

Александр Ермак aermak@region.ru
Константин Комиссаров kommisarov@region.ru

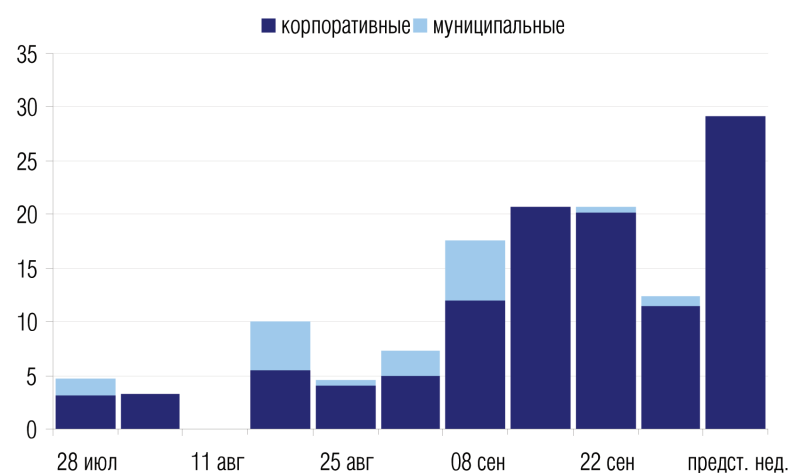
Основные параметры предстоящих размещений

Дата	Выпуск	Объем, млн. руб.	Дата погашения/оферты	Оценка доходности, %	
				Доходность	Купон
3 окт	Банк СОЮЗ, 2	2 000	04.10.07	8.27 - 8.47	8.1 - 8.3
3 окт	СНХЗ Финанс, 1	1 000	05.10.07	10.78 - 11.04	10.5 - 10.7
3 окт	Агрика, 1	1 000	04.04.08	11.2 - 11.4	10.9 - 11.1
3 окт	Разгуляй-Финанс, 2	2 000	15.04.08	10.52 - 10.78	10.25 - 10.5
4 окт	АИЖК, 7	4 200	15.07.16	7.6 - 7.66	7.4 - 7.45
4 окт	АИЖК, 8	5 000	15.03.14	7.45 - 7.5	7.25 - 7.3
4 окт	ТрансФин-М, 1	3 000	25.09.09	---	---
5 окт	МДМ-Банк, 3	6 000	09.10.07	---	---
5 окт	ОГК-5, 1	5 000	04.10.09	7.64 - 7.7	7.5 - 7.55
Всего:		29 200			

Основные итоги первичных размещений

Дата	Выпуск	Объем, млн. руб.	Дата погашения/оферты	Доходность, %	Спрос, % от объема выпуска
28 сен	Тамбовская обл., 1	400	н.д.	27.09.08	н.д.
28 сен	Кировская обл., 2	600	н.д.	24.09.09	н.д.
26 сен	Банк Русский Стандарт, 7	5 000	150%	03.04.08	8.69
27 сен	МОИТК, 1	3 000	н.д.	26.09.09	0.00
27 сен	ПЭБ Лизинг, 1	500	н.д.	02.04.08	0.00
27 сен	Центр-Капитал, 1	1 000	н.д.	28.09.09	0.00
28 сен	НОК, 2	400	н.д.	02.10.08	12.68
29 сен	Метрострой Инвест, 1	1 500	287%	31.03.08	8.65
Всего:		12 400			

Объем выпусков, млрд. руб



На прошлой неделе (25 – 29 сентября) на рынке корпоративных и муниципальных облигаций состоялось размещение восьми выпусков на сумму 12,4 млрд. руб. Высокий спрос и благоприятная конъюнктура рынка обеспечили удачное для эмитентов размещение всех выпусков в полном объеме.

Наибольшим спросом у инвесторов пользовался дебютный выпуск Метрострой-Инвест — спрос превысил объем займа практически втрое (4,3 млрд. при объеме предложения 1,5 млрд. рублей). Ставка первого купона была зафиксирована на уровне 8,47% годовых, что соответствует эффективной доходности к 1,5 летней оферте 8,65% (более чем на 100 б.п. ниже прогнозов). Успех размещения был обеспечен 100% государственным участием государства в капитале поручителя по займу. Кроме того, можно отметить высокий спрос (150% от предложения) при размещении 7-го выпуска Банка «Русский Стандарт».

Нельзя не отметить, что в целом за сентябрь было размещено облигаций на общую сумму 71,4 млрд. рублей, что немного не дотягивает до абсолютного рекорда месячного размещения в декабре 2005 г. (74,3 млрд. руб.).

На предстоящей неделе (2 – 6 октября) на первичном рынке запланировано размещение девяти выпусков корпоративных облигаций на сумму 29,2 млрд. руб.

Для консервативных инвесторов наиболее интересными нам представляется размещение: дебютного займа ОГК-5, 7 и 8 выпуски АИЖК. Относительно высокая доходность (в районе 11% годовых) ожидается по облигациям Агрика Продукты Питания, Разгуляй-Финанс и СНХЗ-Финанс.

Мы оцениваем справедливый уровень доходности к оферте дебютного выпуска ОГК-5 в размере 7,64 – 7,70% годовых, что соответствует ставке первого купона 7,50 – 7,55% годовых, и рекомендуем инвесторам принимать участие в аукционе.

Выпуск	ОГК-5, 1
Объем	5 млрд. руб.
Срок обращения	5 лет
Купоны	1-й купон на конкурсе, 2 – 6-й равны 1-му, 7 – 10-й — определяет эмитент
Периодичность	2 раза в год
Усл. досрочного выкупа	через 3 года по номиналу
Поручители	-
Организатор	Газпромбанк, КИТ Финанс
Доп. информация	-

ОАО «ОГК-5»

Пятая Оптовая Генерирующая компания (ОГК-5) была учреждена в рамках реформирования энергетической отрасли 27 декабря 2004 года. В состав ОГК-5 вошли генерирующие мощности, расположенные по экстерриториальному признаку: Конаковская ГРЭС, Рефтинская ГРЭС, Среднеуральская ГРЭС и Невинномысская ГРЭС. Установленная мощность предприятия находится на уровне 8,7 ГВт электроэнергии и 2242 Гкал/ч тепла, что позволяет ей входить в пятерку крупнейших энергетических компаний России.

Баланс слабых сторон производственных активов ОГК-5 в какой-то степени характерен для отрасли. Большинство активов ОГК-5 характеризуется значительным износом: ввод в строй первых агрегатов состоялся в середине 60 – 70-х гг. С другой стороны, три из четырех станций ОГК-5 расположены в энергодефицитных регионах, причем Конаковская ГРЭС расположена в непосредственной близости к наиболее энергоемкому московскому региону. Две станции (Конаковская и Рефтинская) характеризуются сравнительно высокой эффективностью деятельности.

В ближайшие годы ОГК-5 планирует осуществить масштабную инвестиционную программу строительства и модернизации генерирующих мощностей. Суммарный объем капложений на 2006 – 10 гг. оценивается в 50 млрд. руб., из них 33 млрд. руб. планируется направить на строительство новых мощностей, 16 млрд. вложить в обновление оборудования. В итоге суммарный ввод новых генерирующих мощностей оценивается на уровне 1242 МВт, рост мощности за счет увеличения эффективности — в 400 МВт.

ОГК-5 публикует консолидированную отчетность по российским стандартам и аудированную отчетность по международным стандартам. При анализе финансовой отчетности необходимо учитывать ряд существенных нюансов:

- В качестве единой операционной единицы предприятие начало функционировать только 1 апреля 2006 года.
- Отчетность по РСБУ за 2005 год отражает в себе, главным образом, результаты от сдачи в аренду имущества Рефтинской и Среднеуральской ГРЭС (98% совокупной выручки) и агентское вознаграждение (2%).
- Кроме того, специфика формирования объединенного бизнеса в РСБУ предполагает отражение «бумажной» переоценки между номинальной стоимостью акций дочерних предприятий и их рыночной стоимостью на момент объединения. Положительный результат отражен в статье «прочих операционных доходов».
- Результаты деятельности за второй квартал 2006 года по РСБУ включают в себя полноценные показатели деятельности всех четырех структурных единиц ОГК-5.
- Консолидированная отчетность по МСФО за 2005 год включает в себя показатели деятельности только Конаковской и Невинномысской ГРЭС; результаты Среднеуральской и Рефтинской ГРЭС отражены посредством механизма аренды.
- В целях получения сопоставимых результатов за 2005 год ОГК-5 подготовила проформу МСФО по всем четырем структурным единицам.
- До момента проведения IPO компания ограничена в масштабах раскрытия параметров отчетности по МСФО.

По нашим оценкам, с учетом результатов деятельности Среднеуральской и Рефтинской ГРЭС совокупная выручка ОГК-5 в 2005 году находилась на уровне 22 млрд. руб. Согласно отчетности по РСБУ за первое полугодие выручка компании достигла 11930 млн. руб.

ОГК-5, как и большинство вновь сформированных предприятий энергетической отрасли, практически не имеет долговой нагрузки, поэтому классический анализ коэф. покрытия долга не несет значимого экономического смысла. Имеющийся долг представляет собой совокупную задолженность вошедших в состав ОГК-5 компаний. Вместе с тем, мы хотели бы отметить достаточно консервативную долговую политику компании: менеджмент ориентируется на предельный Долг / EBITDA равный 2,5.

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ. *

млн. руб.	РСБУ, 1Н 2006
Выручка	11 930
ЕБИТДА*	1 781
Чистая прибыль	626
Долг	1 874
Маржа ЕБИТДА, %	14,9%
Маржа ЧП, %	5,3%
Долг/Активы	0,05
Долг/СК	0,06
Выручка/Долг	12,7
Долг/ЕБИТДА	0,5
ЕБИТДА/%	42,2

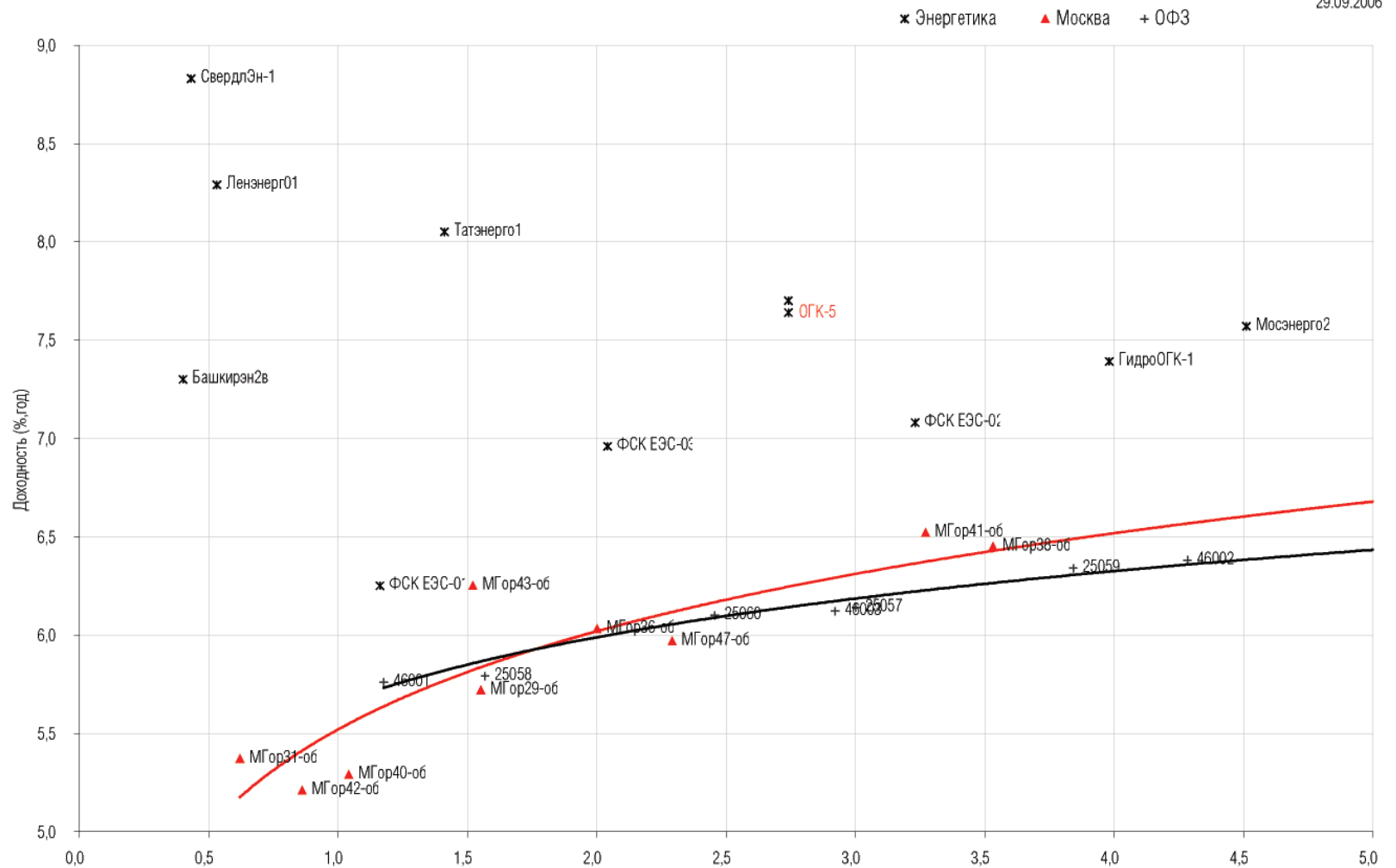
* Показатель ЕБИТДА скорректирован на неденежные доходы / расходы.
Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

При оценке справедливой доходности мы опирались на динамику вторичного рынка дебютного выпуска ГидроОГК и 2-го выпуска Мосэнерго, а так же на результаты аукционов по размещению 1-го выпуска Мосэнерго и 1-го выпуска МОЭСК. С Мосэнерго и ГидроОГК компанию роднит специфика основной производственной деятельности, с МОЭСК — отраслевая принадлежность. Стоит отметить, что наиболее близким аналогом ОГК-5 среди компаний, представленных на рынке публичного долга, с точки зрения структуры производства является Мосэнерго.

В настоящий момент 2-й выпуск Мосэнерго торгуется на уровне % годовых, дюрация лет, что эквивалентно спреду к кривой ОФЗ на уровне б.п. В результате аукциона по размещению 1-го выпуска Мосэнерго эффективная доходность к трехлетней оферте сложилась на уровне 7,68% годовых; для МОЭСК эффективная доходность к погашению (5 лет) сложилась на уровне 8,21% годовых. По нашему мнению, дебютный выпуск ОГК-5 должен размещаться с премией к кривой Мосэнерго, что объясняется короткой публичной историей компании и отсутствием рейтингов.

Учитывая текущий уровень доходности обращающихся бумаг энергетического сектора, конъюнктуру вторичного рынка, а так же наклон кривой ОФЗ, мы оцениваем справедливый уровень предстоящего выпуска ОГК-5 на уровне 7,64 – 7,70% годовых, что соответствует ставке первого купона на уровне 7,50 – 7,55% годовых. Рекомендация — принимать участие в аукционе.

29.09.2006



ОАО «АИЖК»

Мы оцениваем справедливый уровень доходности к оферте 7-го выпуска АИЖК в размере 7,60 – 7,66% годовых, что соответствует ставке первого купона 7,40 – 7,45% годовых, и рекомендуем инвесторам принимать участие в аукционе.

Мы оцениваем справедливый уровень доходности к call — опциону 8-го выпуска АИЖК в размере 7,45 – 7,50% годовых, что соответствует ставке первого купона 7,25 – 7,30% годовых, и рекомендуем инвесторам принимать участие в аукционе.

При анализе справедливой доходности предстоящих займов имеет смысл ориентироваться на положение текущей кривой АИЖК относительно кривой ОФЗ. При этом необходимо учитывать различную степень гарантий по обращающимся выпускам. Напомним, что 1-й, 2-й и 3-й выпуски эмитента полностью покрывались государственными гарантиями, в то время как по 5-му и 6-му выпускам гарантия распространялась только на основную сумму долга (без процентов). В предстоящих займах государственная гарантия так же покрывает только основную сумму долга.

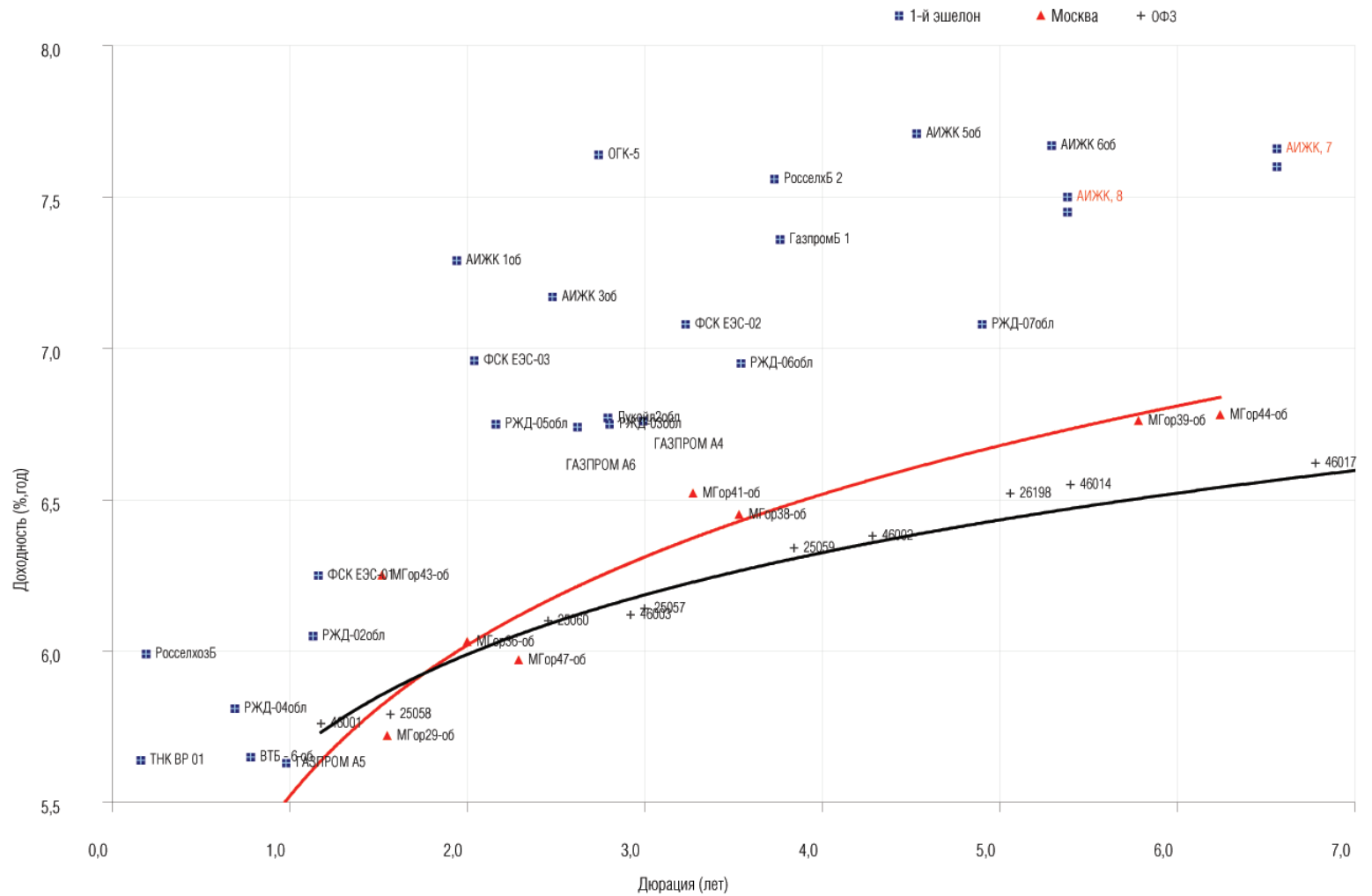
Спрэд 1-го выпуска АИЖК к кривой ОФЗ с начала года в среднем колебался в диапазоне 100-155 б.п., 2-й и 3-й выпуски торговались на тех же уровнях. Интересно отметить, что 5-й и 6-й выпуски торговались примерно на 20 – 30 б.п. выше, что объясняется несколько иными параметрами госгарантий.

Учитывая текущий уровень доходности обращающихся бумаг АИЖК, конъюнктуру вторичного рынка, а так же наклон кривой ОФЗ, мы оцениваем справедливый уровень предстоящего 7-го выпуска на уровне 7,60 – 7,66% годовых, что соответствует ставке первого купона на уровне 7,40 – 7,45% годовых. Справедливый уровень доходности к call — опциону 8-го выпуска АИЖК оцениваем в размере 7,45 – 7,50% годовых, что соответствует ставке первого купона 7,25 – 7,30% годовых. Рекомендация — принимать участие в аукционах.

Выпуск	АИЖК, 7
Объем	4 млрд. руб.
Срок обращения	10 лет
Купоны	1 купон — на конкурсе, 2 – 38 купоны — равны 1 купону
Периодичность	4 раза в год
Условия досрочного выкупа	-
Поручители	-
Организатор	Ренессанс Капитал
Доп. информация	Амортизация: 15.10.2013 — 50% от номинальной стоим., 15.07.2015 - 25%, 15.07.2016 - 25%

Выпуск	АИЖК, 7
Объем	5 млрд. руб.
Срок обращения	12 лет
Купоны	1 купон — на конкурсе, 2 – 46 купоны — равны 1 купону
Периодичность	4 раза в год
Усл. досрочного выкупа	8 лет по номиналу
Поручители	-
Организатор	Росбанк
Доп. информация	Амортизация: 15.06.2012 - 40% от номинальной стоим., 15.03.2014 - 30%, 15.06.2017 - 15%, 15.06.2018 - 15 % Опцион call на 60% выпуска 15.03.14

29.09.2006



ОАО «АГРИКА ПРОДУКТЫ ПИТАНИЯ»

Мы оцениваем справедливый уровень доходности дебютного выпуска ОАО «Агрика Продукты Питания» в размере порядка 11,20-11,402% годовых к оферте (купон – 10,90-11,10% годовых) и рекомендуем принять участие в аукционе по размещению.

Выпуск	Агрика Продукты Питания, 1
Номинал	1000 руб.
Объем	1 0000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Цена размещения	100% от номинала
Ставка купона	1 купон — на конкурсе, 2,3 купоны — равны 1 купону, 4 купон — определяет эмитент, 5,6 купоны — равны 4 купону
Периодичн. выпл. купонов	2 раза в год
Оферта	Через 1,5 года, по цене 100% от номинала
Поручитель	ООО «АГРОИМПОРТ» ООО «Агрика-Продукт»
Организатор	АКБ «Промсвязьбанк»
Торговая площадка	ФБ ММВБ

Эмитентом облигационного займа является ОАО «Агрика Продукты Питания», созданное в апреле 2006 года в целях объединения всех активов Группы предприятий «Агрика». Группа предприятий «Агрика» входит в группу компаний «РОЭЛ», является производителем продуктов питания и объединяет ряд профильных предприятий глубокой переработки мяса, мяса птицы, производства быстрозамороженных продуктов и комбикормов. Группа динамично развивается и обеспечивает производимой продукцией оптовых и розничных потребителей в г. Москве, Центральном, Приволжском и Южном федеральных округах, а также на территории Урала и Западной Сибири.

Группа Предприятий «Агрика» — горизонтально-интегрированный холдинг, в настоящее время производственная деятельность Группы организована по четырем основным направлениям:

- производство продуктов мясной переработки (ЗАО «МПЗ «Амрос», ОАО «Мясокомбинат «Ржевский», ООО «Чебоксарский мясокомбинат»);
- производство продуктов переработки мяса птицы (ОАО «Чебоксарский бройлер»);
- производство быстрозамороженных продуктов (ООО «Росток-Шупашкар»);
- производство комбикормов и витаминно-белковых смесей (ООО «Чебоксарский комбинат хлебопродуктов»).

Все производственные предприятия функционируют под контролем Управляющей компании ООО «Агрика» г. Москва, которая была образована в феврале 2005 года. ОАО «Агрика Продукты Питания» является собственником активов Группы Предприятий «Агрика».

Сбытовая деятельность Группы осуществляется через специализированные подразделения ООО «Агрика-Продукт» и ООО «Агроимпорт» (поручители по займу), а также через дистрибуторские сети компаний «ОптТрейд» (Москва) и «Снегирь» (Екатеринбург). ООО «Агрика-Продукт» и ООО «Агроимпорт» занимаются соответственно оптовой торговлей продуктами питания и торгово-закупочной деятельностью (закупка сырья). Существующая собственная розничная сеть «Пятачок» включает 25 магазинов в г. Чебоксары.

Региональное расположение производственных активов Группы (Чувашская республика и Тверская область) определяется одновременной близостью крупнейших рынков сбыта (Москва и Московская область) и сырьевых рынков (Татарстан, Мордовия, Республика Марий Эл).

Уставный капитал ОАО «Агрика Продукты Питания» на 1.07.2006 составлял 2 101 539 тыс. рублей. Основными акционерами выступают:

- ООО «МегаСтрой» — 52,35 %УК (принадлежит на 100% Драчиловскому А.А.)
- ЗАО «ФинМастер» — 28,97%УК (принадлежит по 50% Пигалевой Е.Д. и Воротникову А.В.)
- ООО «ТехноПрестиж» — 18,68%УК (принадлежит Леонтьеву С.В. — 49% и ООО «Вирленна» — 51%).

Уставный капитал эмитента сформирован за счет финансовых вложений в дочерние предприятия.

Большая часть производимой продукции мясопереработки реализуется на территории Чувашской республики. На этом рынке по оценкам компании ее доля составляет порядка 30%, среди основных конкурентов отмечаются Звениговский мясокомбинат (30%) и Вурнарский мясокомбинат (26%).

В сегменте производства и переработки мяса птицы Группа управляет одним из ведущих птицеводческих предприятий в республике — на долю ОАО «Чебоксарский бройлер» в 2006 году приходится порядка 30% местного рынка (11,5% в 2005 году).

Продукция в сегменте мясопереработки реализуется под 3 региональными брендами — «Купец Ефремов», «ЧМК», «Чебоксарский бройлер».

В сегменте производства комбикормов Группы оперирует ООО «Чебоксарский комбинат хлебопродуктов». По данным компании, комбинат занимает ведущее положение в Чувашии и является основным производителем комбикормов для животноводческих хозяйств в регионе. Доля рынка комбината оценивается в 24% по производственным мощностям.

Компания представила для анализа отчетность по РСБУ по эмитенту и поручителям за 2005 год и 1 полугодие 2006 года, а также сводную консолидированную отчетность Группы, подтвержденную аудиторским заключением компании ЗАО «СВ-Аудит».

Согласно сводной аудированной отчетности выручка Группы за 2005 год составила 2,3 млрд. рублей, увеличившись за год более чем в 4,5 раза. Высокие темпы роста сохранились и в текущем году: за 6 месяцев т.г. выручка составила чуть более 3 млрд. рублей, превысив не только аналогичный результат прошлого года (в 6 раз), но и результат 2005 года. В структуре выручки наибольший объем (61%) приходится на сегмент мясопереработки, порядка 10% и 9% соответственно приходится на производство комбикормов и продуктов из мяса птицы.

Согласно прогнозам в 2006 году Группой ожидается выручка порядка 5,9 млрд. рублей. Рост показателей в основном связан с увеличением загрузки имеющихся мощностей вследствие проведенной масштабной модернизации производства, увеличившей объем продаж готовой продукции (в 6,5 раз в 2005 году по сравнению с 2004 годом), расширенной географии продаж, увеличенного ассортимента выпускаемой продукции. К 2008 году за счет загрузки существующих, а также покупки новых производственных мощностей Группа планирует выйти на объем продаж не менее 10 млрд. рублей.

Прибыль от реализации продукции в 2005 году составила 203 млн. рублей, что позволило Группе выйти на безубыточный уровень. За 6 месяцев т.г. прибыль превысила годовой результат, достигнув 323 млн. рублей. Рентабельность основной деятельности демонстрирует положительную динамику, увеличившись в текущем году на 2,8% до 11,7%. Процентные расходы увеличиваются достаточно высокими темпами, при этом являются незначительными относительно размеров прибыли и обслуживаются в нормальном режиме ($EBIT / \% = 13$).

Суммарные активы на 1 июля составили 3,3 млрд. рублей, за 2005 год увеличились более чем в 4,7 раза, с начала текущего года возросли еще на 8%. В структуре активов преобладает внеоборотная составляющая (64%А), сформированная преимущественно за счет основных средств (63,5%А).

Собственный капитал является основным источником финансирования деятельности Группы, на 1.07.2006 г. составлял 2,54 млрд. рублей или 76,7% пассивов. Более чем на 80% он сформирован за счет средств уставного капитала, оставшаяся доля — чистая прибыль прошлого года и отчетного периода. Финансовый долг в настоящее время незначителен — 445 млн. рублей или 13,5% пассивов. За 2005 год его объем увеличился на 23%, с начала текущего года — на 35%. В разрезе сроков долгосрочные и краткосрочные кредиты делятся в пропорции 61% на 39% соответственно. Преобладание долгосрочных ресурсов и их рост более высокими темпами

относительно текущих обязательств оцениваются позитивно. Основными банками-кредиторами выступают Номос-банк (263 млн. руб.) и Сбербанк (170 млн. руб.).

В целом финансовое состояние Группы «Агрика» следует признать устойчивым, что обусловлено высокими темпами роста бизнеса Группы, существенной долей собственного капитала – главного источника финансирования деятельности Группы, относительно низкой долговой нагрузкой, приемлемым уровнем рентабельности. Среди положительных факторов следует также отметить завершение процесса модернизации производства, позволившего нарастить объемы производства продукции, относительно прозрачная структура собственности Группы. Среди негативных факторов можно выделить отсутствие в настоящее время национального брэнда, достаточно конкурентную среду в отрасли, а также нехватку производственных мощностей для выхода на общероссийский рынок.

По масштабам бизнеса Агрика уступает таким компаниям — эмитентам как Группа Черкизово, Микояновский мясокомбинат, однако по показателям рентабельности и уровню долговой нагрузки их превосходит.

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ										
млн.	Агрика ПП		Группа Черкизово			Микояновский мясокомбинат			Екатеринбург. мясокомбинат	
Стандарты	РСБУ, руб.		МСФО, USD			РСБУ, руб.			РСБУ, руб.	
	2005	1 п. 2006	2004	2005	%	2004	2005	%	2004	2005
Выручка	2 269	3 078	463,8	546,2	17,8%	7 474	8 766	17,29%	н.д.	1 580
ЕВИТ	198	321	12,3	43,4	252,3%	391	619	58,31%	н.д.	97
ЕВИТДА	218	365	33,0	63,8	93,6%	н.д.	н.д.	-	н.д.	н.д.
ЧП	172	297	1,1	17,1	1424,6%	9	154	1527,55%	н.д.	69
% расходы	23	25	15,9	15,6	-1,7%	275	275	-0,06%	н.д.	12
Активы	3 056	3 309	349,3	423,8	21,3%	5 704	5 554	-2,63%	н.д.	992
СК	2 241	2 538	32,8	62,5	90,3%	1 211	1 365	12,70%	н.д.	598
Долг	330	445	180,0	235,4	30,8%	3 424	3 299	-3,63%	н.д.	77
Ч долг	325	374	180,0	235,4	30,8%	2 141	1 894	-11,54%	н.д.	9
Маржа ЕВИТ	8,71%	10,44%	2,7%	7,9%	5,3%	5,23%	7,06%	-	-	6,13%
Маржа ЕВИТДА	9,60%	11,85%	7,1%	11,7%	4,6%	н.д.	н.д.	-	-	н.д.
Маржа ЧП	7,58%	9,66%	0,2%	3,1%	2,9%	0,13%	1,75%	-	-	4,39%
ROA	9,31%	14,74%	4,5%	3,7%	-0,9%	0,17%	2,73%	-	-	11,14%
ROE	14,24%	19,63%	3,4%	27,3%	23,9%	0,78%	11,94%	-	-	22,76%
Долг/Активы	0,11	0,13	0,52	0,56	0,04	0,6	0,59	-	-	0,08
Долг/СК	0,15	0,18	5,48	3,77	-1,71	2,83	2,42	-	-	0,13
Выручка/Долг	6,89	13,83	2,6	2,3	-0,3	2,18	2,66	-	-	н.д.
Долг/ЕВИТДА	1,51	0,61	5,5	3,7	-1,8	н.д.	н.д.	-	-	н.д.
Долг/ЕВИТ	9,49	14,69	14,6	5,4	-9,2	8,75	5,33	-	-	0,79
ЕВИТДА/%	1,67	0,69	2,1	4,1	2,0	н.д.	н.д.	-	-	н.д.
ЕВИТ/%	8,61	12,95	0,8	2,8	2,0	1,42	2,25	-	-	8,2

Источник: данные компании, ГК «РЕГИОН».

С учетом финансового положения эмитента и дебютного характера займа мы оцениваем справедливый уровень доходности первого выпуска ОАО «Агрика Продукты Питания» в размере порядка 11,20 – 11,40% годовых к оферте (купон – 10,90 – 11,10% годовых) и рекомендуем принять участие в аукционе по размещению.

ООО «РАЗГУЛЯЙ – ФИНАНС»

Мы оцениваем справедливый уровень доходности второго выпуска ОАО «Разгуляй-Финанс» в размере порядка 10,52-10,78% годовых к оферте (купон — 10,25 – 10,50% годовых) и рекомендуем принять участие в аукционе по размещению.

Выпуск	Разгуляй-Финанс, 2
Номинал	1000 руб.
Объем	2 000 млн. руб.
Срок обращения	5 лет
Цена размещения	100% от номинала
Ставка купона	1 купон — на конкурсе, 2,3 купоны — равны 1 купону, 4 – 10 купоны — определяет эмитент
Периодич. выплаты купонов	2 раза в год
Оферта	Через 1,5 года, по цене 100% от номинала
Поручитель	ЗАО Зерновая компания «Разгуляй», ЗАО Сахарная компания «Разгуляй».
Организатор	Банк Москвы
Торговая площадка	ФБ ММВБ

Группа «Разгуляй», образованная в 1992 г., — один из крупнейших вертикально – интегрированных агропромышленных холдингов России, специализирующийся в сфере производства, переработки и реализации с/х продукции сырьевой группы. В состав Холдинга входят 39 производственных предприятий в 16 регионах России, входящих в состав двух отраслевых компаний: зерновой и сахарный, которые являются поручителями по займу. Управление всеми компаниями группы осуществляет управляющая компания — АО «Группа «Разгуляй».

Группа «Разгуляй» занимает 1 место среди агропромышленных компаний России по торговле рисом и зерном (10% рынка межрегионального коммерческого оборота зерна, 15,8% рынка крупы и 3,2% рынка муки), и входит в первую 3-ку компаний в сфере производства, переработки и реализации сахара, контролируя 11,8% российского сахарного рынка.

В марте 2006г. Группа привлекла 144 млн. долларов в ходе проведенного IPO, по результатам которого рыночная капитализация Группы составила 509 млн. долларов. На текущий момент акции Группы «Разгуляй» распределяются следующим образом. Президент Группы (Потапенко И.В.) является конечным собственником, владея 75 992 тыс. штук акций (71,7%). Прочие инвесторы приобрели в ходе IPO 30 008 тыс. штук акций (28,3%), в т.ч. доля Deutsche Bank (Лондон) — 6,24%.

В течение последних шести лет Группа готовит консолидированную отчетность по МСФО, аудитором которой выступает компания KPMG). По итогам 2005 г. выручка компании составила около 19,8 млрд. руб., увеличившись по сравнению с предыдущим годом на 8%. Чистая прибыль составила 1,397 т. млрд. руб. (прирост за год около 8,1%). Маржа чистой прибыли не изменилась и по итогам 2005 года составила 7,1%. Маржа EBITDA составила в 2005 г. около 12,2% против 9,8% годом ранее,

Активы компании выросли по итогам 2005 г. более чем на 80% и составили около 20,2 млрд. руб., в т.ч. собственный капитал — более 11 млрд. руб. (КФН = около 0,55).

Группа «Разгуляй» имеет умеренную долговую нагрузку. Покрытие финансового долга выручкой составляет порядка 3,9 раз. Отношение финансового долга к EBITDA составляет 2,1х. Группа «Разгуляй» имеет положительную кредитную историю на публичном долговом рынке, разместив в предыдущие три года два рублевых займа на общую сумму 3 млрд. рублей и годовой выпуск CLN объемом 50 млн. долларов. Первый рублевый выпуск (1 млрд. рублей) и выпуск CLN были своевременно и в полном объеме погашены (в 2005 и 2006 гг. соответственно). В настоящий момент в обращении находится второй рублевый выпуск объемом 2 млрд. рублей с погашением в октябре 2008г. (предусмотрена оферта на досрочный выкуп в апреле 2007 г.). Текущая доходность к оферте — порядка 10,6 – 10,8% годовых.

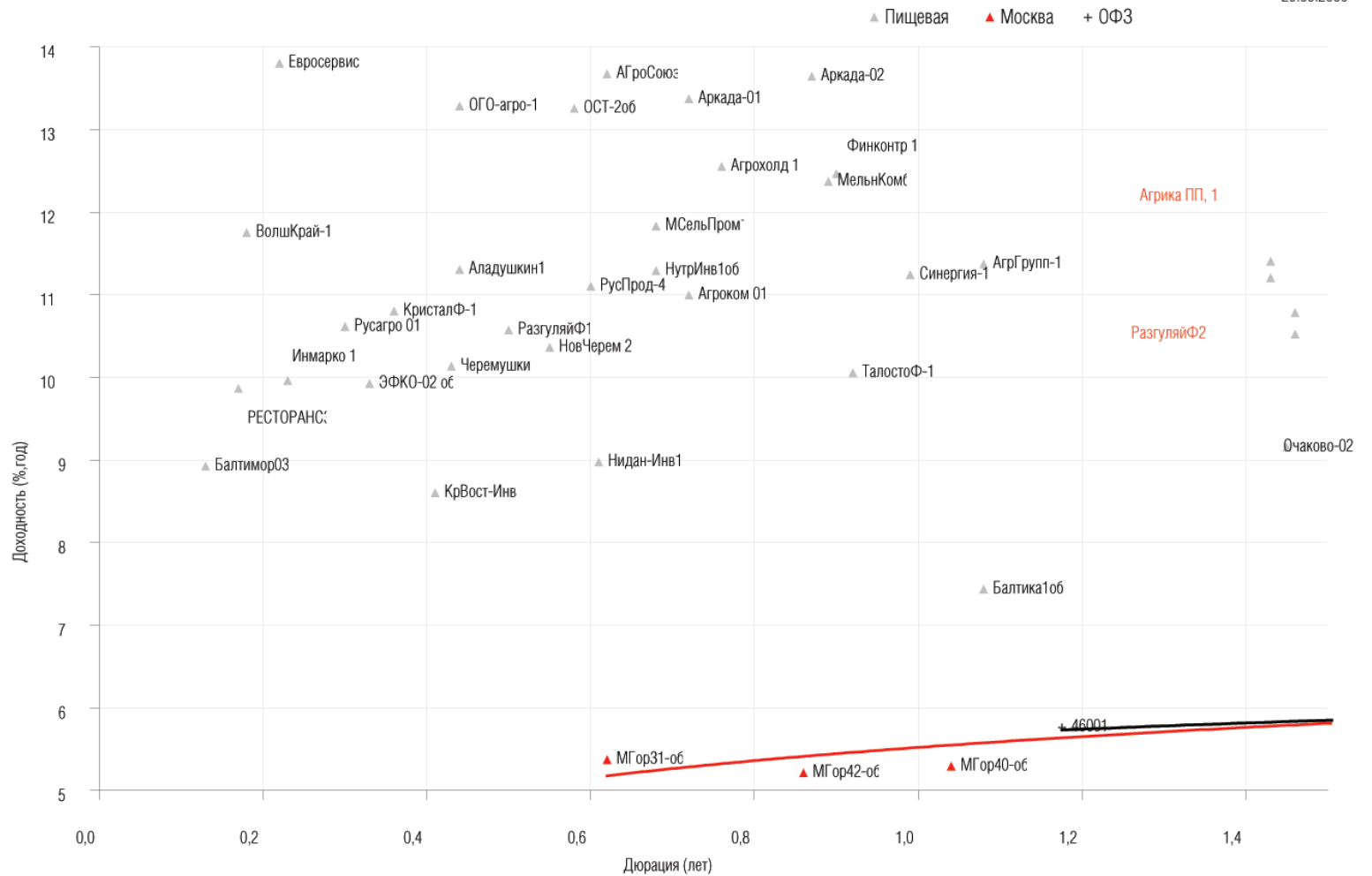
Среди агропромышленных компаний — эмитентов Группа компаний «Разгуляй» является наиболее крупной по масштабам бизнеса. Группу отличает более высокая рентабельность и умеренная долговая нагрузка.

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ																
RUR млн.	Разгуляй (конс)			АПК Аркада (конс)			ПАВА			АПК ОГО			РУСАГРО			
Стандарты	РСБУ, руб.			РСБУ, руб.			РСБУ, руб.			РСБУ, руб.			РСБУ, руб.			
	2004	2005	%	2004	2005	%	2004	2005	%	2004	2005	%	2004	2005	%	
Выручка	18 309	19 779	8,0%	2 894,56	4 360,44	50,6%	2 245	1 693	-24,6%	49 754	19 222	-61,37%	12 681	27 681	118,29%	
ЕБИТ	1 459	1 731	18,6%	44,65	281,96	531,5%	80	38	-52,9%	90 313	-36 541	-140,46%	-114 942	172 690	-250,24%	
ЕБИТДА	1 793	2 418	34,9%	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	60	-	н.д.	н.д.	н.д.	-113 011	176 112	-255,84%	
ЧП	1 292	1 397	8,1%	8,99	47,32	426,5%	42	18	-58,3%	741	207	-72,06%	-55 568	163 382	-394,02%	
% расходы	694	629	-9,4%	51,83	133,69	157,9%	36	45	23,7%	106 370	166 543	56,57%	4 842	94 023	1841,82%	
Активы	11 111	20 218	82,0%	1 545,33	2 517,04	62,9%	889	1 148	29,2%	1 150 697	1 154 611	0,34%	4 168 593	5 512 465	32,24%	
СК	6 006	11 039	83,8%	176,76	227,56	28,7%	359	478	33,0%	10 965	11 171	1,88%	1 641 973	1 805 356	9,95%	
Долг	2 457	5 095	107,4%	656,17	1 495,86	128,0%	392	593	51,1%	1 129 854	1 133 144	0,29%	2 504 771	3 666 509	46,38%	
краткоср.	2 386	3 087	29,4%	444,59	883,65	98,8%	362	240	-33,6%	0	0	н.д.	217 391	461 905	112,48%	
долгоср.	71	2 008	2728,2%	211,57	612,22	189,4%	30	352	1073,7%	1 129 854	1 133 144	0,29%	2 287 380	3 204 604	40,10%	
Ч долг	2 457	5 095	107,4%	515,63	1 386,72	168,9%	361	451	25,0%	1 128 960	1 132 338	0,30%	1 840 368	1 374 655	-25,31%	
Маржа ЕБИТ	8,0%	8,8%	0,8%	1,54%	6,47%	4,9%	3,56%	2,23%	-1,3%	181,5%	-190,1%	-	-906,4%	623,9%	-	
Маржа ЕБИТДА	9,8%	12,2%	2,4%	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	3,57%	-	н.д.	н.д.	-	-891,2%	636,2%	-	
Маржа ЧП	7,1%	7,1%	0,0%	0,31%	1,09%	0,8%	1,88%	1,04%	-0,8%	1,5%	1,1%	-	-438,2%	590,2%	-	
Долг/Активы	0,22	0,25	0,03	0,42	0,59	0,17	0,44	0,52	0,08	0,98	0,98	-	0,60	0,67	-	
Долг/СК	0,41	0,46	0,05	3,71	6,57	2,86	1,09	1,24	0,15	103,04	101,44	-	1,53	2,03	-	
Выручка/Долг	7,5	3,9	-3,6	4,41	2,92	-1,5	5,72	2,86	-2,9	0,04	0,02	-	0,01	0,01	-	
Долг/ЕБИТДА	1,4	2,1	0,7	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	9,81	-	н.д.	н.д.	-	-22,16	20,82	-	
Долг/ЕБИТ	1,7	2,9	1,3	14,70	5,31	-9,4	4,91	15,73	10,8	12,51	-31,01	-	-21,79	21,23	-	
ЕБИТДА/%	2,6	3,8	1,3	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	1,34	-	н.д.	н.д.	-	-23,34	1,87	-	
ЕБИТ/%	2,1	2,8	0,6	0,86	2,11	1,3	2,19	0,83	-1,4	0,85	-0,22	-	-23,74	1,84	-	
Доля долгоср. займов	3%	39%	37%	32,24%	40,93%	9%	7,65%	59,43%	52%	100%	100%	-	91%	87%	-	

Источник: данные компаний, расчеты ГК «РЕГИОН».

С учетом финансового положения эмитента, текущей доходности предыдущего займа мы оцениваем справедливый уровень доходности первого выпуска второго выпуска ОАО «Разгуляй-Финанс» в размере порядка 10,52 - 11,78% годовых к оферте (купон — 10,25 - 10,50% годовых) и рекомендуем принять участие в аукционе по размещению.

29.09.2006



ОАО «СНХЗ-ФИНАНС»

Мы оцениваем справедливую доходность предстоящего займа СНХЗ-Финанс на уровне 10,72 – 11,04% годовых, что соответствует купону в размере 10,50 – 10,75% годовых.

Выпуск	СНХЗ - Финанс, 1
Номинал	1000 руб.
Объем	1 000 млн. руб.
Срок обращения	3 года
Цена размещения	100% от номинала
Ставка купона	1 купон — на конкурсе, 2 купон — равен 1 купону, 3 – 6 купоны — определяет эмитент
Периодичн. выпл. купонов	2 раза в год
Оферта	Через 1 год, по цене 100% от номинала
Поручитель	ОАО «СНХЗ»
Организатор	БК РЕГИОН
Торговая площадка	ФБ ММВБ

3 октября 2006 г. ООО «СНХЗ Финанс» — 100% дочерняя компания ОАО «Стерлитамакский нефтехимический завод» — планирует размещение дебитного выпуска трехлетних облигаций объемом 1 000 млн. рублей. По выпуску предусмотрена годовая оферта на досрочный выпуск облигаций по номиналу. В соответствии со структурой займа, ставка первого купона определяется на конкурсе в день начала размещения, 2-й купон равен первому; ставки 3 – 6 купонов определяет эмитент. Выплата купонов — два раза в год. Поручителем выступает ОАО «Стерлитамакский нефтехимический завод», организатором ГК «РЕГИОН».

Целью эмиссии облигаций является привлечение заемных средств для реализации плана мероприятий стратегического развития ОАО «Стерлитамакский нефтехимический завод». План мероприятий включает в себя осуществление инвестиций в реконструкцию и обновление оборудования; достижение максимального использования существующих мощностей за счет увеличения ассортимента и объемов продаж; создание нового производства. Кроме того, целью заимствования является привлечение денежных средств для финансирования оборотного капитала, реструктуризация кредитного портфеля, создание публичной кредитной истории.

Стерлитамакский нефтехимический завод, ведущий свою историю с 1966 г., — уникальное предприятие нефтехимического комплекса, часть производимой продукции не имеет аналогов в России

Компания демонстрирует высокие темпы роста бизнеса, сопоставимые с показателями компаний — эмитентов химической отрасли.

Компания отличается высокой долей собственных средств, имеет низкую долговую нагрузку, низкие затраты на обслуживание долга, оптимальные показатели ликвидности.

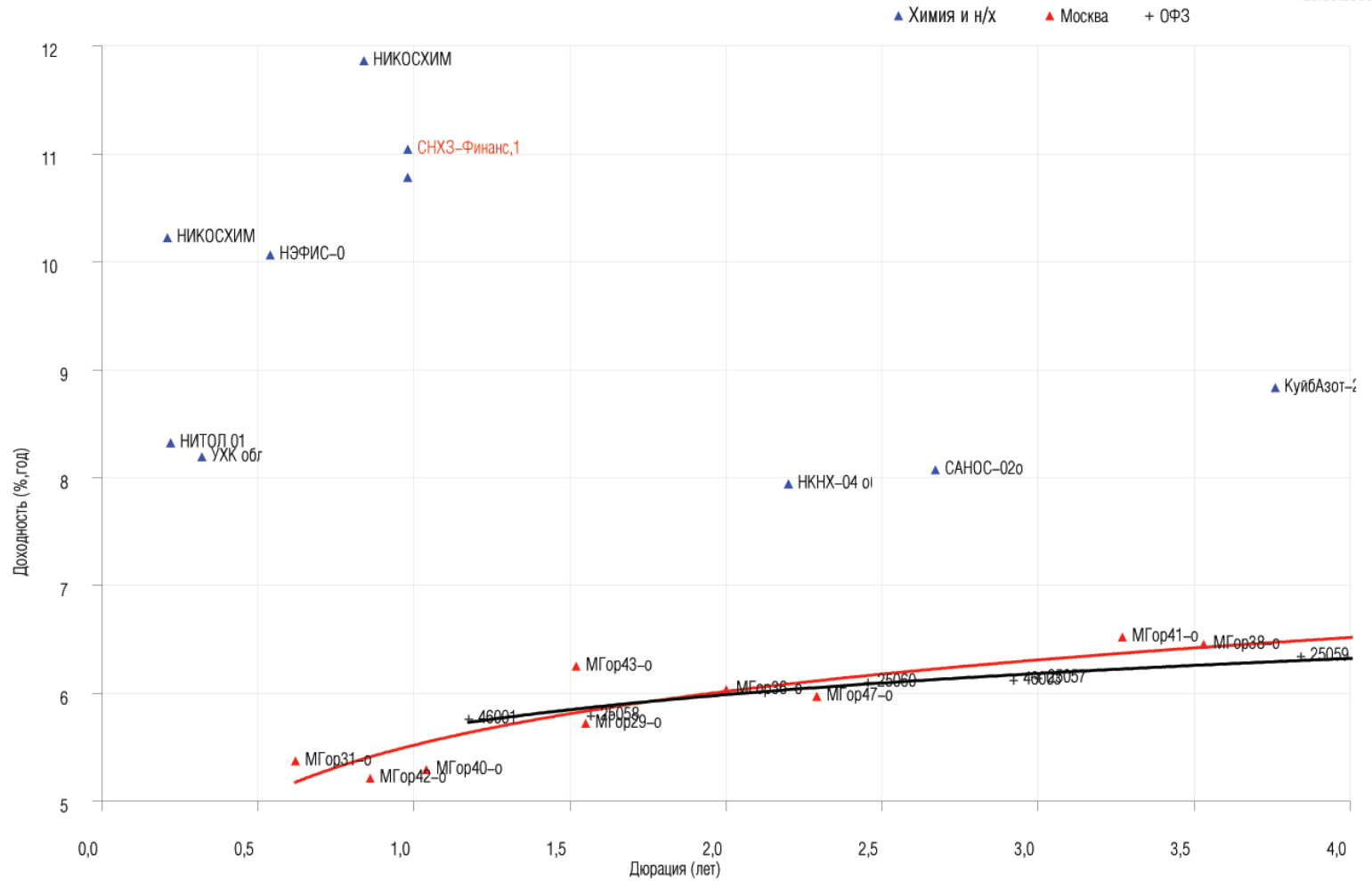
ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОАО «СНХЗ», МЛН. РУБ.

Показатель	2005	2006F	2007F	2008F
Выручка	3 441	3 517	3 869	4 234
ЕВИТ	172	169	232	354
%	23	29	76	65
Чистая прибыль	71	101	101	201
Активы	805	1 169	1 569	1 644
СК	485	591	691	891
Долг	236	501	801	676
Маржа ЕВИТ	5.0%	4.8%	6.0%	8.4%
Маржа чистой прибыли	2.1%	2.9%	2.6%	4.7%
Выручка/Долг	14.6	7.0	4.8	6.3
Долг/ЕВИТ	1.4	3.0	3.5	1.9

Источник: данные компании, расчеты ГК «РЕГИОН».

С учетом позиций компании на рынке, уровня корпоративного управления, финансового положения и долговой нагрузки ОАО «СНХЗ» мы оцениваем справедливую доходность предстоящего займа на уровне 10,72 – 11,04% годовых, что соответствует купону в размере 10,50 – 10,75% годовых.

29.09.2006



Календарь первичного рынка

Дата	Эмитент	Объем выпуска, млн. руб.	Срок обращения, лет	Дополнительная информация
03.11.05	ПН-Лизинг, 2	150	3	
06.12.05	Газпромбанк, 2	5 000	7	
13.12.05	НПК Финанс, 1	1 500	4	
22.12.05	Моск-я топливная компания, 1	750	3	Оферта через 1 год
27.12.05	ЦЕНТР-КАПИТАЛ, 1	1 000	2	
30.01.06	Инвестсбербанк, 1	1 200	3	Оферта через 1,5 года
01.03.06	Банк Союз, 2	2 000	3	
28.03.06	ЗАО «Группа Джей Эф Си»	2 000	5	
11.04.06	ООО «Джестер»	15 000		
13.04.06	ООО «РОС-ФИНАНС»	3 000	3	
04.05.06	«Комплекс Финанс»	1 000	3	Оферта через 1,5 года
18.05.06	ОАО ТД «КОПЕЙКА», 3	4 000		
25.05.06	ООО «ХК «Белый фрегат»	1 000		
25.05.06	ЗАО «Миннеско Новосибирск»	500		
01.06.06	ООО «ЮЛК-ФИНАНС»	1 000		
05.06.06	ЗАО «Финансбанк»	3 500	3	
06.06.06	ООО «ЛСР-Инвест»	2 000		
06.06.06	ОАО «Уральский лизинговый центр»	1 000		
23.06.06	ФГУП «Научно-производственное объединение «АВРОРА»	100		
05.07.06	ООО Восток-Сервис-Финанс	1 500		
14.07.06	ОАО Дальневосточная компания электросвязи	2 000		
14.07.06	ОАО «Нэфис Косметикс»	1 000		
18.07.06	ЗАО «КОМПАНИЯ БЕЛАЗКОМПЛЕКТ ПЛЮС»	500		
25.07.06	ООО Екатеринбургский мясокомбинат	500		
03.08.06	ООО «Авиакомпания «ВИМ-АВИА»	2 000		
10.08.06	ООО «ВТО ЭРКОНПРОДУКТ»	1 200		
16.08.06	«Хлебозавод № 28»	78		
24.08.06	ООО ЕДИНАЯ ЕВРОПА	1 200	4	
24.08.06	ООО «Разгуляй-Финанс»	2 000		
24.08.06	ООО «Фармакор-Финанс»	700		
24.08.06	ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»	5 000		серия А9
31.08.06	ООО «БАНАНА-МАМА»	1 000		
31.08.06	ОАО «Машиностроительный завод «Арсенал»	300		серия 02
31.08.06	ОАО «Машиностроительный завод «Арсенал»	300		серия 03
05.09.06	ООО «Промтрактор - Финанс»	3 000		
07.09.06	ФСК ЕЭС	11 000		
07.09.06	ООО «Инвесткомпания «РУБИН»	1 200		
07.09.06	ЕБРР	7 500		
14.09.06	ООО «Содружество-Финанс»	2 500		
14.09.06	«ТЕРНА-ФИНАНС»	1 500		
14.09.06	ООО «САМОХВАЛ»	1 500		
14.09.06	ООО «СОРУС КАПИТАЛ»	1 200		
19.09.06	ООО «Волшебный край»	1 000		
19.09.06	ООО «Дикси-Финанс»	4 000		
21.09.06	ООО «Элемент Лизинг»	600		
21.09.06	ОАО «Парнас-М»	1 000		
21.09.06	ООО «Виват-финанс»	1 000		
21.09.06	ООО «Жилсоципотекса-Финанс»	600		
21.09.06	ООО «Объединенные кондитеры - Финанс»	3 000		
21.09.06	ЗАО «МИАН-Девелопмент»	2 000		

Календарь первичного рынка

Дата	Эмитент	Объем выпуска, млн. руб.	Срок обращения, лет	Дополнительная информация
21.09.06	ООО «ТехноНИКОЛЬ-Финанс»	1 500		
21.09.06	ООО «Самарский резервуарный завод - Финанс»	600		
21.09.06	ООО «СДС - Финанс»	600		
21.09.06	ООО «УНИКУМ-ФИНАНС»	1 000		
21.09.06	ООО «Энергомаш-Финанс»	700		
21.09.06	ООО «ТОАП-Финансы»	2 000		
26.09.06	ЗАО «Трансмашхолдинг»	4 000		
26.09.06	ООО «Держава-Финанс» (Нижний-Новгород)	1 000		
26.09.06	ООО Строительно-инвестиционная корпорация «Девелопмент-Юг» (Краснодар)	1 000		
26.09.06	ОАО «ГАЗПРОМ»	15 000		
28.09.06	ООО «Дымовское колбасное производство»	800		
28.09.06	ОАО «Сахатранснефтегаз»	1 500		
28.09.06	ООО «Жилищный капитал - ФИНАНС»	1 000		
	Всего	138 278		

ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб. 335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб. 333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

Трейдеры:

Марина Муминова (доб. 157; e-mail: muminova@regnm.ru),
(095) 264 4372 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб. 534; e-mail: orlovskiy@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Павел Голышев (доб. 303; email: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб. 301; email: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб. 463; email: lenash@regnm.ru),

Крищенко Богдан (доб. 580; email: valentine@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

Сергей Гуминский (доб. 433; email: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб. 471; email: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб. 575; email: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб. 549; email: nesterova@regnm.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Олег Дулебенец (доб. 584; e-mail: dulebenets@regnm.ru)

Константин Ковалев (доб. 547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

АНАЛИТИЧЕСКОЕ И ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

Директор по аналитике и информации:

Анатолий Ходоровский (доб. 538; e-mail: khodorovsky@regnm.ru)

Анализ финансовых рынков (долговой рынок):

Александр Ермак (доб. 405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Константин Комиссаров (доб. 428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

Отраслевой и макроэкономический анализ:

Валерий Вайсберг (доб. 143; e-mail: vva@regnm.ru)

Виталий Крюков (e-mail: krukovvv@region.ru)

Виталий Лакеев (lakeevvv@region.ru)

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб. 120; email: smalyshhev@regnm.ru)

Данила Шевырин (доб. 178; email: she_dv@regnm.ru)

Группа компаний «РЕГИОН» объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО «РЕГИОН ЭСМ»), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО «РЕГИОН ФК»). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА — высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777 2964

Факс: 975 2448

www.region.ru

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. «РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.