысит этот уровень. Даже собственный расчет компании по итогам 9 месяцев дает цифру 6.8х, и с учетом плана регионального развития мы пока не видим оснований для его снижения.

Долговая политика компании достаточно агрессивна, а долговые инструменты имеют ряд структурных проблем

В целом, мы умеренно-негативно оцениваем кредитный профиль Матрицы, который, на наш взгляд, определяется прежде всего рисками, связанными со структурой финансирования бизнеса:

▪ *Риск рефинансирования*

Во 2м полугодии 2007г. компания планировала разместить 2-й выпуск облигаций на 2 млрд руб. и профинансировать за их счет девелоперские проекты (строительство 3 торговых центров в Уфе). Именно продажа новых торговых центров рассматривались в качестве источника средств для погашения 1-го выпуска осенью 2008 года. Неблагоприятная конъюнктура снижает шансы разместить облигации с приемлемой ставкой, при этом текущее строительство финансируется за счет банковских кредитов под залог объектов недвижимости. Таким образом, кредитный риск Матрицы, на наш взгляд, правильнее оценивать по специфическим рискам девелоперов, а не розничной сети.

▪ *Перераспределение финансовых потоков в пользу юр.лиц - держателей недвижимости*

Мы отмечаем, что ежеквартальная публикация консолидированной управленческой отчетности существенно повысила прозрачность компании. Однако структура холдинга остается сложной. Внутри холдинга средства могут перераспределяться в пользу компаний, которые являются держателями недвижимости или осуществляют финансирование девелоперских проектов. Компании-балансодержатели не включены в кредитную базу облигационного займа, что делает его структуру достаточно слабой. По этой же причине мы не склонны рассматривать наличие собственной недвижимости в качестве существенного комфорта для инвесторов.

Снижение долговой нагрузки возможно только в случае привлечения стратегического инвестора

Мы полагаем, что по мере роста конкуренции в «домашнем» регионе Матрицы компании будут требоваться все более значительные инвестиции. По нашему мнению, долговая политика компании уже сейчас достаточно агрессивна. В перспективе одним из наиболее реальных вариантов финансирования инвестпроектов (и рефинансирования существующих обязательств) является привлечение стратегического инвестора.

По информации в прессе, Матрица уже наняла консультанта по поиску покупателя на допэмиссию в размере 30-40% от капитала. Стоимость группы оценивается примерно в \$300 млн с учетом долга. Продажа доли позволила бы рефинансировать значительную часть долга и, возможно, направить часть средств на покупку мелких региональных игроков.

Не видим оснований для сужения спрэдов

По нашему мнению, в среднесрочной перспективе привлечение сильного инвестора – фактически единственный фактор, который может повлечь переоценку кредитного риска Матрицы и снизить стоимость заимствований. Исходя из собственных показателей Матрицы, мы пока не видим фундаментальных оснований для сужения спрэдов облигаций компании.

По нашему мнению, бумаги Матрицы остаются привлекательными в основном для инвесторов с высоким аппетитом к риску. Мы полагаем, что при размещении нового выпуска в текущей ситуации компании пришлось бы предложить инвесторам значительную премию к купону по дебютному займу (12%), т.е. доходность оказалась бы сравнимой с текущим уровнем доходности первого выпуска.

Рузхиммаш: котировки рассчитывают на Русские Машины

Рузхиммаш раскрыл финансовые результаты по РСБУ за 9М2007. Отчетность отражает высокие темпы роста выручки. В то же время, в 3-м квартале объем долга увеличился на 25%, что на фоне некоторого снижения рентабельности привело к ухудшению показателей долговой нагрузки (Долг/ЕБИТДА 5.1х). На наш взгляд, основным позитивным фактором кредитного профиля компании в среднесрочной перспективе может стать объединение компании с машиностроительным холдингом Русские Машины.

Облигации Рузхиммаша «справедливо» оценены рынком

Мы считаем, что в настоящий момент облигации Рузхиммаша оценены справедливо по отношению Уралвагонзаводу и ТВЗ: спред к выпускам со схожей дюрацией составляет 30-40 б.п. По нашему мнению, котировки уже учитывают возможное объединение с Русскими Машинами, поэтому мы не видим существенного потенциала роста цен облигаций Рузхиммаша.

Ожидаем высокий спрос на продукцию Рузхиммаша в ближайшие 2 года

На сегодняшний день конъюнктура рынка грузовых вагонов определяется значительными потребностями РЖД по обновлению парка, а также расширением бизнеса частных перевозчиков. Принимая во внимание достаточно широкий модельный ряд, мы ожидаем высокий спрос на продукцию Рузхиммаша в течение ближайших 2 лет.

Для удержания позиций на рынке в долгосрочной перспективе требуются значительные вложения, поэтому...

Для удержания рыночных позиций в долгосрочной перспективе компании необходимо создавать вагоны с более высокими технологическими характеристиками. Разработка и налаживание производства новых моделей потребуют привлечения значительных инвестиций. Поэтому мы позитивно оцениваем возможное появление сильного стратегического инвестора, способного обеспечить необходимое финансирование для модернизации предприятия.

...мы позитивно оцениваем возможный приход сильного стратегического инвестора

Напомним, в мае стало известно о планах группы ВКМ и Русских Машин создать на паритетной основе совместное предприятие. По данным прессы, ВКМ внесет в капитал активы группы, доля Русских Машин будет оплачена деньгами. Таким образом, в случае успешного завершения сделки Рузхиммаш получит средства, необходимые предприятию для реализации долгосрочной стратегии развития.

Финансовые результаты Рузхиммаша по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	6 762	312	4.6%	1 656	5.3	2.3
I кв-е 2007	4 550	293	6.4%	1 823	3.1	3.9
9М2007	6 494	342	5.3%	2 305	5.1	3.0

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Сохранение динамичных темпов роста выручки при некотором снижении рентабельности

В течение года Рузхиммаш демонстрирует достаточно сильную динамику выручки: доходы за 9М2007 выросли на 35% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Однако по сравнению с результатом I полугодия, заметно снизилась рентабельность. Рост издержек наблюдается в первую очередь на уровне себестоимости продукции: валовая маржа в III квартале составила всего 3.1% (в I полугодии – 6.7%). Мы полагаем, что основная причина негативной динамики – рост цен на сырье и материалы.

Привлечение долговых средств направлено на увеличение оборотного капитала

Существенное увеличение долга Рузхиммаша (+39% с начала года) связано в первую очередь с финансированием оборотного капитала. Рост производства и ценовая конъюнктура логичным образом ведут к необходимости наращивания запасов материалов и продукции в производстве, их общий объем увеличился на 86% за 9 месяцев 2007 года. В остальном мы отмечаем укрепление баланса Рузхиммаша с начала года: снизились запасы готовой продукции, также компании удалось уменьшить разрыв между дебиторской и кредиторской задолженностью.

Увеличение долговой нагрузки – не повод для пересмотра отношения к кредитному качеству Рузхиммаша

Увеличение долга на фоне снижения рентабельности привело к заметному ухудшению коэффициентов долгового покрытия (Долг/ЕБИТДА 5.1x за 9М2007). Однако мы не склонны в связи с этим пересматривать отношение к кредитному качеству Рузхиммаша, поскольку основная часть привлеченных средств была направлена, по сути, на увеличение объемов производства. Кроме этого, мы ожидаем некоторое замедление темпов разрастания долга в связи с опережающим ростом запасов материалов и продукции в производстве относительно выручки в течение 9 месяцев 2007 года.

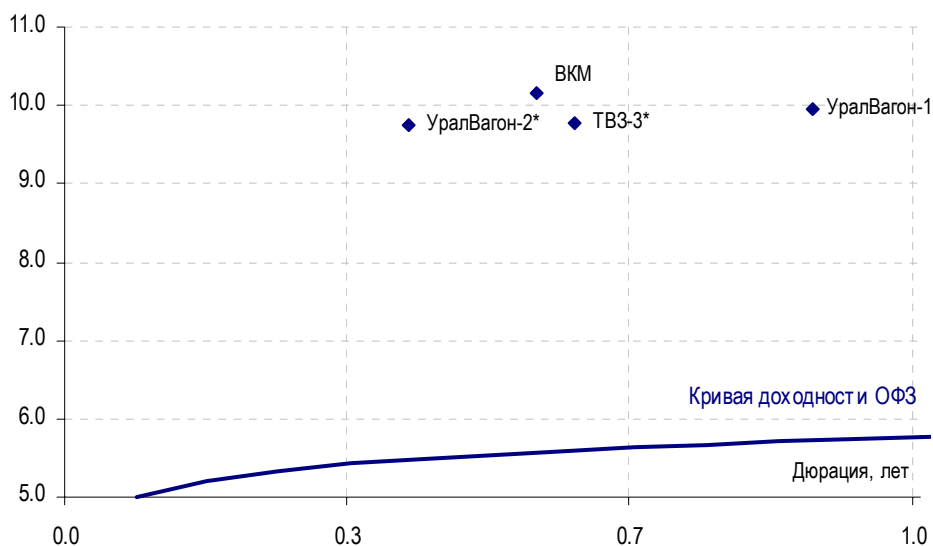
Невысокая финансовая прозрачность группы ВКМ

Основным негативным фактором кредитного качества остается невысокая финансовая прозрачность группы ВКМ. Принимая во внимание значительный объем внутригрупповых операций, отсутствие консолидированных результатов затрудняет анализ финансового состояния компании. Кроме того, Рузхиммаш предоставляет в большом объеме (1.2 млрд руб.) обеспечение по займам других участников группы. Мы рассчитываем на повышение финансовой прозрачности группы после завершения сделки с Русскими Машинами.

Потенциал роста цен на облигации Рузхиммаша ограничен

На сегодняшний день облигации Рузхиммаша торгуются со спрэдом 30-40 б.п. к выпускам Уралвагонзавода и ТВЗ. Принимая во внимание меньшие масштабы бизнеса, облигации Рузхиммаша, по нашему мнению, «справедливо» оценены рынком. В то же время текущие котировки во многом учитывают возможное объединение с Русскими Машинами, поэтому потенциал дальнейшего роста цен ограничен.

Доходность облигаций на 7 ноября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Таттелеком: комментарий к размещению

Таттелеком: 4-й выпуск позиционируется выше 10%

Сегодня состоится размещение 4-го выпуска облигаций ОАО Таттелеком (объем 1.5 млрд руб., оферта через 1 год). На наш взгляд, размещение Таттелеком представляет интерес, прежде всего, как ориентир по уровню доходности, которая может в текущих рыночных условиях привлечь хотя бы ограниченный круг инвесторов.

...может быть интересен инвесторам, готовым держать бумаги до погашения

Мы считаем, что по результатам аукциона доходность вполне может оказаться ближе к нижней границе диапазона, заявленного организаторами (ставка купона 10-11%). Бумаги регионального оператора фиксированной связи фактически представляют собой «квази-субфедеральный» риск, поэтому предложенный ориентир по купону привлекателен с точки зрения соотношения «риск/доходность». Однако мы можем рекомендовать облигации Таттелекома к покупке только *buy-and-hold* инвесторам, готовым держать бумаги до погашения и рассчитывающим на скорое восстановление рынка.

По нашему мнению, спекулятивный потенциал выпуска будет ограничен относительно небольшим объемом выпуска (и соответственно, невысокой ликвидностью). Кроме того, мы считаем, что в ближайшие месяцы среди новых размещений на рублевом рынке будет немало столь же привлекательных по доходности и более ликвидных.

Финансовые результаты ОАО Таттелеком (млн руб.)

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Долг	Долг / ЕБИТДА, раз
2005	3 035	27.0%	914	30.1%	1 054	1.2x
2006	3 817	31.6%	1 469	38.5%	1 430	1.0x
1П2007	2 392	28.3%	1 643	34.3%	1 746	1.1x

Источник: отчетность компании по РСБУ, оценки Райффайзенбанка

По фундаментальным показателям компания выглядит привлекательно

Среди сильных сторон кредитного профиля Таттелекома мы выделяем следующие:

- лидирующие позиции на рынке фиксированной связи Татарстана;
- растущий уровень диверсификации доходов, прежде всего, за счет услуг IP-телефонии и Интернет-доступа;
- сравнительно высокий уровень цифровизации, позволяющий направлять инвестиции на продвижение новых услуг на рынке с высоким потенциалом роста;
- высокая рентабельность и низкая долговая нагрузка.

Компания контролируется инвестхолдингом Правительства Татарстана...

Один из наиболее важных факторов кредитного профиля компании - 87% акций Таттелекома принадлежит ОАО Связьинвестнефтехим, которое фактически является инвестиционной компанией с квази-государственным статусом (100% акций принадлежит Минимущества Татарстана). Соответственно, инвесторы могут рассматривать его бумаги в качестве производной от риска Татарстана, хотя мы не склонны преувеличивать «социальную значимость» компании для республики.

...что, впрочем, не является 100%-й гарантией поддержки

Вследствие небольшого объема бизнеса (годовая выручка в 2.8 раза ниже выручки Дальсвязи), кредитный профиль Таттелекома во многом зависит от сохранения фактически монопольного положения в республике. Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе долговая политика компании может стать более агрессивной по мере роста инвестиционных потребностей, а реализация масштабных планов по развитию новых услуг может потребовать привлечения более крупного стратегического партнера.

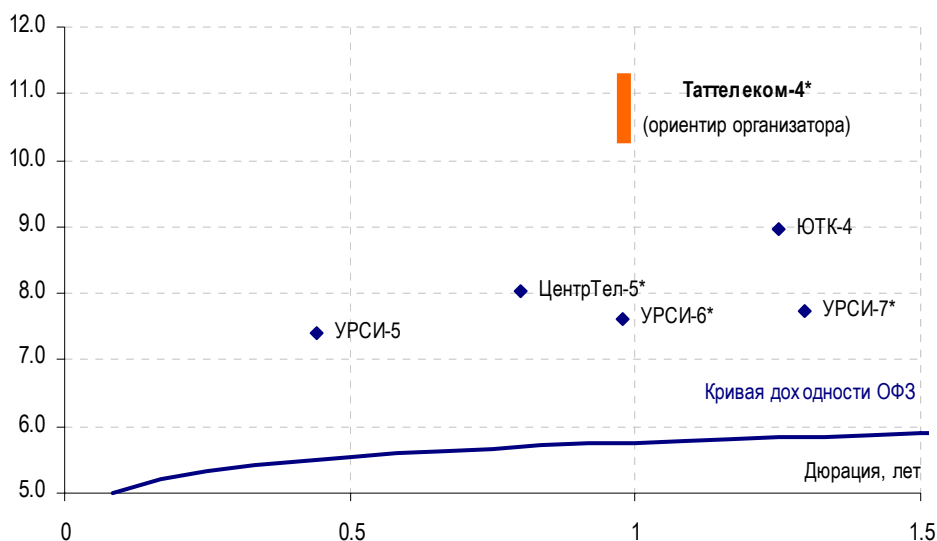
Главный минус – отсутствие кредитных рейтингов

Мы оцениваем финансовую прозрачность компании как достаточно высокую: Таттелеком имеет простую структуру, ежегодно отчитывается по МСФО и раскрывает обычный объем информации как публичная компания. Единственным, но достаточно серьезным минусом является отсутствие кредитных рейтингов. Компания планирует получение рейтингов, однако это вопрос как минимум нескольких месяцев. Рейтинг Связьинвестнефтехима, на наш взгляд, некорректно «транслировать» на долговые инструменты Таттелекома, поскольку структура выпуска не предусматривает поручительства или ковенант по сохранению контроля.

Для держателей облигаций Таттелекома отсутствие рейтинга означает прежде всего отсутствие шансов на скорое включение в Ломбардный список. Кроме того, в отличие от бумаг МРК, облигации Таттелекома вряд ли в обозримом будущем попадут в котировальный список А1.

Таким образом, несмотря на привлекательный ориентир по ставке купона, мы не видим значительного спекулятивного потенциала в бумагах Таттелекома, даже в расчете на потенциальное присвоение кредитных рейтингов. С учетом короткой дюрации выпуск может быть интересен инвесторам, готовых держать бумаги до погашения. Вследствие сравнительно небольшого объема, мы также ожидаем, что ликвидность облигаций Таттелекома будет невысокой.

Доходность облигаций на 7 ноября



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

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.