

КОНЪЮНКТУРА

Ни публикация инфляционных показателей США, ни выступление главы ФРС г-на Бернанке в Сенате не смогли серьезно изменить конъюнктуру внешнего долгового рынка: колебания ставок UST10 в течение недели не превышали 10 б.п. Лишь в пятницу выпуск преодолел отметку 5.0% годовых, снизившись до 4.95% годовых на новых опасениях, что сегмент рискованных ипотечных кредитов может негативно отразиться на американской экономике. На текущий момент считаем, что «бегство в качество» носит временный характер и в скором времени «десятка» вернется в уже привычный коридор 5.0-5.30% годовых, естественно при условии отсутствия более существенных новостей с ипотечного рынка Штатов.

Российский рынок остается достаточно сильным, интерес к бумагам сохраняется, так например при доразмещении ОФЗ 26199 была зафиксирована почти трехкратная переподписка, спрос составил около 29 млрд рублей.

Стоит отметить тенденцию к постепенному сокращению средств, размещаемых банками на депозитах в ЦБ – за последний месяц они снизились с 1.1 трлн. рублей до 570 млрд рублей. Впрочем, остатки на корсчетах остаются стабильными – порядка 450-500 млрд рублей, что вполне достаточно для поддержания нормального уровня ликвидности. Некоторое давление на денежный рынок могут оказать выплаты 25 июля акцизов и НДС.

НОВОСТИ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Запланированный на текущую неделю объем размещений составит 18.25 млрд рублей. Среди них выпуски: Чебоксары, 25002 на 250 млн рублей, Авиакомпания Сибирь, 1 на 2.3 млрд рублей, ЛР-Инвест, 1 на 500 млн рублей, Кубаньэнерго, 1 на 3 млрд рублей, РОССКАТ-Капитал, 1 на 1.2 млрд рублей, Северсталь-авто, 2 на 3 млрд рублей, Магнолия, 1 на 1 млрд рублей, Синергия, 2 на 2 млрд рублей и УРСА Банк, 7 на 5 млрд рублей.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ НОВОСТИ

Инфляция с 1 по 16 июля составила +0.6% по сравнению с 0.4% за аналогичный период 2006 года. Инвестиции в основной капитал в июне выросли на 27.2% по сравнению с июнем 2006 года.

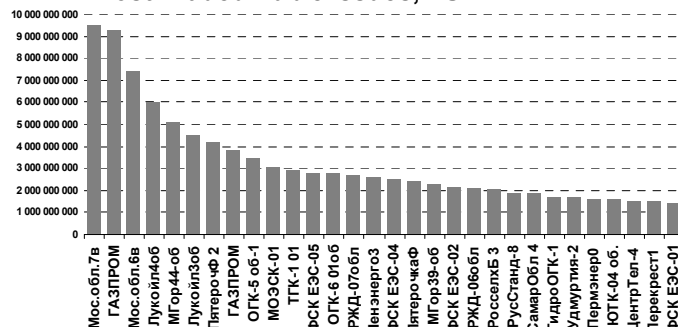
РЕКОМЕНДАЦИИ

Конъюнктура внутреннего рынка остается достаточно благоприятной – рекомендация сохранять в портфеле как долгосрочные, так и краткосрочные выпуски остается неизменной. Внимательно следить каким образом финансовые власти собираются бороться с инфляцией.

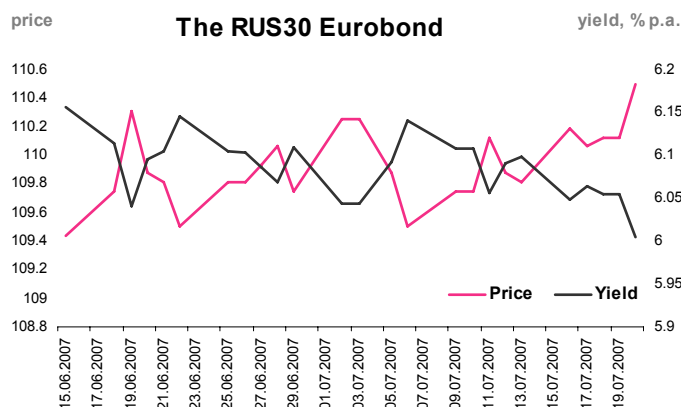
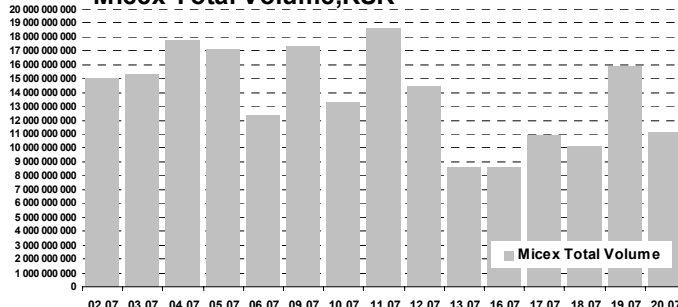
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

Рублевые облигации	стр. 2-11
Еврооблигации	стр. 12

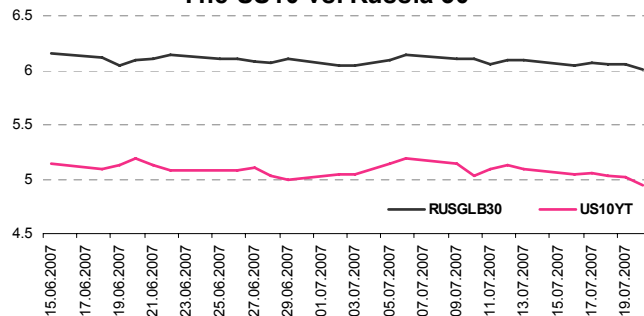
Most Traded Ruble Issues, RUR



Micex Total Volume, RUR



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
Александр Чайкун	A.Chaykun@cf.ru

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Владимир Малиновский
V.Malinovskiy@cf.ru

Конъюнктура вторичного рынка

Инфляция остается «головной болью» финансовых властей страны: согласно опубликованным на прошедшей неделе данным с 1 по 16 июля рост потребительских цен составил уже 0.6% , превысив и соответствующий уровень прошлого года и, конечно же, официальные прогнозы. Напомним, что за первые 10 дней июля инфляция составила 0.3%, при этом ожидалось, что за весь месяц она не превысит 0.7% - сейчас же стоит надеяться, что рост цен не перекроет июньское значение (1%).

Влияние этих новостей на долговой рынок будет зависеть от мер, которые предпримут Минфин и ЦБ для ограничения инфляционного давления, что остается одной из приоритетных задач для правительства в предвыборный год. Хотя мы об этом уже писали ранее, но важность данного фактора заставляет нас еще раз сфокусировать внимание на проблеме.

Наиболее очевидным является дальнейшее укрепление ЦБ курса рубля по отношению к корзине валют, однако опасения притока новой порции спекулятивного западного капитала может склонить руководство банка в пользу попыток сокращения любыми способами уровня внутренней денежной ликвидности. Не факт, что это получится также легко как в конце прошлого года, однако учитывать развитие ситуации по такому пути необходимо.

Таким образом, хотя текущая конъюнктура на внутреннем рынке остается вполне благоприятной, крайне целесообразно обращать внимание на действия Минфина и ЦБ. Особенно это стало актуальным на фоне постепенного сокращения совокупного размера остатков коммерческих банков на корсчетах и депозитах в Центральном банке в течение последнего месяца: за этот период они снизились с 1.7 трлн. рублей до 1.02 трлн. рублей. Кроме того, не исключаем, что объем свободных средств может еще несколько уменьшиться на этой неделе на фоне очередных налоговых выплат – НДС и акцизов 25 июля.

Впрочем, хотя риски возможного сокращения денежной ликвидности стоит учитывать, пока же ситуация на рублевом рынке сохраняется достаточно благоприятной – инвесторы продолжают проявлять завидный аппетит к новым размещениям и большинство аукционов проходят с большой переподпиской, небольшими темпами и выборочно, но растут цены и на вторичном рынке.

Таким образом, пока предлагаем сохранять в портфеле наряду с относительно краткосрочными выпусками второго эшелона и наиболее ликвидные длинные займы. В то же время не забывать следить за прямыми или косвенными действиями Минфина и ЦБ по сдерживанию инфляции – если появятся признаки искусственного ограничения денежной ликвидности – сокращать дюрацию портфелей.



РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Первичный рынок

Совокупный объем новых размещений на текущей неделе составит 18.25 млрд рублей. Наиболее интересными из них считаем аукционы по облигациям Авиакомпании Сибирь,1 на 2.3 млрд рублей, а также Кубаньэнерго,1 и Северсталь-авто,1 на 3 млрд рублей каждый.

Выпуск	Объем эмиссии, руб.	Дата начала размещения
Чебоксары, 25002	250 000 000	23.07.2007
Авиакомпания Сибирь, 1	2 300 000 000	24.07.2007
ЛР-Инвест, 1	500 000 000	24.07.2007
Кубаньэнерго, 1	3 000 000 000	25.07.2007
РОССКАТ-Капитал, 1	1 200 000 000	25.07.2007
Северсталь-авто, 2	3 000 000 000	25.07.2007
Магнолия, 1	1 000 000 000	26.07.2007
Синергия, 2	2 000 000 000	26.07.2007
УРСА Банк, 7	5 000 000 000	26.07.2007
ИТОГО	18 250 000 000	

Объем эмиссии	RUR 3 000 000 000
Дата начала размещения	25.07.2007
Поручитель	ООО «Северстальавто-ЕЛАБУГА»

«Северсталь-авто», 2

Группа «Северсталь-авто» - одна из ведущих российских автомобилестроительных компаний, владеющая контрольными пакетами акций ОАО «Ульяновский автомобильный завод» (ОАО «УАЗ»), ОАО «Заволжский моторный завод» (ОАО «ЗМЗ»), ОАО «Завод микролитражных автомобилей» (ОАО «ЗМА»).

Направления деятельности Группы «Северсталь-авто»:

- сборка грузовых автомобилей ISUZU, полноприводных внедорожников UAZ Patriot и UAZ Hunter на мощностях ОАО «УАЗ» (51% выручки за 2006 год);
- производство бензиновых двигателей на мощностях ОАО «ЗМЗ» (35% выручки);
- сборка моделей SsangYong (Rexton, Kyron, Actyon) и FIAT (Albea и Doblo) на мощностях ОАО «ЗМА» (10% выручки);
- импорт и реализация автомобилей марок SsangYong, ISUZU, FIAT на территории России.

Группа «Северсталь-авто» по данным за 2006 год занимает 12.5% российского рынка внедорожников (сегмент SUV).

Основным владельцем Группы является ее генеральный директор г-н Швецов В.А., которому принадлежит 58% акций ОАО «Северсталь-авто» (42% акций - в свободном обращении).

Производственные мощности:

- ОАО «УАЗ» - 110 тыс. автомобилей в год (50 тыс. внедорожников и 60 тыс. коммерческих автомобилей);
- ОАО «ЗМЗ» - 350 тыс. двигателей в год;
- ОАО «ЗМА» - 80 тыс. автомобилей в год.

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Первичный рынок

Автомобили SsangYong Rexton и FIAT Albea собираются по методу CKD-сборки (complete knocked down, или «промышленная» сборка, включающая сварку, окраску и сборку); на данный тип сборки переводятся SsangYong Kyron и FIAT Doblo.

Продажи автомобилей, производимых на заводах Группы «Северсталь-авто», осуществляются через независимую дилерскую сеть (221 центр).

Цель облигационного займа: рефинансирование текущих кредитов Группы «Северсталь-авто»

Позитивные факторы:

- Группа настроена на развитие бизнеса: общий объем инвестиций ОАО «Северсталь-авто» в развитие производства в 2004-2006 годах составил 4.6 млрд руб.; планируемый объем инвестиций на 2007 год - 7.3 млрд руб.:
 - завершение строительства нового завода (ООО «Северстальавто-Елабуга») по производству коммерческого автомобиля FIAT Ducato; старт производства - в начале 2008 года. Инвестиции в строительство завода составляют 3.3 млрд руб.
 - организация производства новых марок автомобилей FIAT и SsangYong на мощностях ОАО «ЗМА» (планируемый объем инвестиций – 1.9 млрд руб.)
 - создание собственной дилерской сети Группы (планируемый объем инвестиций на 2007 год – 700 млн руб.); к 2009 году Группа планирует построить 16 собственных дилерских центров
 - инвестиционная программа на 2007 год по техническому перевооружению ОАО «УАЗ» составляет 700 млн руб.; ОАО «ЗМЗ» - 643 млн руб.
 - К концу 2007 года планируется увеличить независимую дилерскую сеть в 1.5 раза до 330 дилерских центров
- Хорошие финансовые показатели Группы «Северсталь-авто» за 2006 год:
 - высокая рентабельность деятельности: рентабельность по EBITDA: 13.1%, рентабельность по чистой прибыли: 7.4%
 - низкая текущая долговая нагрузка: финансовый долг/активы: 12.8%; финансовый долг/EBITDA: 0.8x
 - опережающие темпы роста активов в сравнении с ростом финансового долга: рост активов за 2006 год – 16.7%; рост финансового долга – 5.0%
 - рост основных показателей деятельности Группы (выручки, EBITDA, чистой прибыли, собственного капитала) составил 13-28% за 2006 год
- Прозрачность бизнеса Группы:
 - наличие отчетности МСФО по Группе «Северсталь-авто»
 - акции ОАО «Северсталь-авто» в форме GDR обращаются на внебиржевом рынке в Лондоне
 - ОАО «Северсталь-авто» первой среди российских автомобилестроительных компаний провела IPO на российском рынке
- Диверсифицированная структура выручки Группы: 61% выручки формируется за счет продаж автомобилей собственного производства (8 марок), 35% - двигателей собственного производства;
- Развитая дилерская сеть (221 дилер; сеть не входит в Группу «Северсталь-авто»);
- Рост продаж легковых автомобилей в России (+66% продаж новых иномарок за 2006 год, прогноз Ernst&Young на 2007 год: +35%);

Негативные факторы:

- Существует перспектива вступления России в ВТО, что приведет к усилению конкуренции на автомобильном рынке.

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Первичный рынок

Показатели по отчетности производителей автомобилей за 2006 год (в млн руб.):

Показатель	Группа «Северсталь-авто» за 2005 год	Группа «Северсталь-авто» за 2006 год	Динамика в % (абс.)	ОАО «ИжАвто»
Вид отчетности	МСФО	МСФО	-	РСБУ
Выручка	26 541	33 462	26.1% (+6 921)	18 144
ЕБИТДА	3 626	4 394	21.2% (+768)	1 280
Чистая прибыль	1 916	2 464	28.6% (+548)	274
Активы	24 269	28 314	16.7% (+4 045)	12 504
Финансовый долг	3 452	3 624	5.0% (+172)	6 891
Собственный капитал	14 780	16 764	13.4% (+1 984)	3 844
Финансовый долг/Активы	14.2%	12.8%	-1.4 п.п.	55.1%
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.0x	0.8x	-0.2x	5.4x
Рентабельность ЕБИТДА	13.7%	13.1%	-0.6 п.п.	7.1%

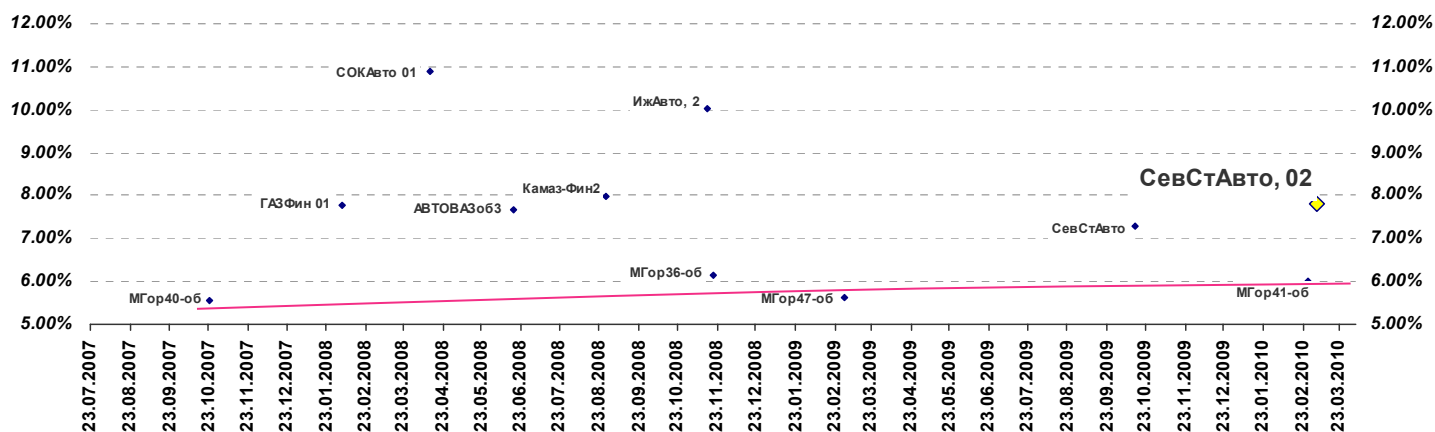
ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ВЫПУСКА: 14.06.2007 был размещен второй облигационный займ ОАО «ИжАвто» («ИжАвто»,2). Компания похожа на Группу «Северсталь-авто» (занимается также производством автомобилей из импортируемых машинокомплектов, производство организовано на мощностях автозавода «советской» эпохи). Ставка первого купона займа «ИжАвто»,2 была установлена в размере 9.8%, что соответствует доходности в 10.1% к 1.5-годовой оферте.

Группа «Северсталь-авто» имеет лучшие показатели деятельности, чем ОАО «ИжАвто»: выручка Группы «Северсталь-авто» больше в 1.8 раза, ЕБИТДА – в 3.4 раза, активы – в 2.3 раза, лучше показатели финансового долга – отношение долга к ЕБИТДА у компаний 0.8x против 5.4x, у ОАО «Северсталь-авто» в два раза эффективней деятельность – рентабельность по ЕБИТДА - 13.1% против 7.1%, шире модельный ряд.

Первый выпуск Группы «Северсталь-авто» (включен в листинг А1) торгуется под 7.3% к погашению 21.01.10.

На основании вышесказанного считаем, что справедливая доходность нового выпуска ОАО «Северсталь-авто» к оферте через 3 года должна составлять 7.6-7.8% (прогноз организаторов 7.75-8.25% годовых).

РЕКОМЕНДАЦИИ: Группа «Северсталь-авто» – динамично развивающаяся компания; при осуществлении запланированных объемов инвестиций в развитие производства и сбыта, появления существенных угроз бизнесу в ближайшей перспективе не прогнозируется. Мы считаем выпуск «Северсталь-авто»,2 привлекательным с точки зрения кредитного качества эмитента; рекомендуем обратить внимание на него инвесторов, проводящих консервативную политику в области оценки риска, а также в расчете на снижение доходности после включения в список А1.



РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Первичный рынок

Объем эмиссии RUR 2 300 000 000

Дата начала размещения 24.07.2007

«Авиакомпания Сибирь», 1

Группа «Авиакомпания Сибирь», работающая под маркой S7 Airlines - крупнейшая частная авиакомпания

России, лидер рынка внутренних воздушных перевозок и вторая авиакомпания России по работе на международных направлениях, занимающая в совокупности 13% отечественного рынка гражданских перевозок воздушным транспортом.

Парк самолетов Группы состоит из 61 лайнера (7 - Ил-86, 27 - Ту-154М, воздушные суда зарубежного производства - 27 единиц).

Большая часть (58%) выручки Группы «Авиакомпания Сибирь» в 2006 году была сформирована за счет перевозок на внутренних воздушных линиях; перевозки на международных воздушных линиях составили 33% выручки, из которых 16% - перевозки на чартерных рейсах. Доля пассажиропотока Авиакомпании «Сибирь» за 2006 год на внутренних линиях – 14.2% (лидер рынка России), на международных линиях – 11.3% (второе место).

Основные владельцы ОАО «Авиакомпания Сибирь» (основанная компания Группы) - Филева Н. В. (63% акций) и Российский Фонд федерального имущества (25%).

Авиакомпании «Аэрофлот-РАЛ», «Сибирь», «Трансаэро», «Красэйр», «ЮТэйр», «ГТК Россия» (включая Пулково) и «ВИМ-Авиа» занимают порядка 70% всех авиаперевозок в российской гражданской авиации и 35% грузоперевозок.

Цель облигационного займа: рефинансирование части текущего долга ОАО «Авиакомпания Сибирь», модернизация парка воздушных судов и финансирование инвестиционной программы.

Позитивные факторы:

- Группа «Авиакомпания Сибирь» - вторая авиакомпания в России по размеру выручки, крупнейшая частная компания, лидер рынка внутренних перевозок;
- Группа настроена на развитие бизнеса:
 - в 2006 году «Авиакомпанией Сибирь» было открыто 9 новых регулярных рейсов из Москвы
 - в 2008 году авиакомпания приступит к эксплуатации 4 новых (полученных от производителя) Airbus A320; в 2014 году получит 7 лайнеров Boeing 787 Dreamliner; в 2007-2015 годах авиакомпания планирует приступить к эксплуатации более 70 самолетов производства Boeing и Airbus.
 - авиакомпания планирует дальнейшее развитие сети базовых аэропортов, в частности, рассматривает создание двух новых хабов на Дальнем Востоке и юге России.
- Рост бизнеса Группы «Авиакомпания Сибирь» за 2006 год:
 - по показателям роста пассажиропотока за 2006 год (16%) Группа «Авиакомпания Сибирь» входит в Топ-3 самых динамично развивающихся авиакомпаний России, в абсолютных величинах прироста остается лидером
 - за 2006 год в эксплуатацию авиакомпании поступили 14 самолетов иностранного производства (6 самолетов Airbus A319, 2 самолета Boeing 737-400 и 2 самолета Boeing 737-500)
 - объем перевезенных грузов и почты в 2006 году увеличился на 12% (до 28 903 тонн)
- Положительная динамика ряда финансовых показателей ОАО «Авиакомпания Сибирь» за 2006 год:
 - рост выручки: 27% (+5 317 млн руб.)
 - рост EBITDA: в 5 раз (+925 млн руб.)
 - рост активов: 22% (+2 031 млн руб.)

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Первичный рынок

- рост рентабельности деятельности по EBITDA: с 1.1% до 4.6%
- Специалисты авиакомпании входят в состав рабочих групп различных министерств и ведомств России (ФАВТ, Минтранс РФ, Совет по конкурентоспособности и предпринимательству при Правительстве РФ);
- Диверсификация выручки: 60% от общего числа пассажиров было перевезено на внутренних воздушных линиях, 40% — на международных воздушных линиях;
- По данным меморандума, темпы увеличения рынка авиаперевозок России до 2015 года будут составлять 6.5% – 7% в год.

Негативные факторы:

- Состояние парка самолетов Группы «Авиакомпания Сибирь»:
 - действующий парк самолетов Группы (российские и зарубежные)– б/у; новые самолеты поступят в эксплуатацию только в 2008 году
 - нет информации об остаточном ресурсе самолетов Авиакомпании «Сибирь»
- Слабые текущие показатели долговой нагрузки и эффективности ОАО «Авиакомпания Сибирь»:
 - опережающие темпы роста доли финансового долга в активах: рост активов за 2006 год – 22%, рост финансового долга – 68%. По итогам 2006 года показатель долг/EBITDA составляет 5.4x
 - малая доля собственного капитала в активах (менее 1%)
 - малая рентабельность – по EBITDA 4.6%, по чистой прибыли менее 1%.
- Отраслевые риски:
 - подверженность бизнеса авиакомпании риску спада объема продаж в случае авиакатастроф или терактов (пример - спад объемов авиаперевозок после событий 11 сентября 2001 года в США, восстановившийся только к 2004-му году)
 - за последние 6 лет самолеты Группы «Авиакомпания Сибирь» трижды попадали в авиакатастрофы (в 2001, 2004 и 2006 годах), закончившиеся человеческими жертвами; и было 5 серьезных неисправностей (закончившихся без жертв)
 - бизнес Группы «Авиакомпания Сибирь» имеет ярко выраженный сезонный характер (пик гражданских перевозок приходится на летний период - сезон отпусков);
 - зависимость бизнеса Группы «Авиакомпания Сибирь» от цен на авиационное топливо: в себестоимости на долю расходов на топливо приходится 50% расходов по отечественным самолетам, и 27% по самолетам иностранного производства
- по итогам 2006 года по темпам роста «Авиакомпания Сибирь» занимает третье место (авиакомпания «Трансаэро» - 36%, «ЮТэйр» - 28%, Авиакомпания «Сибирь» - 16%);
- Нет отчетности по МСФО по Группе «Авиакомпания Сибирь».

Показатели по отчетности авиакомпаний (РСБУ за 2006 год), в млн руб.:

Показатель	ОАО «Авиакомпания Сибирь» за 2005 год	ОАО «Авиакомпания Сибирь» за 2006 год	Динамика в % (абс.)	Авиакомпания «ЮТэйр»	Авиакомпания «Трансаэро»
Выручка	19 651	24 968	27.1% (+5 317)	16 140	13 629
EBITDA	214	1 139	рост в 5 раз	1 103	371
Чистая прибыль	-1 101	61	-	264	305
Активы	9 250	11 281	22.0%(+2 031)	8 958	7 180
Финансовый долг	3 662	6 175	(+68.6%)	5 461	3 202
Собственный капитал	68	129	рост в 2 раза	1 734	-862
Финансовый долг/Активы	39.6%	54.7%	+15.1 п.п.	61.0%	44.6%
Финансовый долг/EBITDA	17.1x	5.4x	-11.7x	5.0x	8.6x
Рентабельность по EBITDA	1.1%	4.6%	+3.5 п.п.	6.8%	2.7%

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Первичный рынок

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

ОСНОВНЫЕ РИСКИ: отраслевые (сезонность, зависимость бизнеса от цен на топливо, риск авиакатастроф) и отсутствие информации о состоянии парка самолетов авиакомпаниями.

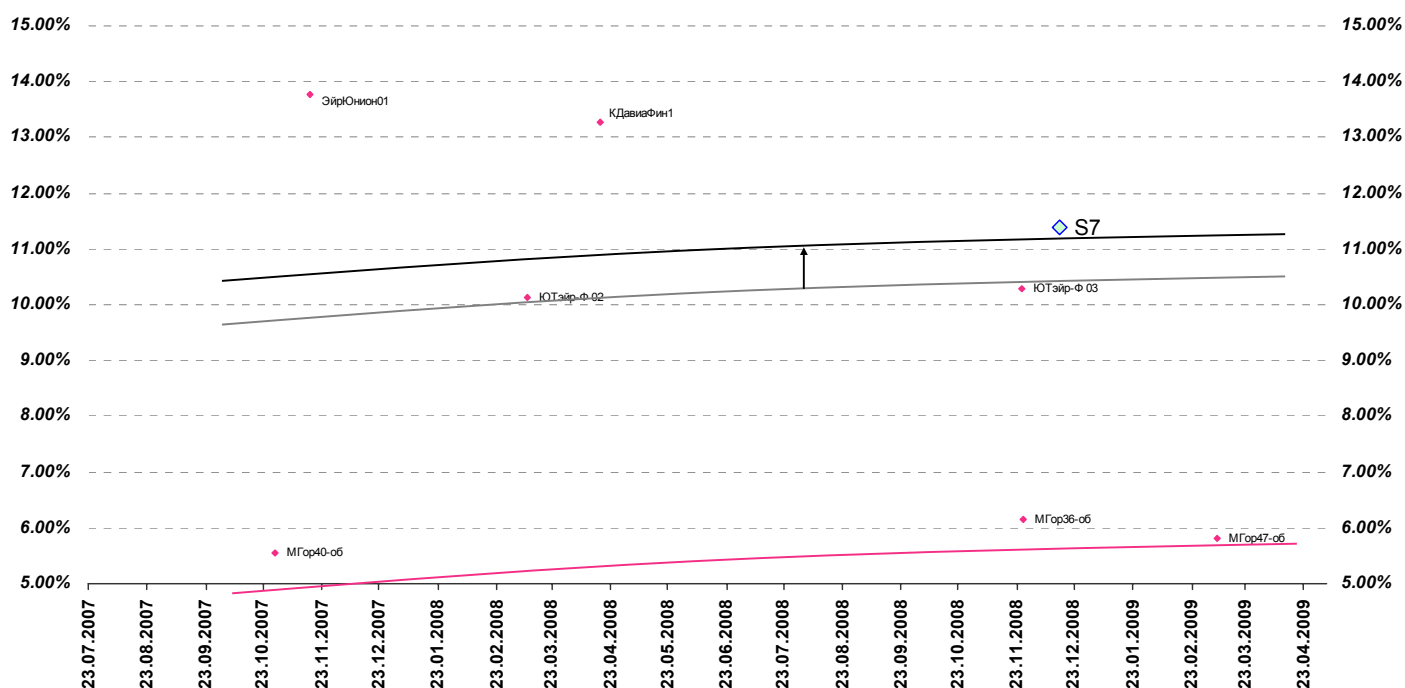
ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ВЫПУСКА: Близким аналогом Группы «Авиакомпания Сибирь» является авиакомпания «ЮТэйр». По размерам бизнеса Авиакомпания «Сибирь» больше «ЮТэйр» - выручка 24 млрд руб. против 16 млрд руб., активы – больше в 1.3 раза. По ряду показателей наблюдается паритет: компании имеют примерно равные объемы EBITDA, сравнимые показатели финансового долга. Однако авиакомпания «ЮТэйр» опережает «Сибирь» в части эффективности деятельности (чистая прибыль больше в 4 раза, выше рентабельность по EBITDA); объему и доле собственного капитала.

На основании вышесказанного считаем, что кредитное качество авиакомпании «ЮТэйр» несколько выше, чем у Группы «Авиакомпания Сибирь».

Текущий выпуск Авиакомпания «ЮТэйр» («ЮТэйр-Финанс»,3) торгуется под 10.3% к оферте 16.12.2008. Однако с учетом рисков, присущих авиаперевозчиков и долговой нагрузки компании, считаем выпуск несколько переоцененным, справедливая доходность по нашему мнению должна находиться на 50 б.п. выше – порядка 10.80% годовых.

Таким образом, с учетом описанных факторов, считаем, что справедливая доходность выпуска «Авиакомпания Сибирь»,1 к 1.5 годовой оферте должна составлять 11.0-11.3% годовых.

РЕКОМЕНДАЦИИ: Эмитент оставляет двойное впечатление: с одной стороны масштаб деятельности и хорошее развитие (рост пассажиропотока, выручки и эффективности деятельности, существует стратегия по обновлению парка самолетов, открываются новые регулярные маршруты). Однако с учетом специфических отраслевых рисков, считаем, инвестиции в авиаперевозчиков пока связаны с дополнительным риском, поэтому рекомендуем обратить внимание на выпуск инвесторов, проводящих агрессивную политику.



РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Первичный рынок

Объем эмиссии RUR 1 200 000 000

Дата начала
размещения 25.07.07

Роскат-Капитал», 1**Основные направления****деятельности ОАО «Роскат»:**

- производство медной катанки (полуфабрикат для производства кабелей и других электротехнических изделий) - 72% выручки за 2006 год, производственные мощности ОАО «Роскат» по этому направлению - 78 тыс. тонн в год;
- производство кабеля - 19%; производственные мощности – 14 тыс. км. кабеля в год;
- производство медной проволоки - 7%; производственные мощности – 6 тыс. тонн кабеля в год;
- услуги по переработке давальческого сырья - 2%.

Наиболее рентабельные направления деятельности ОАО «Роскат» – оказание услуг по переработке сырья и производство кабеля. Основное направление (производство медной катанки) - самое низкорентабельное (4%).

Производственные показатели ОАО «Роскат» за 2006 год демонстрировали рост по всем направлениям:

- рост объема производства медной катанки на 60.8% (до 56.3 тыс. тонн)
- рост объема производства кабеля на 8.3% (до 12 тыс. км.)
- двукратный рост объема производства медной проволоки (до 7.6 тыс. тонн)

Основные владельцы бизнеса: Таран Н.В. (25%), Казымова Е. П. (20%), Куимчиди А.П. (20%) и Прокопенко В.В. (20%).

Крупнейшими российскими производителями медной катанки России являются ЗАО «Катур-Инвест» (38.4% рынка по итогам 1 квартала 2007 года), ЗАО «Элкат» (19.8%), Новгородский металлургический завод (14.9%), ОАО «Роскат» (14%) и ЗАО «Транскап» (10.8%).

Цель облигационного займа: 400 млн руб. (33%) из общего объема привлеченных средств планируется направить на финансирование инвестиционной программы; 800 млн руб. (67%) – на рефинансирование кредитного портфеля.

Позитивные факторы:

- Рост финансовых показателей ОАО «Роскат» за 2006 год:
 - Рост выручки: в 2.4 раза (+4 328 млн руб.)
 - Рост EBITDA: в 2.3 раза (+370 млн руб.)
 - Рост чистой прибыли: в 2.7 раза (+250 млн руб.)
 - Рост активов: в 1.9 раза (+1210 млн руб.)
 - Рост собственного капитала: в 3.7 раза (+346 млн руб.)
- Инвестиционная программа ОАО «Роскат» на 2007-2008 годы - 1 млрд руб. (основные направления инвестирования: организация производства силовых и высокотемпературных кабелей; кабельной продукции с изоляцией из сшитого полиэтилена);
- Широкая база клиентов ОАО «Роскат» (доля наибольшего потребителя – 13.2%);

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Первичный рынок

- Рост рынка, на котором оперирует ОАО «Росскат»:
 - российский рынок кабельных изделий в течение последних нескольких лет характеризуется стабильным ростом; в 2006 году производство силовых кабелей выросло на 24%
 - в течение последних 9 лет наблюдался рост производства медной катанки на фоне роста внутреннего потребления и объема экспорта
- Малая степень износа производственного оборудования ОАО «Росскат».

Негативные факторы:

- Зависимость бизнеса ОАО «Росскат» от поставщиков сырья:
 - в 2006 году 99.9% поставок сырья ОАО «Росскат» пришлось на трех поставщиков
 - у компании отсутствует собственная сырьевая базы
- Зависимость бизнеса ОАО «Росскат» от мировых цен на медь (доля сырья в себестоимости продукции составляет 95%);
- Недиверсифицированная выручка по продуктовому признаку (72% выручки ОАО «Росскат» за 2006 год сформировано за счет продажи одного наименования продукции – медной катанки);

Показатели по отчетности производителей кабелей за 2006 год (в млн руб.):

Показатель	ОАО «Росскат» за 2005 год	ОАО «Росскат» за 2006 год	Динамика, в % (абс.)	Группа «Рыбинскабель»
Вид отчетности	Отчетность по РСБУ за 2005г.	Отчетность по РСБУ за 2006г.	-	Консолидированный баланс Группы РСБУ за 2006 г
Выручка	3 052	7 380	в 2.4 раза (+4 328)	5 185
ЕБИТДА	280	650	в 2.3 раза (+370)	751
Чистая прибыль	139	389	в 2.7 раза (+250)	305
Активы	1 299	2 509	в 1.9 раза (+1 210)	3 865
Финансовый долг	948	1 393	46.9% (+1445)	1 219
Собственный капитал	128	474	в 3.7 раза (+346)	2 442
Финансовый долг/Активы	73.0%	55.5%	-17.5 п.п.	31.5%
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.4x	2.1x	-1.2x	1.6x
Рентабельность по ЕБИТДА	9.2%	8.8%	-0.4 п.п.	14.5%

ОЦЕНКА ДОХОДНОСТИ ВЫПУСКА: Ближайшим аналогом ОАО «Росскат» является Группа «Рыбинскабель». Группа «Рыбинскабель» по финансовым показателям выглядит лучше компании ОАО «Росскат»: на фоне меньшей выручки (5 млрд против 7.4 млрд), Группа «Рыбинскабель» демонстрирует лучшие показатели эффективности деятельности (рентабельность по ЕБИТДА: 14.5% против 8.8%); собственный капитал больше в 5.2 раза, активы больше в 1.5 раза, лучше показатели финансового долга.

Текущий выпуск Группы «Рыбинскабель» («Рыбкаб», 1) торгуется под 9.6% к оферте 04.03.2008.

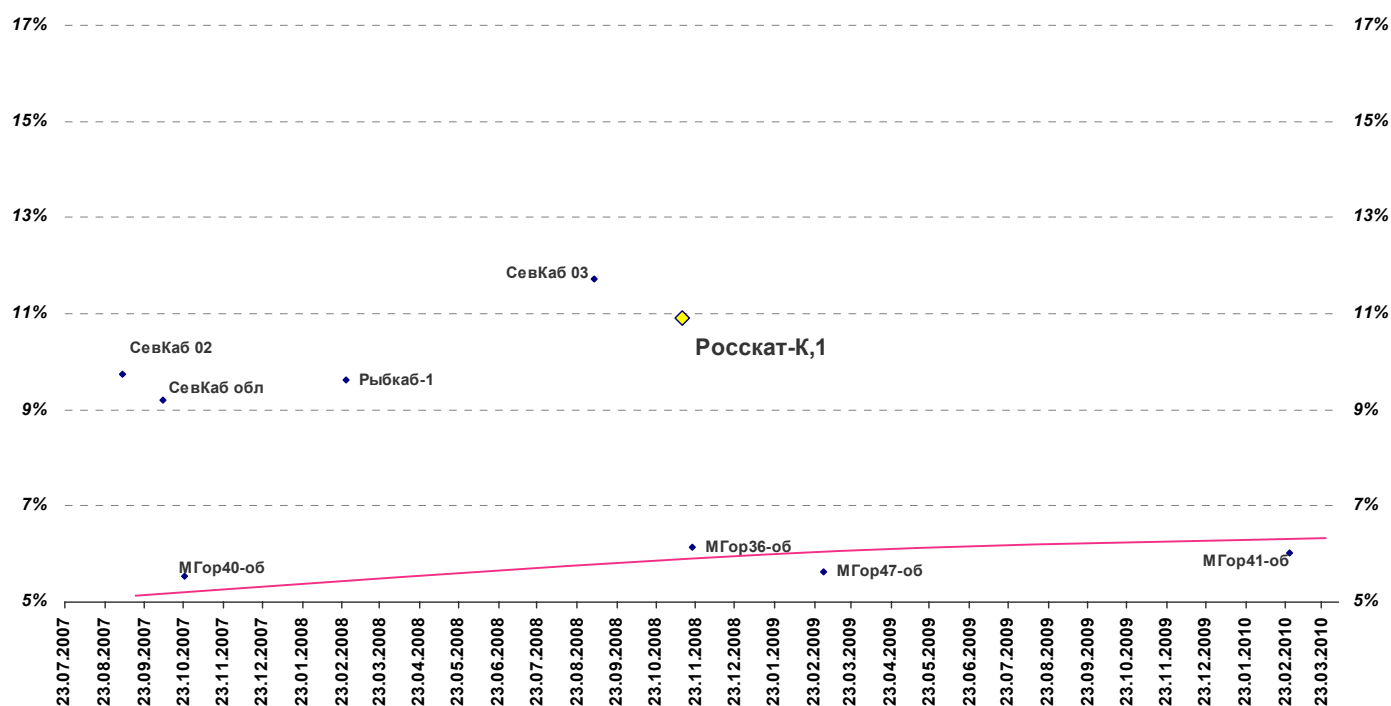
Таким образом, с учетом указанных факторов, мы оцениваем справедливую доходность выпуска «Росскат-Капитал», 1 к 1.5 годовой оферте порядка 11.0% (Прогноз организаторов по ставке первого купона -10.60% годовых, что соответствует доходности к оферте 10.87% годовых).

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Первичный рынок

РЕКОМЕНДАЦИИ: ОАО «Росскат» демонстрирует рост показателей деятельности, рынок, на котором работает ОАО «Росскат», также развивается. Однако зависимость бизнеса от мировых цен на медь, ограниченное число поставщиков, низкая диверсификация выручки несколько ограничивают привлекательность эмитента. Рекомендуем обратить на выпуск «Росскат-Капитал,1» при размере доходности от 11.0%



ЕВРООБЛИГАЦИИ

Владимир Малиновский
V.Malinovskiy@cf.ru

Ни публикация инфляционных показателей PPI и CPI на прошедшей неделе, ни выступление главы ФРС Б.Бернанке перед Сенатом США не смогли изменить конъюнктуру внешнего долгового рынка. Чистый CPI оказался в рамках ожиданий, а Бернанке заявил о сохранении опасения роста потребительских цен, упомянув, что некоторое снижение инфляции в марте и мае может оказаться лишь временным явлением.

В течение недели колебания UST10 не превышали 5 б.п., и лишь в ее конце ставки начали снижаться на фоне новой волны опасений по поводу возможного негативного влияния сектора рискованных ипотечных бумаг на американскую экономику. Инвесторы вновь предпочли «спрятать» свои вложения в наиболее надежных бумагах, к коим причисляют US treasures. В итоге доходность UST10 преодолел отметку 5.0% годовых, достигнула 4.95% годовых.

Впрочем, считаем, что «бегство в качество» носит временный характер и в случае отсутствия более серьезных новостей с рынка жилья, доходности американской «десятки» вернутся в привычный диапазон 5.0-5.30% годовых.

Спрэд по доходности российского суверенного выпуска еврооблигаций RUS30 к UST10 на протяжении недели сохранялся на уровне 100 б.п. и только к ее концу расширился до 105 б.п. на фоне снижения ставок последнего.

На текущей неделе наиболее значимая макростатистика по Штатам будет публиковаться только во второй половине недели: в среду и четверг поступят новости с рынка жилья, в четверг – индекс заказов на товары длительного пользования, в пятницу – данные по ВВП США за второй квартал.

Календарь выхода макроэкономических показателей в США

дата	Время, Мск		период	прогноз	прежнее
23.июл	16.30	Индекс деловой активности в США от ФРБ Чикаго	июн	---	-0.22
	16.30	Оптимизм инвесторов в США от UBS/Gallup	июл	---	89.00
24.июл	16.55	Розничные продажи в США за неделю (Redbook, мес/мес)	---	---	+0.40%
	16.55	Розничные продажи в США за неделю (Redbook, год/год)	---	---	+2.70%
	18.00	Сводный индекс ФРБ Ричмонда	июл	---	+7.00
	18.00	Индекс сектора услуг ФРБ Ричмонда	июл	---	+15.00
25.июл	01.00	Доверие потребителей в США за неделю от ABC/WashP	---	---	-11.0
	15.00	Индекс ипотечного кредитования в США за неделю	---	---	631.60
	18.00	Продажи домов в США (млн)	июн	5.87	5.99
	18.30	Запасы нефти в США за неделю			
26.июл	16.30	Заказы на товары длительного пользования в США	июн	+1.80%	-2.40%
	16.30	Обращения за пособием по безработице в США за неделю	---	310,000	301,000
	16.30	Обращения за пособием по безработице в США за 4 недели	---	--	312,000
	18.00	Новые дома в США	июн	895,000	915,000
	18.00	Индекс производственной активности на Среднем Западе США	июн	--	104.6
27.июл	12.30	ВВП США	II кв	+3.20%	+0.70%
	18.00	Индекс Университета Мичигана, окончательный	июл	91.2	85.3

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

Евгений Воробьев

Старший аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

E.Vorobiev@cf.ru

Александр Чайкун

Аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

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 кратко- 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».