

# Рублевые корпоративные облигации

18 февраля 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

- Севкабель: растущий бизнес с растущим долгом » стр.2

НОВОСТИ: Рейтинг УРСИ может быть понижен из-за проблем с конкурсом » стр.4

## Индикаторы

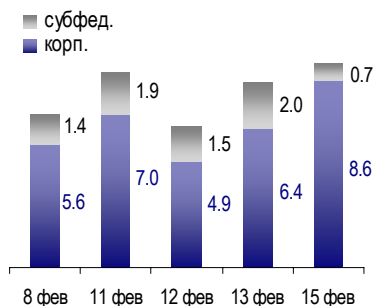
Долларов США за Евро	1.4677	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	24.5861	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 95.53	+ 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.91%	- 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.48%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	180	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	504.6	- 30.6
Остатки на д/с, млрд руб.	128.1	- 6.1
Сальдо операций с ЦБ	- 16.9	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Трансконтейнер планирует в начале марта разместить 1-й выпуск на 3 млрд руб.

## Объем торгов на ММВБ

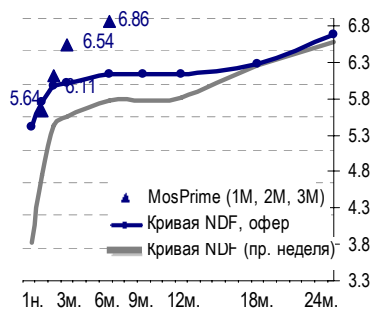


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

20 фев	Аукцион ОФЗ 26200 (10 млрд руб) и ОФЗ 46020 (15 млрд руб)
20 фев	Размещение НОМОС-8 (3 млрд руб, оферта через 1 год)
20 фев	Размещение Банк Союз-4 (3 млрд руб., оферта через 1 год)
21 фев	Размещение Банк Возрождение (5 млрд руб., погашение через 3 года)
26 фев	Уплата НДС
28 фев	Уплата налога на прибыль
29 фев	Аукцион Москва-45 (5 млрд руб, погашение в 2012 году)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-5	98.52	+ 78	3.6	8.00%
АИЖК-10	98.60	+ 60	5.9	8.54%
АИЖК-8	96.60	+ 10	4.4	*8.70%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-5	100.77	+ 1 250	1.4	*8.42%
ТГК-10	99.90	+ 187	1.3	*7.82%
Ленэнерго-3	95.45	+ 175	3.5	9.57%

## Лидеры падения

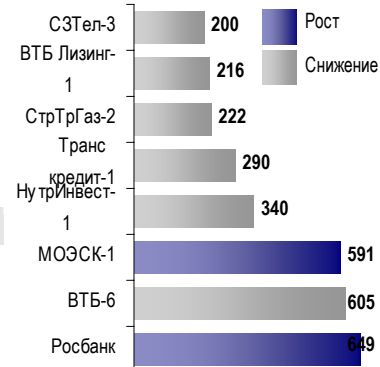
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-6	98.00	- 165	2.0	*8.75%
АИЖК-9	95.95	- 95	5.2	8.54%
Газпром-8	99.11	- 64	3.2	7.41%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВБД-2	100.50	- 125	2.5	8.98%
УЭМ-1	97.50	- 100	1.8	*9.85%
ВолгаТел-2	99.71	- 63	0.8	*8.73%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## «ОТ 12 И СТАРШЕ»

### Севкабель: растущий бизнес с растущим долгом

**Консолидированная  
выручка группы  
Севкабель за 9 месяцев  
2007 г. – 7.4 млрд руб.**

Группа Севкабель представила неаудированную консолидированную отчетность по РСБУ за 9 месяцев 2007 года. Управленческая отчетность дает возможность получить более четкое представление о результатах холдинга по сравнению с квартальными отчетами ОАО «Севкабель» - поручителя по облигационным займам, на долю которого приходится чуть больше половины от совокупной выручки группы.

В то же время, консолидированная отчетность подтверждает, что основным риском кредитного профиля Севкабеля является высокая долговая нагрузка. Учитывая, что в 2008 году компании предстоит частично рефинансировать оба выпуска облигаций, а также значительный объем банковских кредитов, мы не считаем необеспеченные обязательства Севкабеля привлекательными для покупки с целью «держать до оферты/погашения».

Консолидированные результаты подтверждают наши предположения о размерах бизнеса Севкабеля – выручка за 9 месяцев 2007 г. составила 7.4 млрд руб. Мы полагаем, что 63%-й рост выручки группы по сравнению с аналогичным периодом 2006 года обусловлен, прежде всего, с ростом отпускных цен вслед за ценами на медную и алюминиевую катанку, суммарная доля которой в сырьевой базе Севкабеля составляет более 60%.

**Рентабельность  
остается сравнительно  
невысокой из-за  
постоянного роста цен  
на медь и алюминий**

Рост цен на основные металлы оказывает давление на рентабельность отрасли – по нашим оценкам, в среднем маржа EBITDA российских производителей кабелей находится на уровне 10-15%. Судя по управленческим данным, показатели Севкабеля попадают в тот же диапазон. Наша оценка EBITDA группы за 9 месяцев 2007 г. – 883 млн руб, рентабельность на уровне прибыли от продаж – 9.4%, рентабельность EBITDA – 11.9%.

#### Финансовые результаты Севкабель-Холдинга (млн руб.)

Период	Выручка	Валовая прибыль	Валовая рентабельность	EBIT*	Рентабельность по EBIT	Валовый долг	Долг / EBIT, раз
9M2006	4 539	555	12.2%	392	8.6%	5 790**	11.1x**
9M2007	7 414	983	13.3%	698	9.4%	7 708	8.3x

\* - соответствует прибыли от продаж РСБУ \*\* - долг по состоянию на конец 2006 года

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Причины высокой  
долговой нагрузки –  
финансирование  
оборотного капитала и  
сделки M&A**

Еще одним важным аспектом, который также может быть связан с ростом отпускных цен, мы считаем разрастание оборотного капитала. По данным управленческой отчетности, разница только между дебиторской и кредиторской задолженностью составила на конец 3-го квартала 1.8 млрд руб., а с учетом запасов готовой продукции достигает 2.7 млрд руб., рост с начала 2007 года – около 800 млн руб

**Наша оценка долговой  
нагрузки Севкабеля по  
итогам 9мес2007 –  
6.5x Долг/EBITDA,  
6.0x Чистый  
долг/EBITDA**

Фондирование оборотного капитала – одна из причин постоянного роста финансового долга – за 9 месяцев 2007 года чистый долг компании увеличился на 1.1 млрд руб. Вторая причина высокой долговой нагрузки – возросшая M&A-активность Севкабеля. Мы полагаем, что значительная часть средств от облигационных займов была направлена на финансирование инвестиций группы, в частности, сделки по приобретению ОАО «Донбасскабель». По состоянию на конец 3-го квартала 2007 г. мы оцениваем долговую нагрузку Севкабеля в 6.5x Долг/EBITDA. С учетом большого объема денежных средств на балансе группы (714 млн руб.), показатель долговой нагрузки по чистому долгу – около 6.0x.

**Возможное  
приобретение  
Саранскабеля позволит  
увеличить долю рынка  
кабельной продукции...**

Мы полагаем, что высокая долговая нагрузка Севкабеля сохранится в 2008 году и может даже увеличиться в случае дальнейших поглощений менее крупных игроков. В конце 2007 года как о завершенной сделке было объявлено о приобретении 40%-го пакета акций ОАО «Саранскабель» и его дочерней компании ЗАО «Цветлит». Мордовское предприятие является лидером российского рынка по выпуску кабелей связи, а по объему переработки

*...однако может привести к дальнейшему росту долговой нагрузки*

меди входит в пятерку крупнейших кабельщиков. Сумма и структура сделки не раскрываются, при этом акции приобретены двумя «дружественными» компаниями, формально не связанными с Севкабелем. Пока не известны финансовые детали сделки, трудно оценить ее возможное влияние на кредитный профиль Севкабеля. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе долговая нагрузка группы как минимум не снизится.

Мы также обращаем внимание на относительно слабую структуру облигационных займов, подразумевающую поручительства только от двух операционных компаний, на которые приходится менее 50% от консолидированной прибыли от продаж (и менее 50% от консолидированного долга). Потенциальное влияние новых сделок M&A на кредитную базу выпусков – скорее негативное.

*Позитивный момент: в прошлом году Севкабель погасил 1-й выпуск и успешно исполнил оферты по второму*

В качестве позитивного момента мы отмечаем, что Севкабель уже имеет опыт прохождения оферт и погашения облигаций. В результате нескольких оферт в июне-сентябре 2007 года компания практически полностью выкупила второй выпуск объемом 1 млрд руб. В октябре Севкабель также погасил 1-й выпуск на 500 млн руб. Таким образом, потенциальный интерес для инвесторов представляет только 3-й выпуск объемом 1.5 млрд руб., по которому предусмотрена 1.5-годовая оферта в октябре 2008 года (дюрация 0.6 года).

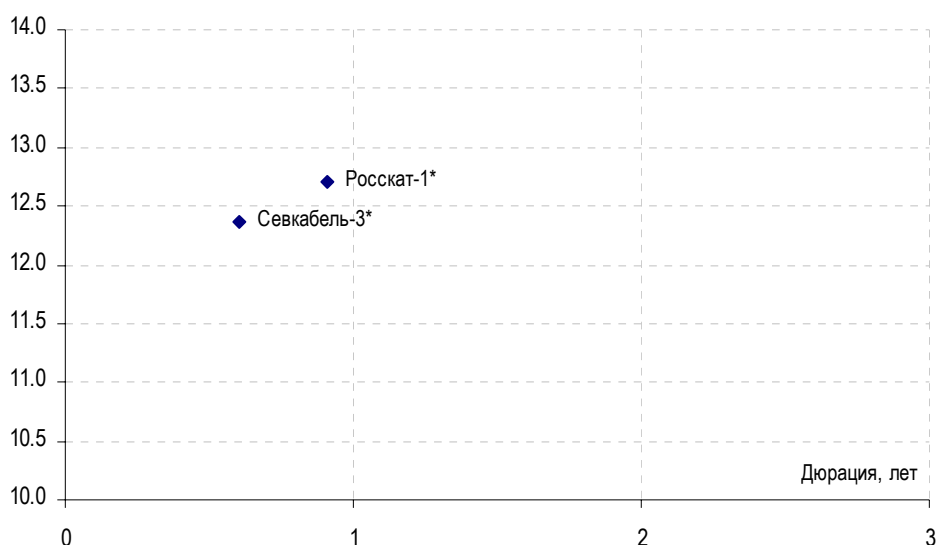
*В 2008 году Севкабелю предстоит рефинансировать 3-й выпуск облигаций и часть текущего банковского долга*

С нашей точки зрения, рефинансирование с помощью банковских кредитов является наиболее вероятным источником средств для погашения долговых обязательств компании при текущем уровне долговой нагрузки. Исходя из оптимистичного предположения, что кредиты обходятся Севкабелю в среднем в 10% годовых, стоимость обслуживания долга составит не менее 65% от EBITDA компании за 2007 год. Поэтому собственный операционный денежный поток компании явно не покрывает ее инвестиционных потребностей.

*Необеспеченный кредитный риск, на наш взгляд, не выглядит привлекательным для buy-and-hold инвесторов*

В середине прошлого года Севкабель объявил о планируемом размещении 4-го выпуска облигаций на 2 млрд руб., однако в текущей рыночной конъюнктуре компании пришлось бы предложить рынку премию даже к доходности 3-го выпуска, которая сейчас находится на уровне 12.5% YTP. Учитывая существенный риск рефинансирования, слабую структуру обеспечения, а также возможность размещения нового займа в 2008 году, мы считаем выпуск Севкабель-3 непривлекательным в рамках стратегии «купить и держать до оферты».

### Доходность облигаций на 15 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## НОВОСТИ КОМПАНИЙ

---

### Рейтинг УРСИ может быть понижен из-за проблем с конкурсом

В пятницу агентство S&P поместило рейтинг Уралсвязьинформа (УРСИ, BB-) в список на пересмотр в сторону понижения. Судя по пресс-релизу, S&P ожидает от компании подтверждения способности рефинансировать выпуск облигаций объемом 2 млрд руб. в апреле 2008 года. Рейтинг может быть понижен, если УРСИ «окажется неспособной привлечь новое финансирование перед или сразу после погашения выпуска облигаций».

На наш взгляд, решение S&P показывает, прежде всего, насколько в текущей ситуации рейтинговые агентства чувствительны к любым потенциальным проблемам с привлечением финансирования. В случае УРСИ речь, по всей видимости, идет о признании несостоявшимся конкурса на право открытия кредитных линий на сумму 1.5 млрд руб. (три 3-летних линии на 600, 500 и 400 млн руб., максимальная процентная ставка MosPrime+4%). Компания вынуждена проводить такие конкурсы в соответствии с антимонопольным законодательством.

По сообщению УРСИ, конкурс был признан несостоявшимся из-за отсутствия заявок, что S&P, вероятно, расценило как неспособность компании привлечь банковские кредиты по приемлемой ставке. Мы полагаем, что неудача конкурса может быть в большей степени связана с техническими особенностями его проведения, чем с требуемым уровнем процентной ставки по кредитам. В то же время, тот факт, что максимальная ставка MosPrime+4% не обеспечила достаточный интерес со стороны банков, весьма показателен. По нашему мнению, это может означать, что в текущих условиях эта доходность не соответствует структурным особенностям сделки и не компенсирует издержки, связанные с конкурсной процедурой.

Мы не ожидаем проблем с рефинансированием облигационного выпуска в апреле, поскольку его объем покрывается существующими кредитными линиями (что подтверждается и в сообщении S&P). Не исключено, что в ближайшие месяцы УРСИ удастся разместить и новый выпуск объемом 2 млрд руб., который уже зарегистрирован. Однако при определении доходности и ставки купона нового выпуска рынок, вероятнее всего, «вспомнит» о неудачном исходе конкурса.

В худшем случае компании придется привлечь банковские кредиты по более высоким ставкам, однако в целом структура долга УРСИ по срокам погашения выглядит достаточно сбалансированной, а долговая нагрузка – приемлемой (2x Долг/ЕБИТДА по итогам 1 пол2007). Поэтому мы не считаем сообщение о неудачном проведении конкурса среди банков достаточным основанием для изменения отношения к кредитному качеству компании.

---

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
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
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

### **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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.