

# Рублевые корпоративные облигации

21 мая 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Кокс: M&A без ущерба для кредитного качества » стр. 2

## Индикаторы

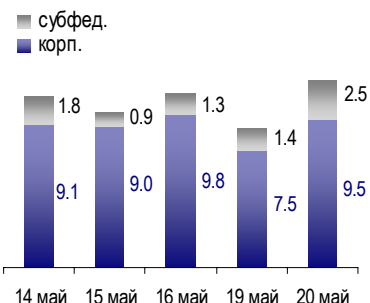
Долларов США за Евро	1.5654	+ 0.9 %
Рублей за доллар США	23.7273	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 125.65	+ 2.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.24%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	151	+ 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	655.2	+ 11.8
Остатки на д/с, млрд руб.	175.7	+ 24.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 19.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- 27 мая состоится размещение Севкабель-4 (2 млрд руб., годовая оферта)
- 4 июня состоится размещение Татфондбанк-4 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)

## Объем торгов на ММВБ

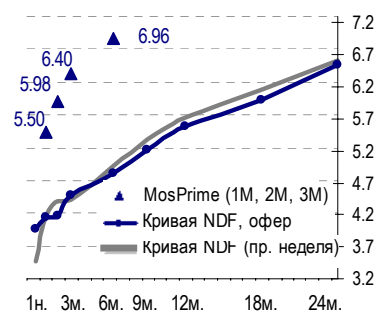


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

21 мая	Размещение ВКМ-Лизинг-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
22 мая	Размещение НС-финанс-1 (2 млрд руб., годовая оферта) Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)
23 мая	Размещение Корпорация железобетон-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
26 мая	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
27 мая	Размещение Северо-Западный Телеком-5 (3 млрд руб., оферта через 2 года)
28 мая	Уплата налога на прибыль

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	100.25	+ 35	3.1	7.03%
ГидроОГК-1	99.90	+ 30	2.7	8.30%
ЛУКОЙЛ-4	100.30	+ 30	4.5	7.47%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	99.00	+ 50	1.2	9.54%
Детский Мир	90.70	+ 40	5.1	10.67%
ЮТК-3	99.60	+ 40	1.3	8.81%

## Лидеры падения

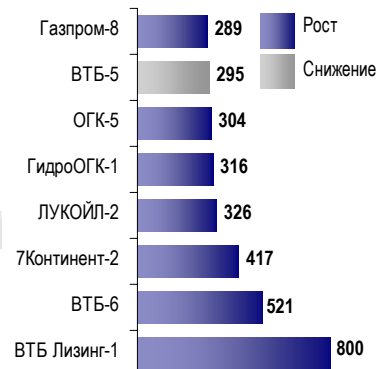
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	93.45	- 22	5.1	9.13%
АИЖК-7	94.55	- 20	5.1	9.09%
Газпром-6	100.30	- 20	1.2	6.79%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-1	98.55	- 80	1.1	10.56%
АК БАРС-2	99.55	- 20	0.7	8.86%
УралсибЛК-1	101.00	- 20	1.0	*10.87%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Кокс: M&A без ущерба для кредитного качества

**Кокс опубликовал консолидированную отчетность за 2007 год: динамика ключевых показателей оставляет хорошее впечатление**

Вчера Группа Кокс опубликовала отчетность по МСФО за 2007 год. Мы оцениваем результаты как очень позитивные, хотя они и не вполне точно отражают реальную картину бизнеса из-за особенностей консолидации приобретенных компаний. С кредитной точки зрения Кокс выглядит сильнее других российских металлургических компаний 2-го эшелона, прежде всего, за счет высокой рентабельности ключевых направлений и умеренной долговой нагрузки.

На наш взгляд, публикация хороших результатов может дать импульс к росту котировок бумаг Кокса на волне общей активизации покупок во 2-м эшелоне. Вероятнее всего, сужение спрэдов будет носить умеренный характер, учитывая, что у компании нет кредитных рейтингов, и ее бумаги не входят в котировальный список A1. Тем не менее, *мы оцениваем потенциал роста цены обоих выпусков Кокса в 30-60 б.п. и рекомендуем их к покупке с целевыми уровнями 99-60%-99.65% для выпуска Кокс-1 и 98.50%-98.70% - для Кокс-2.*

#### Финансовые результаты группы Кокс по МСФО (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый Долг*	Долг/ЕБИТДА, Раз	ЕБИТДА / Проценты, раз	Инвестиции**
2006 <i>pro-forma</i>	25.7	7.3	29%	11.8	1.6x	8.5x	-
2006 <i>reclassified</i>	15.9	5.0	31.4%	11.8	2.4x	7.5x	12.5
2007	46.4	15.5	33.4%	29.2	1.9x	8.8x	11.8

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка \* без учета товарного кредита \*\* с учетом M&A

**В 2007 году группа вновь приобретала и продавала профильные активы, стремясь выстроить эффективный интегрированный холдинг**

Кокс – вертикально-интегрированная группа, объединяющая активы полного металлургического цикла от добычи угля и металлических руд до производства стали и продукции из цветных металлов. Группа отличается очень высокой активностью на рынке слияний и поглощений:

- в 2006 году Кокс консолидировал контрольные пакеты двух никелевых заводов (Уфалейникель и Режникель) и приобрел производителя железорудного концентрата (Комбинат КМАРуда);
- в 2007 году группа приобрела контрольный пакет акций Словенской стальной группы (SIJ) - крупного европейского производителя спецсталей, консолидировала 63% акций производителя чугуна Тулачермет, а также продала 79% акций предприятия «Ванадий-Тула».

**Важнейшая сделка года – получение контроля над словенской SIJ**

M&A-стратегия Кокса направлена на повышение степени вертикальной интеграции и снижение зависимости от цен на отдельные виды продукции. Если два года назад основным видом продукции группы был металлургический кокс, то теперь предприятия Кокса производят гораздо более широкий спектр. Последние приобретения позволили завершить формирование полной производственной цепочки в черной металлургии и значительно увеличить экспортную составляющую.

**Выручка вновь приобретенных компаний учитывается с момента завершения сделки**

Отчетность группы включает операционные показатели вновь приобретенных компаний с момента приобретения, что приводит к занижению годовой выручки. Это несколько усложняет оценку кредитных характеристик Кокса, так как группа не опубликовала проформу отчетности за 2007 год. И все же отчетность позволяет сделать ряд выводов о влиянии приобретений на ее консолидированные показатели.

- Наибольший вклад в рост выручки Кокса внесла SIJ, результаты которой консолидируются с апреля 2007 года: выручка от производства стальной продукции составила 14.7 млрд руб. (27% от доходов группы), при этом стальной сегмент уступил в объемах продаж только угольному, а доля экспорта в выручке возросла с 20% до 52%.

*Поглощения заметно увеличили выручку, при этом показатели рентабельности и долговой нагрузки не пострадали*

- По нашим оценкам, консолидация результатов SIJ и Тулачермета с начала года увеличила бы выручку группы на 28 млрд руб. (примерно до 75 млрд руб.), в то время как «деконсолидация» проданного в декабре ванадиевого производства повлияла бы на результаты Кокса незначительно (ванадиевый сегмент был фактически убыточным для компании в прошлом году).
- Высокая рентабельность Кокса (маржа EBITDA 33%) связана в первую очередь с исключительно высокими ценами на металлы, при этом самым эффективным ожидаемо оказался никелевый сегмент (маржа около 35%, доля в выручке – 24%).
- Долговая нагрузка увеличилась по сравнению с проформой 2006 года с 1.6x до 1.9x (без учета товарного кредита, который мы не относим к финансовому долгу), что вполне соответствует прогнозам, озвученным при размещении 2-го выпуска облигаций.

*В дальнейшем рост долговой нагрузки возможен только в случае новых крупных приобретений...*

Мы полагаем, что последние два года стали пиковыми с точки зрения M&A-активности группы, и в дальнейшем Кокс сконцентрируется на интеграции приобретенных предприятий. Хотя затраты на модернизацию только словенских активов составят не менее \$100 млн., суммарные инвестиционные потребности группы будут значительно ниже чем в 2007 году, когда Кокс потратил на капвложения и M&A около 11.8 млрд руб. Мы отмечаем, что несмотря на значительные инвестиции, группе удалось сохранить умеренную долговую нагрузку и не ожидаем ее существенного роста в среднесрочной перспективе.

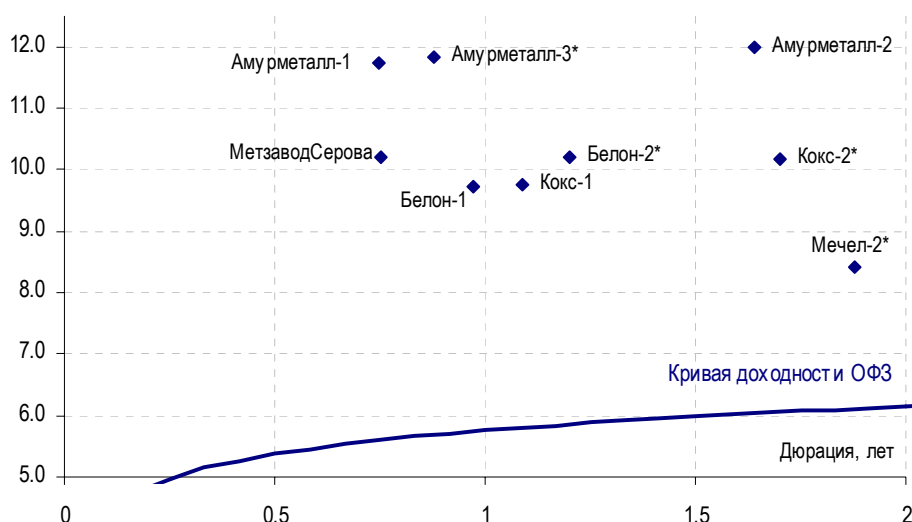
*...при этом не исключена возможность проведения IPO*

В начале мая в СМИ появилась информация о возможном проведении IPO группы Кокс. Источники агентства Reuters обозначили примерный объем средств, который Кокс планирует привлечь на развитие бизнеса путем размещения акций - \$450-600 млн. Даже если информация об IPO не получит подтверждения, у группы, по нашему мнению, не возникнет проблем с рефинансированием. В целом структура долга группы выглядит достаточно сбалансированной: дюрация облигационных выпусков Кокса на общую сумму 8 млрд руб. превышает 1 год, а краткосрочный долг (10.8 млрд руб.), вероятнее всего, будет рефинансирован за счет банковских кредитов.

*Наша рекомендация по бумагам Кокса – «покупать»*

Мы считаем кредитный профиль Кокса более сильным по сравнению с другими средними металлургическими компаниями (Амурметалл, Белон, Метзавод Серова). Опубликование позитивной отчетности и общая волна покупок во 2-м эшелоне, на наш взгляд, делают бумаги Кокса привлекательными для покупки. Мы ожидаем роста цены облигаций Кокс-1 (дюрация 1.1 года) до 99.60-99.65%, Кокс-2 (дюрация 1.7) – до 98.50-98.70%.

### Доходность облигаций на 20 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## 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
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

### 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 9978

#### **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
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.