

## КОНЪЮНКТУРА

На внешнем рынке доходность UST-10 на прошедшей неделе продолжила колебания в рамках прогнозируемого диапазона 5.10–5.30% годовых, опускаясь до 5.08% годовых и корректируясь до 5.20% годовых, а в итоге закрывшись на уровне 5.13%. Основой движения были, с одной стороны, коррекция после значительного снижения котировок, с другой – неплохие данные по экономике Штатов.

На текущей неделе состоится очередное заседание ФРС. Существенных изменений на долговом рынке по его итогам не ожидаем: учетная ставка останется на текущем уровне, а последующие комментарии членов комиссии вряд ли будут отличаться от обычных. Скорее всего, установившийся диапазон движения UST в ближайшее время сохранится. На краткосрочные колебания может оказать влияние достаточно плотный поток макростатистики из США.

Спрэд RUS-30 vs. UST-10 к концу недели расширился до 100 б.п., но в принципе держится в своих привычных границах — 90–100 б.п.: российские бумаги в целом повторяют динамику американских облигаций.

Рублевый рынок на время стабилизации западного сегмента остается достаточно сильным — инвесторы продолжают демонстрировать хороший спрос при первичных размещениях, немного поостыв на вторичных торгах.

Окончание месяца и запланированные налоговые выплаты способны оказать негативное влияние на ставки по МБК, однако, скорее всего, непродолжительное: общий объем денежной ликвидности остается очень высоким. Считаем, что спрос как на первичном, так и на вторичном рынке останется довольно сильным; ожидаем дальнейшего снижения ставок на рынке.

## НОВОСТИ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Согласно информации на момент написания обзора, объем размещений на текущей неделе составит 23 млрд рублей, среди них займы: Сибирский Берег – Финанс, 1 (на 1.5 млрд рублей); ДиПОС, 1 (на 2 млрд рублей); Мособлгаз-финанс, 2 (на 3 млрд рублей); Автомир-финанс, 2 (на 2 млрд рублей); Альянс Финанс, 1 (на 3 млрд рублей), Газэнергосеть, 1 (на 1.5 млрд рублей); Самарская область, 25004 (на 5 млрд рублей) и ОГК-2, 1 (на 5 млрд рублей).

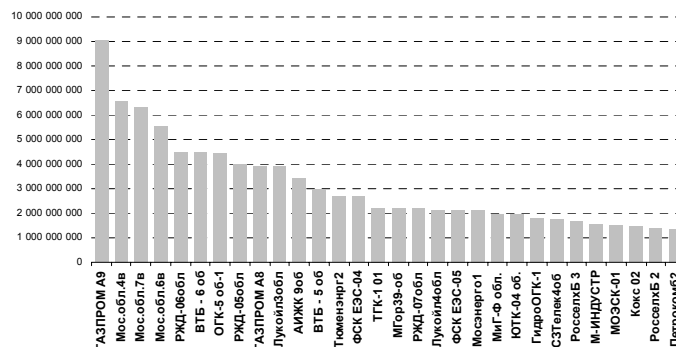
## РЕКОМЕНДАЦИИ

Считаем, что потенциал снижения доходности по бумагам «первого эшелона» после состоявшейся коррекции сохраняется, поэтому спекулятивная покупка «длинных» бумаг (ОФЗ 46018, 46020, ГазпромА9, Лукойл4) еще актуальна.

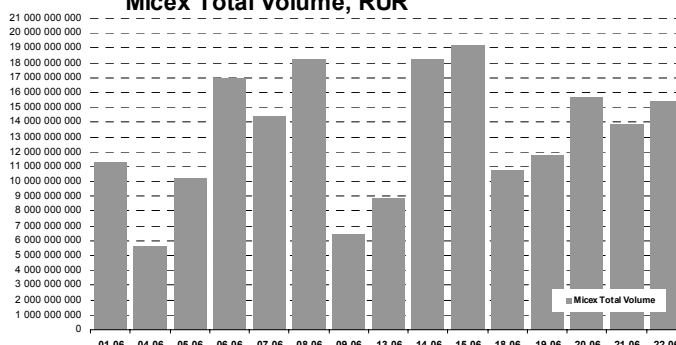
### В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

Внутренние облигации	стр. 2-10
Еврооблигации	стр. 11

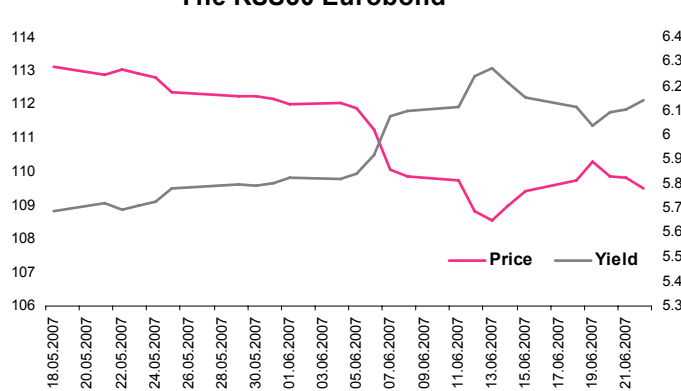
Most Traded Ruble Issues, RUR



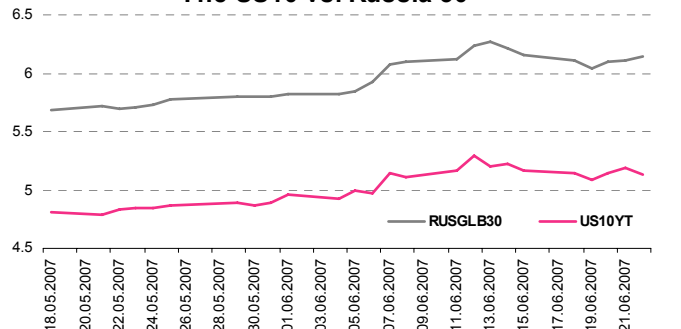
Micex Total Volume, RUR



The RUS30 Eurobond



The US10 vs. Russia 30



### Контакты:

Отдел анализа долговых рынков +7 (495) 641 44 14

Владимир Малиновский

V.Malinovskiy@cf.ru

Евгений Воробьев

E.Vorobiev@cf.ru

## ВНУТРЕННИЕ ОБЛИГАЦИИ

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

### Конъюнктура вторичного рынка

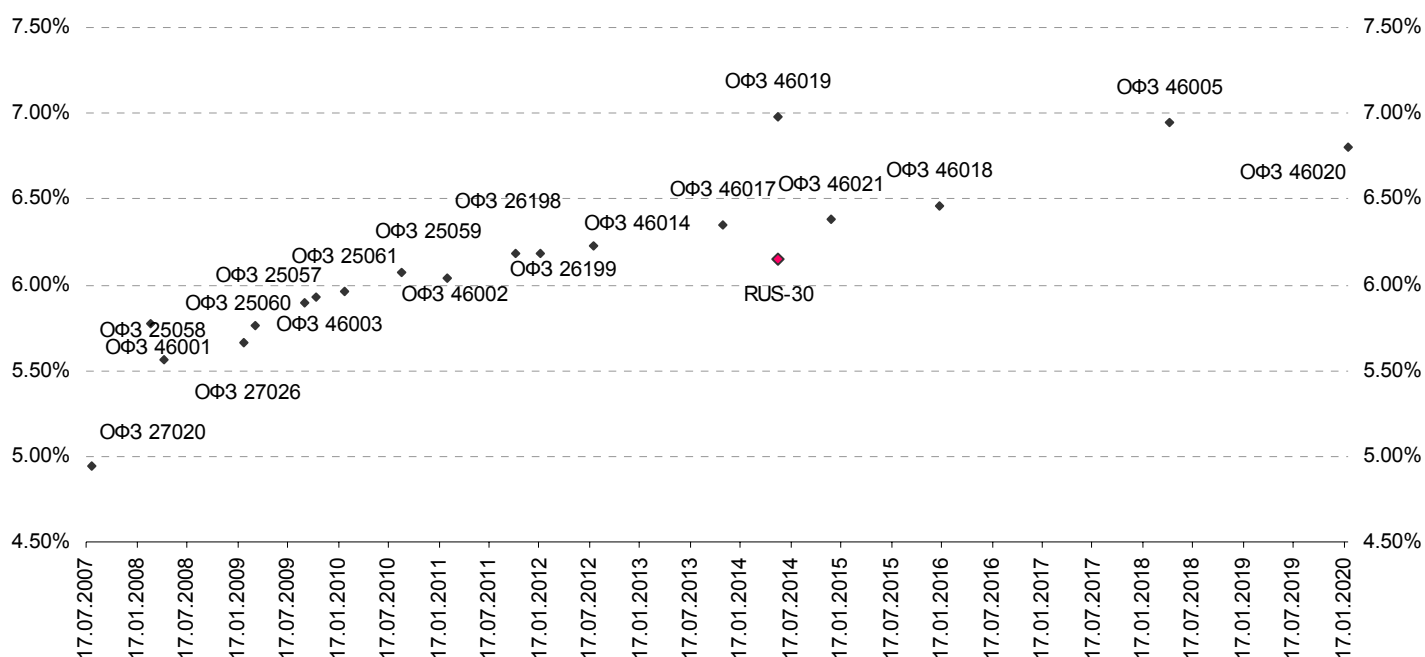
После стабилизации обстановки на западных площадках рублевые займы вновь стали пользоваться спросом, что привело к росту котировок облигаций, особенно в начале прошедшей недели. Несколько охладил пыл покупателей состоявшийся в среду аукцион по доразмещению займа ОФЗ 46018. Не совсем удачные итоги размещения связываем скорее не с конъюнктурой, а с тем, что многие инвесторы узнали об аукционе только в день его проведения и просто не успели принять решение об участии и «подогнать» в систему необходимые средства. В результате спрос оказался даже меньше заявленного объема доразмещения, а Минфину пришлось предоставить премию по доходности порядка 6 б.п., чтобы продать большую часть выпуска.

Аукционы по корпоративным займам проходили более успешно — нормальной практикой стало размещение близко к нижним границам предварительных прогнозов.

Считаем, что в настоящее время ситуация в целом остается достаточно благоприятной для рублевых облигаций: внешний рынок, скорее всего, стабилизируется на достигнутых уровнях и падать пока больше не будет, внутренняя ликвидность остается на очень высоких значениях и до сих пор непонятно, каким образом — и будет ли вообще — ЦБ абсорбировать хранящиеся на корсчетах и депозитах средства.

Интерес нерезидентов к кратко- и среднесрочному крылу рублевых облигаций остается достаточно сильным, в то же время на рынке сохраняются ожидания укрепления рубля на фоне усиления инфляционных рисков. Таким образом, считаем, что повод для самостоятельной коррекции на внутреннем долговом рынке отсутствует. В ближайшей перспективе ожидаем постепенного снижения ставок по облигациям, что предполагает возможность спекулятивной покупки бумаг в расчете на их ценовой рост. С этой точки зрения наиболее привлекательными выглядят наиболее долгосрочные федеральные и корпоративные займы.

Незначительное негативное влияние на конъюнктуру способен оказать фактор «конца месяца» и сопутствующие налоговые платежи: на 25 июня запланирована уплата акцизов, налога на добычу полезных ископаемых, на 28 июня — налога на прибыль. Впрочем, воздействие этого фактора будет кратковременным, а общая денежная ликвидность в банковском секторе остается на достаточно высоком уровне.



## ВНУТРЕННИЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

Общий объем первичного размещения на текущей неделе составит 23 млрд рублей. Предлагаем обратить внимание на аукционы по выпускам Мособлгаз-Финанс, 2, Сибирский Берег-Финанс, 1, ОГК-2, 1.

Выпуск	Объем эмиссии, руб.	Дата начала размещения
Сибирский Берег – Финанс, 1	1 500 000 000	25.06.2007
ДиПОС, 1	2 000 000 000	26.06.2007
Мособлгаз-финанс, 2	3 000 000 000	26.06.2007
Автомир-Финанс, 2	2 000 000 000	27.06.2007
Альянс Финанс, 1	3 000 000 000	27.06.2007
Газэнергосеть, 1	1 500 000 000	27.06.2007
Самарская область, 25004	5 000 000 000	27.06.2007
ОГК-2, 1	5 000 000 000	29.06.2007
<b>ИТОГО</b>	<b>23 000 000 000</b>	

Объем эмиссии **RUR3 000 000 000**

### Мособлгаз-финанс, 2

Дата начала размещения **26.06.2007**

#### Основные направления деятельности ГУП МО «Мособлгаз»:

- строительство объектов газового хозяйства на территории Московской области;
- транспортировка и подача газа от поставщиков до потребителей Московской области по газораспределительным сетям ГУП МО «Мособлгаз»;
- реализация сжиженного углеводородного газа;

техническое обслуживание и ремонт объектов газового хозяйства и газораспределительной системы Московской области и газоиспользующего оборудования.

**Цель облигационного займа:** финансирование программы Правительства Московской области «Газификация сельских населенных пунктов Московской области на 2005—2008 годы» (далее — Программа). В Подмосковье планируется построить 1275 км газораспределительных сетей, перевести на использование природного газа 139 котельных. Общий объем капитальных вложений за 4 года превысит 4 млрд рублей.

Непосредственным разработчиком, заказчиком-застройщиком и исполнителем Программы является ГУП МО «Мособлгаз». В рамках финансирования Программы размещен выпуск Мособлгаз-Финанс, 1 на 1 млрд рублей.

Необходимо отметить, что существует выпуск Московская областная газовая компания, 1 (размещен 17.05.2007 на сумму 2.5 млрд рублей под поручительство ОАО «Московская областная инвестиционная трастовая компания»). Цель займа: финансирование реконструкции котельных муниципальных образований Московской области в рамках реализации Программы. Акционеры ОАО «Московская областная газовая компания» — Московская область (51%) и ОАО «Мособлтрастинвест» (49%).

По информации организаторов, работы, проводимые ОАО «Московская областная газовая компания», являются отдельной программой, самостоятельно привлекающей финансирование.

На сегодняшний день в Московской области ГУП МО «Мособлгаз» эксплуатирует 34244 км подземных газопроводов, 1 638 км надземных газопроводов; газифицировано 2.6 млн квартир, в том числе 360 тыс. квартир на сжиженном газе (уровень газификации жилищного фонда составляет 98.2%). Ежегодно реализуется свыше 16 млрд кубометров природного и 52 тыс. тонн сжиженного газа.

Поставщиком газа для ГУП МО Мособлгаз выступает компания «Мосрегионгаз» (аффилирована с ОАО «Газпром»). Предприятия Московской области, получающие газ, заключают два договора: на покупку газа — с компанией «Мосрегионгаз», и на транспортировку газа — с ГУП МО «Мособлгаз». В свою очередь, ГУП МО «Мособлгаз» осуществляет транспортировку газа по своим сетям от поставщика («Мосрегионгаз») до конечного потребителя.

## ВНУТРЕННИЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

#### Позитивные факторы:

- ГУП МО «Мособлгаз» является монополистом по транспортировке газа по газораспределительным сетям Московской области;
- существует потенциальная возможность увеличения объема транспортируемого газа до 26 млрд кубометров (с текущих 16 млрд кубометров);
- выручка ГУП МО «Мособлгаз» диверсифицирована: в объеме доходов, получаемых от транспортировки газа, 40% приходится на физических лиц и 60% — на предприятия;
- хорошие показатели финансового долга ГУП МО «Мособлгаз» на 01.01.2007 г. («Финансовый долг/Активы» — 3.5%; «Финансовый долг/ЕБИТДА» — 0.47х);
- стабильный объем строительства новых жилых площадей в Московской области, требующих газификации.

#### Основные риски:

- единственный поставщик газа для ГУП МО «Мособлгаз» — компания «Мосрегионраз» (аффилирована с ОАО «Газпром»);
- существует зависимость бизнеса ГУП МО «Мособлгаз» от решений государственных органов (в частности, владельца — Правительства Московской области);
- отрицательные результаты деятельности ГУП МО «Мособлгаз» за 2006 год (убыток в сумме 145 млн рублей);
- сезонность бизнеса (основной объем потребления газа приходится на зимние месяцы).

#### Показатели отчетности по РСБУ за 2006 год (в млн рублей) компаний, оказывающих услуги по транспортировке энергоресурсов в Московском регионе

Показатель	ГУП МО «Мособлгаз»	ОАО «Московская областная электросетевая компания»
Выручка	7 978	25 447
ЕБИТДА	535	7 094
Чистая прибыль	-145	3 736
Активы	7 218	48 372
Финансовый долг	250	6 403
Финансовый долг/Активы	3.5%	13.2%
Финансовый долг/ЕБИТДА	0.47х	0.9х
Рентабельность ЕБИТДА	6.7%	27.9%

В качестве компании – аналога ГУП МО «Мособлгаз» выбрана ОАО «Московская областная электросетевая компания» (ОАО «МОЭСК»): последняя также находится под государственным контролем (через РАО «ЕЭС»), основной вид деятельности — транспортировка энергоресурсов потребителям; расположена в том же регионе.

ОАО «МОЭСК» имеет значительно больший объем бизнеса: по выручке она превосходит «Мособлгаз» в 3 с лишним раза, по ЕБИТДА — в 14 раз, по активам — в 7 раз, по ЕБИТДА – в 4 раза. В настоящий момент облигации ОАО «МОЭСК», торгуются по 7.85% годовых, а текущий выпуск ООО «Мособлгаз-Финанс», 1 — по 8.49% годовых.

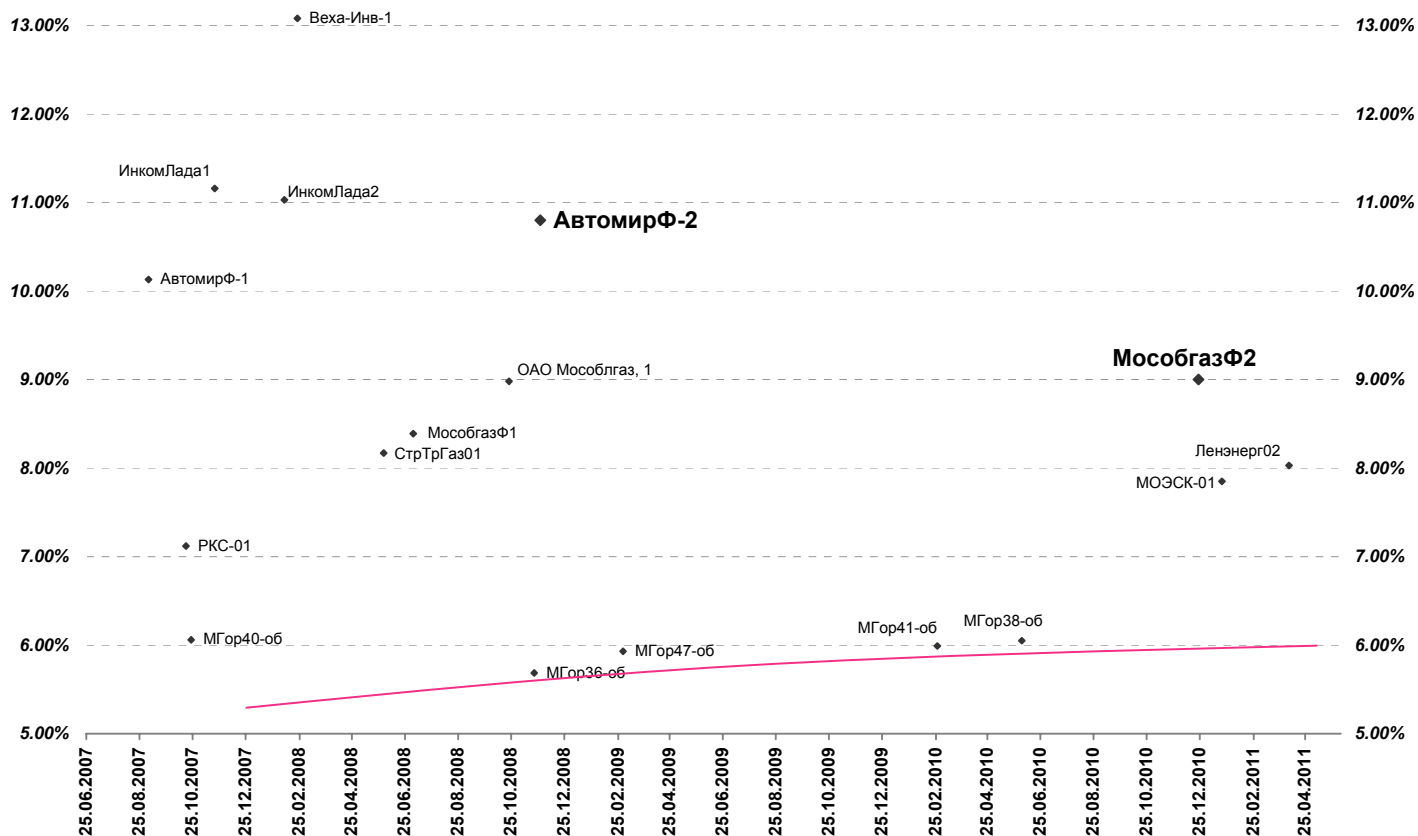
С учетом разницы в масштабах, а также доходности первого займа, считаем ориентиры организаторов по доходности выпуска к погашению на уровне 8.8–9.2% годовых адекватными.

## ВНУТРЕННИЕ ОБЛИГАЦИИ

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

### Первичный рынок



Объем эмиссии 2 000 000 000 рублей

Дата начала размещения 27.06.2007

Поручительство ЗАО «НП Автомир», ООО «Русавтосбыт», ООО «Русоптснаб», ООО «Элитмобил»

### Автомир-Финанс, 02

Группа компаний «Автомир» — крупнейший розничный автомобильный дилер на отечественном рынке. По итогам 2006 года доля Группы в сегменте новых легковых автомобилей России составила 3.0%, Московского региона — 8.7%.

На сегодняшний день торговая сеть Группы «Автомир» включает 22 мультибрендовых и монодилерских торгово-сервисных комплекса (ТСК): 15 в Московском регионе и 7 в регионах (Санкт-Петербурге, Брянске, Воронеже, Самаре, Ярославле, Челябинске и Екатеринбурге). До конца 2007 года планируется открытие дилерских центров в Новосибирске и Санкт-Петербурге.

Портфель марок Группы «Автомир»: Nissan, Suzuki, Renault, Volkswagen, Hyundai, Daewoo, Kia, Skoda, Citroen, Ford, Fiat, Chery, Opel, Chevrolet, Mitsubishi, Mazda, LADA, ГАЗ, SsangYong. С июня 2007 года к этому списку добавились Hummer, Cadillac и SAAB.

Владельцы ГК «Автомир» — Е.Р. Сатыев (Председатель Совета директоров Группы) и А.Г. Митько (Член Совета директоров Группы).

Основные конкуренты Группы «Автомир» — Группа «Рольф» (2.4% рынка России), Группа «Инком-Авто» (2.2%), Группа «Мейджор» (1.6%).

## ВНУТРЕННИЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

*Владимир Малиновский*  
V.Malinovskiy@cf.ru

*Евгений Воробьев*  
E.Vorobiev@cf.ru

В качестве поручителей по займу участвуют следующие компании Группы:

Наименование	Функция компании в Группе
ЗАО «НП Автомир»	Владелец основных компаний, формирующих Группу и 50% недвижимости Группы «Автомир»
ООО «Русавтосбыт»	Официальный дилер (оптовый покупатель автомобилей, держатель контрактов с автопроизводителями) марок ГАЗ, ВАЗ, FIAT, KIA, SsangYong
ООО «Русоптснаб»	Официальный дилер (оптовый покупатель автомобилей, держатель контрактов с автопроизводителями) марок Renault, Hyundai, Citroen, Suzuki, Chery, Mitsubishi
ООО «Элитмобил»	Официальный дилер (оптовый покупатель автомобилей, держатель контракта с автопроизводителем) марки Nissan

Средства, привлеченные Группой «Автомир» от размещения облигационного займа, планируется направить на финансирование инвестиционной программы и рефинансирование кредитного портфеля.

#### **Позитивные факторы:**

- Группа «Автомир» — лидер рынка розничной торговли новыми автомобилями в России и Москве;
- группа настроена на развитие бизнеса: в 2006 году было открыто 5 новых ТСК в Москве и 4 в регионах; получен статус официального дилера по 6-ти маркам; в 2007 году группа планирует открытие около 10 новых ТСК в регионах;
- продуктовый ряд Группы диверсифицирован: в нем объединены 19 марок автомобилей, причем ни одна из них не превалирует — на долю крупнейшей (Nissan) в 2006 году пришлось только 15.4% всей выручки;
- хорошая динамика финансовых показателей Группы по результатам 2006 года:
  - рост выручки: 39.2% (+\$302 млн);
  - рост чистой прибыли: в 3.9 раза (+\$20 млн);
  - рост EBITDA: в 2.2 раза (+\$23 млн);
  - рост активов Группы: +88.9% (+\$152 млн).
- в собственности Группы находится 30 тыс. кв. м клиентских и сервисных зон (20% всех площадей Группы) рыночной стоимостью \$100 млн;
- рост продаж новых иномарок в России: за 2006 год рынок вырос на 63% до 1.02 млн автомобилей; на 2007 год прогнозируется объем продаж до 2 млн автомобилей;
- расширение доли иномарок в структуре выручки Группы (в 2006 она увеличилась до 62%).

## ВНУТРЕННИЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

*Владимир Малиновский*  
V.Malinovskiy@cf.ru

*Евгений Воробьев*  
E.Vorobiev@cf.ru

#### Основные риски:

- низкая диверсификация продаж Группы по территориальному признаку: в 2006 году на долю регионов пришлось только 14% всех реализованных автомобилей;
- эмитент и поручители формируют только 40% выручки Группы и владеют лишь 60% активов Группы.

#### Показатели консолидированной неаудированной управленческой отчетности автодилеров за 2006 год (\$ млн):

Показатель	Группа «Автомир»	Группа «Инком-Авто»
Выручка	1 073	576
ЕБИТДА	43	30
Чистая прибыль	27	14
Активы	323	205
Финансовый долг	135	129
Финансовый долг/Активы	41.8%	62.9%
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.2x	4.3x
Рентабельность по ЕБИТДА	4.0%	5.2%

15.06.07 прошло размещение выпуска облигаций одного из основных конкурентов Группы «Автомир» — Группы «Инком-Авто» (выпуск «Инком-Лада»,<sup>3</sup>) с доходностью к оферте через 2 года в 11.45% годовых. Мы оцениваем масштабы и кредитное качество Группы «Автомир» несколько выше: выручка компании больше в 2 раза, ЕБИТДА — в 1.4 раза, активы — в 1.5 раза, лучше показатели финансового долга, большая доля рынка.

С учетом вышесказанного ориентируемся на доходность займа «Автомир-Финанс»,<sup>2</sup> к оферте через 2 года на уровне 10.7–11.0% годовых (информации о прогнозе доходности организаторов нет).

## ВНУТРЕННИЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

Объем эмиссии	2 000 000 000 рублей
Дата начала размещения	26.06.2007
Дополнительная информация	Поручительство — ООО «Верхневолжский Сервисный Металлоцентр»

### ПКФ «ДиПОС», 01

Эмитент — ООО «Производственно-коммерческая фирма «ДиПОС» — головная компания Группы «ДиПОС», специализирующейся на следующих видах деятельности:

1. Оптовая торговля металлопродукцией: арматурой (31% реализации), листовым прокатом (23%), трубным прокатом (13%); в общей сложности направление генерирует 80% выручки холдинга;

2. Производство продукции из металлопроката; направление генерирует 20% суммарной выручки.

Группа «ДиПОС» поставляет металлопродукцию главным образом для строительства объектов коммерческой недвижимости: под проекты таких компаний, как «ИКЕА», «Мегасфера», «Рамстор», «Ашан», а также для возведения новых аэропортов в Москве.

По итогам 2006 года Группа «ДиПОС» занимала около 4.8% рынка. Объем собственного производства Группы «ДиПОС» в 2006 год составил 120 тыс. тонн. Основными поставщиками Группы «ДиПОС» являются ведущие российские металлургические компании: «Северсталь» (35% всех закупок), НЛМК (19%), «ЕвразХолдинг» (16%).

Весь объем платежей за металлопродукцию (98%) осуществляется через головную компанию — ООО «ПКФ «ДиПОС». Крупнейшие базы ООО «ПКФ ДиПОС» (общая площадь 19 га) располагаются в Московской области. Группа также владеет парком большегрузных машин (более 100 единиц).

#### Цель облигационного займа:

1. Рефинансирование текущего кредитного портфеля (в объеме 1.2 млрд рублей).
2. Финансирование инвестиционных проектов и пополнение оборотного капитала (в объеме 0.8 млрд рублей).

#### Позитивные факторы:

- наличие собственных производственных мощностей и парка большегрузных машин (транспорт Группы покрывает 50% потребности в перевозках в пиковый сезон продаж);
- диверсифицированная база потребителей (более 10 тыс. компаний, доля крупнейшей из них не превышает 1% выручки);
- диверсифицированная структура продаж: 50% отгрузок производится через региональные подразделения Группы;
- хорошая динамика показателей деятельности основной компании Группы (ООО «ПКФ ДиПОС»):
  - рост выручки: +39.4% (3827 млн рублей)
  - рост чистой прибыли: в 3.3 раза (+284 млн рублей)

#### Основные риски:

- отчетность эмитента и поручителя не в полной мере отражает финансовое состояние Группы (ООО «ПКФ «ДиПОС» и ООО «Верхневолжский сервисный металлоцентр» формируют 90% выручки и 60% чистой прибыли холдинга);
- зависимость от поставщиков: 70% всех закупок Группы «ДиПОС» приходится на трех поставщиков (контрагентов) («Северсталь», НЛМК, «ЕвразХолдинг»);
- сезонность бизнеса: в I квартале года происходит спад продаж из-за снижения объема заказов со стороны строительных компаний.

## ВНУТРЕННИЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

Владимир Малиновский  
V.Malinovskiy@cf.ru

Евгений Воробьев  
E.Vorobiev@cf.ru

#### Показатели отчетности металлотрейдеров за 2006 год (в млн рублей):

Показатель	ООО «ПКФ «ДиПОС»	Группа «ДиПОС»	ОАО «Металлсервис»
Отчетность	РСБУ	Консолидированная неаудированная отчетность	РСБУ
Выручка	13 528	14 790	13 946
ЕБИТДА	722	нет данных	754
Чистая прибыль	410	684	343
Активы	3 456	4 617	4 817
Финансовый долг	1 764	2 221	3 327
Финансовый долг/Активы	51.0%	48.0%	69%
Финансовый долг/ЕБИТДА	2.4x	-	4.4x
Рентабельность по ЕБИТДА	5.3%	-	5.4%

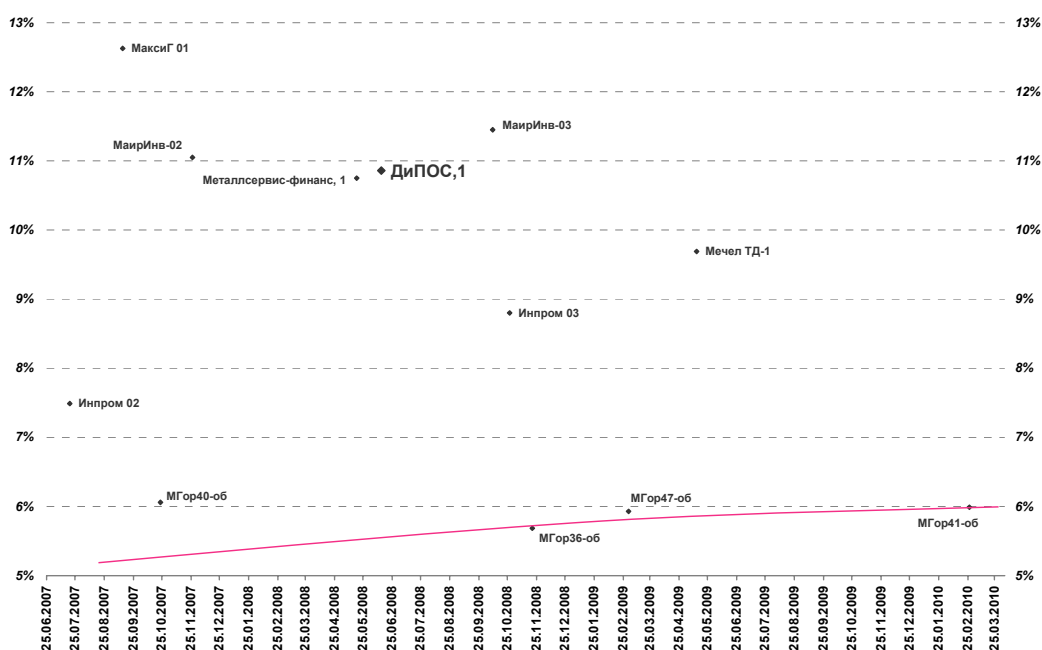
30.05.07 прошло размещение выпуска облигаций конкурента Группы «ДиПОС» — Группы «Металлсервис». Ставка первого купона займа ООО «Металлсервис-Финанс» (эмитент) была установлена в размере 10.50% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте в 10.78% годовых.

Группы «ДиПОС» и «Металлсервис» схожи между собой по следующим признакам:

- наличие региональных сбытовых сетей;
- примерно равные доли рынка (4.8% и 5.3%);
- имеют сопоставимые финансовые показатели (выручка ОАО «ПКФ ДиПОС» — 13.5 млрд рублей, ОАО «Металлсервис» — 13.3 млрд рублей, чистая прибыль — 410 млн рублей и 343 млн рублей; ЕБИТДА — 722 млн рублей и 754 млн рублей соответственно).

ООО «ПКФ ДиПОС» отличают несколько лучшие показатели финансового долга: «Финансовый долг/ЕБИТДА» — 2.4x; «Финансовый долг/Активы» — 51.0% против 4.4x и 69% у ОАО «Металлсервис».

С учетом вышесказанного ориентируемся на доходность займа «ПКФ ДиПОС», 1 к оферте через 1 год на уровне 10.7–10.9% годовых (информации о прогнозе доходности организаторов нет).



## ВНУТРЕННИЕ ОБЛИГАЦИИ

### Первичный рынок

#### Сибирский берег,01

Группа компаний, специализирующаяся на выпуске несладких снежков — сухариков, чипсов, семечек, сушеных морепродуктов.

Основная доля производства сосредоточена в сегменте «сухарики» (порядка 65% продаж), который Группа развивала изначально. В настоящее время активно развиваются другие направления: морепродукты, чипсы и семечки. Самой рентабельной продукцией являются сухарики (50%), однако планируется снижение доли производства в связи со сменой потребительского предпочтения в пользу более дорогих закусок — морепродуктов и чипсов.

Основные производственные мощности Группы сосредоточены в России, но она имеет площадки и за рубежом: выпуск чипсов сосредоточен в Белоруссии, морепродуктов — в Китае. Кроме того, в качестве нового для себя рынка сбыта Группа рассматривает Австралию, где открылось новое предприятие по производству сухариков.

В прошедшем году Группа начала подготовку отчетности по международным стандартам. Аудированная отчетность должна выйти в текущем году. В настоящее время доступна промежуточная консолидированная отчетность за 9 месяцев, просмотренная аудиторами, которая, однако, не включает в себя показатели некоторых компаний холдинга, являющихся держателями активов. Кроме того, представлена управленческая консолидированная отчетность за 2006 год, в которую включены данные по всем компаниям Группы.

Согласно годовой отчетности, выручка компании составила \$191.4 млн, EBITDA — \$19.2 млн (рентабельность — 10%), чистая прибыль — \$8.76 млн. Финансовый долг Группы исчислялся в \$39.8 млн, при этом более чем на 80% он был сосредоточен в краткосрочных обязательствах. Однако планируется, что значительная доля средств, полученных от размещения займа (более 70%) пойдет на замещение краткосрочных заимствований. Собственный капитал на конец 2006 года оценивался в \$50.7 млн. Показатель «Долг/EBITDA» Группы находится на приемлемом уровне — 2.07 (по итогам 2007 года прогнозируется его снижение до 1.9).

По информации эмитента, компания хорошо отработала I квартал 2007 года: по сравнению с сопоставимым периодом 2006 года выручка выросла на 19.4% (до \$44.3 млн) в основном за счет развития направлений «Морепродукты», «Чипсы»; «Орехи и семечки». Уточняется, что позитивную роль в увеличении продаж сыграла теплая зима.

#### **Положительные факторы:**

- значительная доля, занимаемая Группой на российском рынке снежков (в частности, сухариков);
- внятная стратегия развития: частичная переориентация и развитие производства снежков более высокого ценового сегмента (морепродукты, чипсы) станет драйвером для дальнейшего роста финансовых показателей;
- относительно невысокая долговая нагрузка, структура срочности которой должна улучшиться после размещения облигаций.

#### **Факторы риска:**

- потенциал дальнейшего сужения рынка сухариков, в котором у Группы до сих пор сосредоточено значительное производство;
- не исключено, что продвижение сухариков в Австралии не получит развития ввиду неприятия продукта населением;
- конкуренция с международными компаниями в сегменте «Чипсы»;
- риски ухудшения международных отношений между Китаем и Россией, что может отразиться как на пошлинах, так и на административных барьерах, а в итоге привести к сложностям в отправке продукции с заводов в КНР;
- развитие альтернативных сухарикам направлений может потребовать капиталовложений, что потенциально увеличит долговую нагрузку.

*Достаточно высоко оцениваем бизнес-модель Группы и ее финансовые показатели, исходя из которых считаем привлекательным участие в аукционе по займу Сибирский при доходности от 10% годовых к годовой оферте.*

*Владимир Малиновский*  
V.Malinovskiy@cf.ru

*Евгений Воробьев*  
E.Vorobiev@cf.ru

**ЕВРООБЛИГАЦИИ**

 Владимир Малиновский  
 V.Malinovskiy@cf.ru

Внешний рынок в целом стабилизировался после прошедшей коррекции. И хотя колебания котировок до сих пор значительны, сделки заключаются в рамках прогнозируемого диапазона: для UST-10 он составляет порядка 5.10–5.30% годовых. Поводом для движений выступают как выход макроэкономических данных по экономике США, так и факт, что часть инвесторов оценивают текущий уровень ставок на рынке как достаточно привлекательный для покупок (доходности UST близки к максимумам за последние годы).

На текущей неделе будет достаточно факторов, способных привести к краткосрочным колебаниям котировок облигаций. Во-первых, крайне насыщенным окажется поток статистики по США. Стоит обратить внимание на данные с рынка жилья (продажи домов, пересмотренное значение разрешений на строительство, индекс ипотеки), значение индекса доверия потребителей, размер заказов на товары длительного пользования, а также на показатели, прямо или косвенно отражающие инфляционные ожидания (личные доходы/расходы, индекс PCE). Во-вторых, в конце недели состоится заседание ФРС. И хотя последние данные по майской инфляции были достаточно обнадеживающими, считаем, что, скорее всего, тон итоговых комментариев ФРС не изменится, как, впрочем, и учетная ставка. Однако в преддверии заседания не исключаем активизацию спекуляций на рынке treasuries.

**Календарь выхода макроэкономических показателей в США**

дата	Время, Мск		период	прогноз	прежнее
25.июн	16.30	Индекс деловой активности в США от ФРБ Чикаго	май	----	-0,10
	16.30	Оптимизм инвесторов в США от UBS/Gallup	июн	----	95,00
	18.00	Продажи домов в США (млн)	май	5,98	5,99
26.июн	16.55	Розничные продажи в США за неделю (Redbook, мес/мес)	---	----	-0,80%
	18.00	Доверие потребителей в США от Conference Board	июн	105,5	108,0
	18.00	Продажи новых домов в США (млн)	май	0,925	0,981
	18.00	Сводный индекс ФРБ Ричмонда	июн	----	-7,00
	18.00	Индекс сектора услуг ФРБ Ричмонда	июн	----	+7,00
	н/д	Разрешения на строительство в США (пересмотр., млн)	май	----	1,50
27.июн	01.00	Доверие потребителей в США за неделю от ABC/WashP	---	-13,00	-14,00
	15.00	Индекс ипотеки в США за неделю	---	----	643,7
	16.30	Заказы на товары длительного пользования в США	май	-1,00%	+0,80%
	18.30	Запасы нефти в США за неделю			
28.июн	16.30	ВВП США (окончательные данные)	Q1	+0,80%	+0,60%
	16.30	Обращения за пособием по безработице в США за неделю	---	318.000	324.000
29.июн	16.30	Потребление в США	май	+0,70%	+0,50%
	16.30	Ценовой индекс PCE США (мес/мес)	май	----	+0,30%
	16.30	Базовый ценовой индекс PCE США (мес/мес)	май	+0,10%	+0,10%
	16.30	Личное потребление в США	май	----	+0,20%
	16.30	Личные доходы в США	май	+0,60%	-0,10%
	17.00	Индекс NARМ Нью-Йорка	июн	----	450,2
	17.45	PMI Чикаго	июн	58,00	61,70
	18.00	Расходы на строительство в США	май	+0,10%	+0,10%
	18.00	Индекс доверия потребителей Университета Мичигана (оконч)	июн	84,00	88,30

Источник: Reuter

## Департамент долговых Рынков

### Отдел Продаж

+ 7 (495) 641 4414

Анна Грицаенко

Андрей Марюшкин

Антон Кихаев

Михаил Хазан

Наталья Газиева

Ирина Зеленцова

### Международные Продажи

Дмитрий Большов

+ 7 (495) 783 31 75

Дмитрий Романов

+ 7 (495) 783 31 75

Вероника Щедрина

+ 7 (812) 332 35 28

## Аналитическое Управление

+ 7 (495) 641 4414

### Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств

[V.Malinovskiy@cf.ru](mailto:V.Malinovskiy@cf.ru)

### Евгений Воробьев

Старший аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

[E.Vorobiev@cf.ru](mailto:E.Vorobiev@cf.ru)

### Александр Чайкун

Аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

[A.Chaykun@cf.ru](mailto:A.Chaykun@cf.ru)

г. Москва,  
ул. Знаменка, д.7, стр.3  
тел. (495) 641 4414

г.Санкт-Петербург,  
Невский пр., д. 38  
тел. (812) 326 13 05, (812) 702 41 02

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и «КИТ Финанс» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Настоящий обзор и рекомендации, содержащиеся в нем, отражают мнение аналитика на момент публикации, и могут быть дополнены и/или изменены вплоть до абсолютно противоположных по усмотрению аналитика без соответствующего уведомления читателей. «КИТ Финанс» оставляет за собой право не приводить предыдущих оценок и рекомендации при публикации новых.

Настоящий обзор предназначен для использования профессиональными участниками фондового рынка, которые могут адекватно оценить риски в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг. «КИТ Финанс» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации. Некоторые российские акции подвержены высокой волатильности, что повышает риски, связанные с инвестициями в данные бумаги, т.к. их стоимость может существенно упасть, что может привести к убыткам, если соответствующие инвестиции были осуществлены ранее. Многие российские акции отличаются низкой ликвидностью, что затрудняет их реализацию на рынке в случае принятия решения о продаже соответствующих ценных бумаг. Не все российские акции имеют ежедневные рыночные котировки, что затрудняет оценку их справедливой стоимости. «КИТ Финанс» не предоставляет сведений относительно абсолютной волатильности или ликвидности какой-либо российской бумаги, а также не дает информации в отношении справедливой стоимости неликвидных ценных бумаг. Стоимость всех российских акций, номинированных в рублях, зависит не только от ситуации на фондовом рынке, но также определяется колебаниями на валютном рынке. В процессе принятия решений, инвестор должен самостоятельно изучить объект вложений, а также оценить риски, связанные с инвестициями в данный инструмент.

КИТ Финанс имеет право осуществлять любые операции в рамках собственного портфеля, основываясь на краткосрочных и долгосрочных рекомендациях и инвестиционных идеях. КИТ Финанс может принимать любые инвестиционные решения в отношении указанных в обзоре ценных бумаг вне зависимости от опубликованных оценок и рекомендаций.

Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения «КИТ Финанс».