

# Рублевые корпоративные облигации

12 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- ИжАвто: больше корейских автомобилей » *стр. 2*
- Лебедянский: нейтральные результаты 3кв2007 » *стр. 3*
- Макси-Групп: в ожидании развязки » *стр. 4*

## Индикаторы

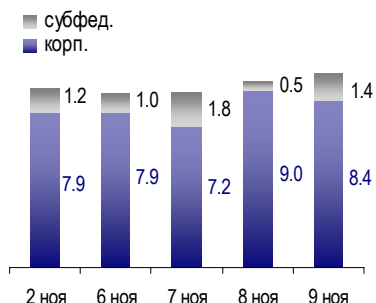
Долларов США за Евро	1.4674	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	24.4312	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 93.37	+ 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.38%	+ 9 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.65%	- 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	146	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	572.3	- 13.8
Остатки на д/с, млрд руб.	121.6	+ 19.8
Сальдо операций с ЦБ	- 142.8	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Московский залоговый банк планирует 2-ой выпуск (1.5 млрд руб., 3 года)

## Объем торгов на ММВБ

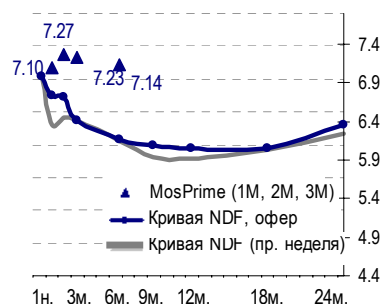


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

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
28 ноя	Уплата налога на прибыль
6 дек	Заседание ЕЦБ по ставкам

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	102.60	+ 124	5.5	7.40%
АИЖК-8	102.45	+ 105	4.6	*7.29%
Газпром-9	102.00	+ 30	5.1	6.95%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-5	98.00	+ 90	2.3	*8.61%
ВолгаТел-3	102.50	+ 87	1.9	7.29%
Транскредит-1	97.20	+ 60	2.3	8.69%

## Лидеры падения

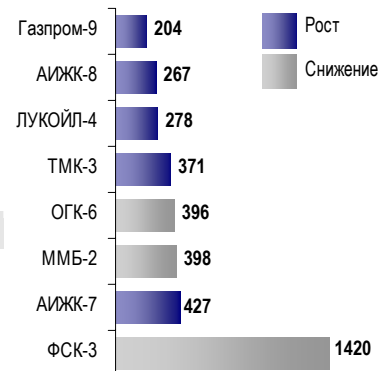
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	100.60	- 35	3.7	*7.62%
Газпром-8	100.80	- 20	3.5	6.88%
Газпром-4	102.91	- 17	2.1	6.92%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Ленэнерго-2	99.25	- 35	3.5	8.94%
РусСтандарт-7	98.55	- 25	0.4	*12.90%
ЦентрТел-4	109.90	- 20	1.6	7.88%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## ИжАвто: больше корейских автомобилей

На прошлой неделе ИжАвто выпустило отчетность по РСБУ за 9 месяцев 2007 г. Несмотря на некоторое отставание от заявленных при размещении планов, компании удалось продемонстрировать заметный рост производства автомобилей. Кредитное качество ИжАвто существенно уступает лидерам сектора автомобилестроения, представленным на долговом рынке – ГАЗу, АвтоВАЗу и Северстали-Авто – в первую очередь из-за сравнительно высокой долговой нагрузки и низкой финансовой прозрачности.

**Увеличение выпуска автомобилей за счет сборки иностранных моделей**

За 9 месяцев 2007 года выпуск автомобилей вырос на 28% к 9М2006 (до 62.7 тыс). При этом произошли значительные изменения в структуре производства: если раньше основу выпуска составляли отечественные марки – Иж и ВАЗ, то сейчас на сборку корейских Kia приходится 62% от общего количества собранных машин. Также в текущем году была налажена сборка двух новых моделей Kia, которые внесли ощутимый вклад в рост производства.

**Ожидаем дальнейшего снижения объемов производства марок Иж и ВАЗ**

В соответствии с нашими ожиданиями сократилось производство отечественных марок на ИжАвто – примерно на 20% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Мы полагаем, что в дальнейшем объемы выпуска российских автомобилей продолжат снижаться. С 2008 года вступит в силу запрет на производство машин, не удовлетворяющих экологическому стандарту Евро-3. Это приведет к повышению цен на автомобили ИЖ и ВАЗ и, как следствие, ослаблению их конкурентных преимуществ по отношению к недорогим иномаркам.

**ИжАвто пока отстает от планов по выпуску автомобилей на 2007 год**

Судя по динамике сборки автомобилей за 9 месяцев, ИжАвто пока отстает от собственного годового плана, заявленного при размещении облигаций. По нашему мнению, некоторое отставание от запланированных темпов роста не несет существенной угрозы для финансового профиля компании. Однако мы склонны консервативно оценивать потенциал предприятия по наращиванию объемов производства в среднесрочной перспективе.

**Потенциал расширения производства в среднесрочной перспективе ограничен**

В условиях растущей конкуренции на внутреннем автомобильном рынке позиции ИжАвто будут во многом определяться возможностями по обновлению и расширению модельного ряда. По мере строительства собственных мощностей иностранными автопроизводителями в России, ИжАвто может столкнуться с более жесткой ценовой конкуренцией, поскольку эти же компании определяют стоимость комплектов для российских сборщиков. Так, корейский автопроизводитель Hyundai, входящий в один альянс с Kia, озвучил планы по созданию в России собственного сборочного производства на 100 тыс машин в год.

### Финансовые результаты ИжАвто по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	18 144	1 427	7.9%	6 891	4.8	3.8
1 п/г-е 2007	10 412	611	5.9%	10 616	8.7	1.7
9М2007	16 557	986	6.0%	9 977	7.6	1.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка.

**В дальнейшем выручка будет расти быстрее относительно объемов выпуска автомобилей**

По итогам 9 месяцев 2007 года наблюдается некоторое отставание выручки (+22% к 9М2006) от темпов роста производства автомобилей. Это связано в первую очередь со значительным сокращением выпуска машинокомплектов ВАЗ. Объем их производства, по нашим оценкам, снизился более чем в 3 раза (до 168 млн руб. в денежном выражении). Учитывая также изменение структуры выпуска в сторону более дорогих более моделей, мы ожидаем, что в дальнейшем выручка будет расти быстрее относительно физических объемов производства автомобилей.

*Отсутствие консолидированных данных затрудняет оценку рентабельности производства*

Рентабельность ИжАвто практически не изменилась по сравнению с I полугодием и составила 6.0% на уровне EBITDA. Крупные российские компании – ГАЗ и Северсталь-авто существенно опережают ИжАвто по этому показателю (на 6-7 п.п.), что отчасти связано с наличием в структуре их бизнеса высокорентабельного производства двигателей. В то же время отсутствие консолидированной отчетности ИжАвто затрудняет анализ операционной эффективности компании. Поэтому в данном случае мы вынуждены ориентироваться на диапазон в 5-6% по марже EBITDA, представленный компанией при размещении облигационного займа.

*Оцениваем долговую нагрузку без учета денежных средств на балансе ИжАвто*

В текущем году на балансе ИжАвто сохранялся значительный объем денежных средств, по состоянию на конец III квартала – 2.4 млрд руб. Такая ситуация является необычной для компаний промышленного сектора, поскольку предполагает привлечение избыточного долга для финансирования оборотного капитала. Причины недостаточно эффективной структуры баланса нам до конца не ясны, поэтому для оценки долговой нагрузки мы предпочитаем использовать объем долга без учета денежных средств.

*Долговая нагрузка будет зависеть в основном от динамики операционной прибыли*

В III квартале объем долга ИжАвто несколько снизился (на 6%), однако долговая нагрузка Долг/EBITDA остается на достаточно высоком уровне – 7.6x по итогам 9M2007. Инвестиционная программа ИжАвто характеризуется достаточно скромными масштабами – \$50 млн на ближайшие 5 лет. В связи с этим мы не ожидаем существенного увеличения долга в краткосрочной перспективе, при этом долговая нагрузка будет определяться в первую очередь динамикой операционной прибыли.

Основным негативным фактором кредитного качества ИжАвто, по нашему мнению, является невысокая финансовая прозрачность группы СОК и риски перераспределения прибыли в пользу других участников группы. С точки зрения прозрачности ИжАвто уступает другим компаниям автомобилестроительного сегмента, представленным на долговом рынке.

*Не видим потенциала для сужения спреда облигаций ИжАвто*

Вторичные торги по облигациям ИжАвто начались в августе 2007 года, в неблагоприятный период для рублевых бумаг. С этого момента доходность выпуска выросла с 10.0% примерно до 12.3% (дюрация 1 год). Текущий спред облигаций ИжАвто (около 650 б.п. к ОФЗ), на наш взгляд, адекватен кредитным характеристикам компании, и мы пока не видим существенного потенциала для его сужения. Мы полагаем, что публикация финансовых результатов по РСБУ за 9 месяцев не окажет существенного влияния на котировки.

### **Лебедянский: нейтральные результаты 3кв2007**

*Результаты 9M2007 нейтральны для оценки кредитного риска Лебедянского*

Лебедянский опубликовал результаты за 3й квартал 2007г. по МСФО. Мы нейтрально оцениваем динамику финансовых показателей компании, поскольку опубликованные данные не содержат каких-либо сюрпризов. По сравнению с 9M2006, Лебедянский увеличил выручку на 35%, сохранил очень высокую валовую рентабельность (42%), при этом из-за опережающего роста коммерческих и бытовых расходов снизилась рентабельность на уровне EBITDA – с 21.2% до 17.9%. Кредитный профиль Лебедянского остается очень сильным. Публикация очередного квартального отчета, на наш взгляд, не окажет влияния на котировки облигаций компании.

*Сегменты детского питания и минеральной воды демонстрируют позитивную динамику*

По итогам 2007 года компания планирует увеличить физические объемы продаж на 22% (результат 9 месяцев – плюс 25%). В текущем году менеджмент Лебедянского сфокусировался на быстрорастущих сегментах детского питания и минеральной воды. Компании удалось добиться хороших результатов в этих сегментах - прежде всего, с точки зрения объемов реализации. Доля «несоковых» подразделений в совокупных продажах увеличилась с 13.5% до 14.7%, но, в то же время, компания несколько снизила темпы роста в ключевом бизнес-сегменте.

**Результаты сокового направления также вполне удовлетворительны, хотя Лебедянский уступил около 1% рынка конкурентам**

В 3-м квартале доля Лебедянского на соковом рынке снизилась на 1.5 п.п. до 30.7% в денежном выражении, что связано главным образом с усилением конкуренции в регионах. Тем не менее, компания заявила о намерении оптимизировать маркетинговую политику и обновить рекламную стратегию. Эти меры должны дать результат в 1-м квартале 2008 г. В последние 3 месяца 2007 г. Лебедянский планирует сохранить долю на рынке соков, а в следующем году – увеличить за счет роста продаж примерно на 1% быстрее рынка.

**Снижение рентабельности связано с затратами на развитие сети продаж**

Рентабельность на уровне EBITDA постепенно снижается на фоне роста сбытовых расходов (прежде всего, транспортных). По нашему мнению, пока нет оснований говорить о снижении эффективности Лебедянского как устойчивой тенденции. По мере развития региональной дистрибуции рост выручки должен компенсировать некоторое ухудшение показателей рентабельности, а завершение строительства завода в Новосибирске в следующем году позволит оптимизировать расходы на логистику. Мы полагаем, что собственный прогноз Лебедянского по марже EBITDA на конец 2007 года - 18.5-19.0% - вполне реалистичен.

#### Финансовые результаты Лебедянского по МСФО (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Долг	Долг / EBITDA, раз	Кап.затраты
9М2006	519.8	110.3	21.2%	89.5	0.6x	50.4
2006	709.8	138.9	19.6%	152.7	1.1x	75.1
9М2007	699.9	125.5	17.9%	212.0	1.3x	81.0

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Важный фактор кредитного профиля – ожидаемая сделка с PepsiCo**

Несмотря на заметный рост капитальных затрат в 2007 году, долговая нагрузка компании находится на консервативном уровне 1.3x Долг/EBITDA. Незначительный рост долговой нагрузки во 2-м полугодии был прогнозируемым. В среднесрочной перспективе мы не видим причин для серьезного увеличения долга. Судя по сообщениям в прессе, компания продолжает переговоры о возможной продаже сокового бизнеса концерну PepsiCo. Мы не исключаем, что предпродажная подготовка (если она действительно ведется) может потребовать реструктуризации сокового направления, однако мы не ожидаем негативных последствий для инвесторов.

Потенциальный интерес со стороны крупных западных игроков уже учтен в котировках бумаг Лебедянского. В целом, кредитный профиль компании остается одним из сильнейших в пищевом сегменте. Мы полагаем, что реакция долгового рынка на опубликованные результаты будет нейтральной.

#### Макси-Групп: в ожидании развязки

**У Макси-Групп может появиться сильный стратегический инвестор**

В пятницу представитель Макси-Групп заявил Интерфаксу о подписании соглашения, по которому предприниматель Алишер Усманов получит 50%-ю долю в капитале Макси-Групп. Структура сделки не раскрывается, однако, по информации источника Reuters, «необходимые юридические документы для завершения сделки будут подписаны в ближайшие дни».

**Продажа 50% доли в компании может снять наиболее острые вопросы с рефинансированием...**

На наш взгляд, возможная продажа крупного пакета акций является логичным вариантом для Макси-Групп, столкнувшейся с необходимостью вынужденной остановки производства на некоторых предприятиях из-за кризиса рефинансирования. Вместе с тем, до получения деталей о структуре и сумме сделки, крайне сложно судить о перспективах восстановления кредитоспособности группы.

*...однако до раскрытия деталей о структуре сделки говорить о снижении кредитного риска Макси-Групп преждевременно*

Продажа части бизнеса стратегическому инвестору – не худший вариант для держателей необеспеченного долга. По крайней мере, этот сценарий позволяет надеяться на погашение/выкуп бумаг за счет средств нового инвестора. В то же время, мы считаем, что говорить о снижении кредитного риска Макси-Групп преждевременно, т.к. по-прежнему нельзя исключать возможность продажи отдельных операционных активов группы.

Мы напоминаем, что держатели облигаций компании находятся в худшем положении по сравнению с обеспеченными кредиторами. Иными словами, структура сделки сможет подразумевать некий «выход» для банков-кредиторов отдельных предприятий, но держатели необеспеченных бумаг Макси-Групп по-прежнему принимают на себя все риски, связанные с возможной реструктуризацией долга компании.

В сентябре компания выкупила по оферте более 80% от объема дебютного облигационного займа. Выкупленные бумаги, скорее всего, не были возвращены на рынок, поэтому потенциально в обращении могли остаться бумаги на сумму не более 500 млн руб. Дата следующей оферты – 13 марта 2008 г.

Доходность облигаций Макси-Групп по котировкам закрытия 9 ноября составляла около 19.37% (дюрация 0.34). В текущей ситуации сложно говорить о каком-либо «справедливом» уровне доходности бумаг компании. На наш взгляд, облигации Макси-Групп могут быть привлекательны для покупки только для инвесторов с очень высоким аппетитом к риску.

## 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	npatrahin@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.