



Интурист-1, Московская область-7, ОГК-6-1

Интурист-1

Дата размещения

Конец апреля 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 1 млрд руб., полугодовые купоны, срок обращения – 3 года.

Профиль компании

Интурист – один из крупнейших в России туристических холдингов, в состав которого входят два основных подразделения: одно собственно туроператорское, другое – специализирующееся на гостиничном бизнесе.

Интуристу принадлежит 10,1% российского рынка выездного и 3% – въездного туризма. Основные туристические направления в сегменте выездного туризма – Турция и Египет, что вполне логично, учитывая конъюнктуру спроса.

В собственности и под управлением Интуриста находятся две известные московские гостиницы – «Космос» (64,12%) и «Пекин» (100%), приобретенные в 2005–2006 гг.

Структура собственности

АФК Система – 65,1%, Московское правительство – 25,04%, ОАО «ГАО Москва» (аффилированное с московским правительством) – 8,75%, другие – 1,11%.

Состав акционеров Интуриста, безусловно, следует считать одним из основных преимуществ компании.

Рейтинги

Интурист не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

АФК Система присвоены рейтинги BB-/Positive по версии S&P, B1 по версии Moody's и B+/Positive по версии Fitch.

Москва имеет рейтинги BBB+/Baa1/BBB+ от S&P/Moody's/Fitch.

Цель облигационного займа

- 50% (500 млн руб., или 19,4 млн долл.) – рефинансирование краткосрочного долга (банковские кредиты);
- 50% – капиталовложения.

Финансовая отчетность

Интурист пока не представлял аудированную отчетность. Последний период, за который была представлена неаудированная отчетность по GAAP, – 2006 г. По информации компании, в настоящий момент аудит этой отчетности выполняет Deloitte; и Интурист представит ее в мае.

Финансовые результаты компании включаются в консолидированную отчетность АФК Система, хотя крайне сложно проверить, совпадают ли показатели представленной управленческой отчетности с данными, которые будут включены в отчетность АФК Система за 2006 г.

P&L

Выручка по итогам 2006 г. составила 270,2 млн долл. против 98 млн долл. в 2005 г. Столь резкий ее рост – на 175%, объясняется, с одной стороны, консолидацией двух вышеупомянутых гостиниц, а также двух приобретенных

Интурист-1 '10	
Сектор	сервис
Размещение	конец апреля 2007
Эмитент	ВАО Интурист
Объем	1 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	3 года
Оферта	нет
Организатор	Райффайзенбанк
Ориентир орг-ра	УТМ 9.75-10.25%
Справ. д-ть	УТМ 9.5% и выше



Интуристом туроператоров (Ривьеры – лидера петербургского рынка въездного туризма, и Скайвэй, который входит в первую десятку туроператоров, специализирующихся на Египте и Болгарии), а с другой – органическим ростом (24% в сегменте въездного, 15% – выездного туризма).

Структура выручки:

- 66% – туроператорский бизнес;
- 26% – гостиничный бизнес;
- 8% – другое.

ЕБИТДА – 21 млн долл. в 2006 г. против 2,7 млн долл. в 2005 г. – еще более резкий скачок, объясняющийся, опять-таки, консолидацией более высокорентабельного гостиничного бизнеса (норма ЕБИТДА гостиничного подразделения – 23% по сравнению с 2% у туроператорского направления). Рентабельность по ЕБИТДА компании в целом – 7,8% (2,8% в 2005 г.).

Структура ЕБИТДА:

- 19% – туроператорское направление;
- 76% – гостиничное направление;
- 5% – другое.

Чистая прибыль – -1,4 млн долл. в 2005 г. (убыток), +10,3 млн долл. (рентабельность по чистой прибыли – 4%) в 2006 г.

Активы

Совокупные активы – 391,6 млн долл. в 2006 г. по сравнению с 90,3 млн долл. в 2005 г., на долю основных средств приходится 42% активов.

В состав оборотных активов Интуриста входят краткосрочные инвестиции в объеме 113,1 млн долл. (59% оборотных активов), представляющие собой векселя других дочерних компаний АФК Система. Происхождение этих активов нам пока не ясно.

Долг и собственный капитал

Совокупный долг – 62,4 млн долл. по итогам 2006 г. против 7,3 млн долл. в 2005 г.

Долг/ЕБИТДА – 2,9х на конец 2006 г. (2,7х в 2005 г.) – относительно низкий уровень по стандартам рынка рублевого долга.

Акционерный капитал – 244,5 млн долл. на конец 2006 г. по сравнению с 62,4 млн в 2005 г. Источником увеличения акционерного капитала в 2006 г. была материнская компания, предоставившая средства для финансирования поглощений. Этот факт свидетельствует о готовности АФК Система и в дальнейшем поддерживать развитие Интуриста.

Долг/капитал – 0,25х на конец 2006 г. по сравнению с 0,12х в 2005 г. – пока что вполне умеренный показатель.

Прогноз на 2007–2008 гг.

Выручка – 350 млн долл. по итогам 2007 г., 670 млн долл. в 2008 г.

ЕБИТДА – 28 млн долл. по итогам 2007 г. (норма ЕБИТДА – 8%), 61 млн долл. в 2008 г. (норма ЕБИТДА – 9,1%).

Объем капиталовложений на два года – около 105 млн, большая часть этих средств (65 млн долл.) будет потрачена в 2007 г., меньшая, 40 млн долл., – в 2008 г.). Новые приобретения, если таковые будут, также предполагается финансировать за счет средств акционеров.

Долг – 103 млн долл. по итогам 2007 г., 126,5 млн в 2008 г. .

Долг /ЕБИТДА – не более 4х в 2007 г., около 2х в 2008 г.

Долг/капитал – 0,37х в 2007 г., 0,4х в 2008 г. – опять-таки, компания ожидает, что долговая нагрузка останется весьма умеренной даже после размещения этого выпуска.

Резюме: за и против

Благоприятные факторы:

- Очень сильные акционеры;
- Быстрое расширение бизнеса в 2006 г.;



- Относительно низкая нагрузка, которая как ожидается, останется таковой и в дальнейшем;
- В перспективе весьма вероятно IPO (АФК Система систематически проводит IPO своих дочерних компаний).

Факторы риска:

- Отсутствие аудированной отчетности и кредитных рейтингов;
- Высокие показатели рентабельности впервые получены в 2006 г.;
- Небольшой объем выпуска обещает низкую ликвидность;
- Выпуск является дебютным не только для Интуриста, но и для всего туристического сектора.

Резюме: Инвесторы, несомненно, будут оценивать Интурист как риск его материнской компании АФК Система.

Оценка Интурист-1

Напомним, что облигации размещаются сроком погашения через три года с фиксированными купонами.

Сравнительная оценка с АФК Система. В обращении находятся CLN одного из дочерних предприятий АФК Система – концерна «Ситроникс» – на сумму 200 млн долл. Бумаги обладают хорошей ликвидностью и торгуются с доходностью 7,3% к погашению через 2 года. Ситроникс имеет рейтинг В3/В- от Moody's/Fitch, в феврале 2007 г. компания провела IPO, масштабы его бизнеса существенно больше, чем у Интуриста, при сопоставимой долговой нагрузке. Таким образом, бумаги Интуриста не могут торговаться с дисконтом к долговым инструментам Ситроника.

Доходность долларовых инструментов на уровне 7,3% к погашению через два года соответствует приблизительно 8,25% на два года для рублевых бумаг, и, следовательно, примерно 8,5% сроком на три года. На вторичном рынке ликвидные рублевые инструменты Ситроникса, по-видимому, торговались бы на этом уровне.

Премия долговых инструментов Интуриста к условно оцененным бумагам Ситроникса складывается следующим образом:

- Не менее 75бп за отсутствие аудированной отчетности, равно как и обещания представлять ее в будущем, а также кредитных рейтингов.
- Еще 25бп за первичное размещение, дебютный характер выпуска и низкую ликвидность.

Таким образом, мы считаем, что при первичном размещении Интурист-1 должен оцениваться со спредом 100бп к нашей условной оценке 3-летних бумаг Ситроникса применительно к рынку рублевого долга. Исходя из этого, доходность выпуска к погашению через три года составит 9,5%.

Оценка в сравнении с рынком рублевых облигаций. Выпуск рублевых облигаций МОИТК (дочерней компании правительства Московской области, принадлежащей ему на 100%) – МОИТК-2, объемом 4 млрд руб. был размещен 27 марта с доходностью 9,2% сроком на два года. Московская область имеет рейтинги ВВ/Ba2 от S&P/Moody's и может служить условным эквивалентом совместного контроля правительства Москвы и АФК Система над Интуристом. Помимо этого, МОИТК присвоен рейтинг В по версии S&P, хотя компания представляет отчетность только по РСБУ. Выпуск МОИТК-2 не был дебютным и обещал значительно более высокую торговую ликвидность, чем ожидается по выпуску Интурист-1. Из этого следует, что Интурист-2 должен оцениваться с премией к МОИТК-2, то есть выше 9,4% (что соответствует доходности 9,2% для двухлетней МОИТК-2, перенесенной на трехлетний спрос обращения).

Эта оценка подтверждает наше прежнее заключение, что **справедливая доходность при размещении Интурист-1 составляет 9,5% к погашению через 3 года.**

Ориентир доходности, названный организаторами размещения, равен 9,75–10,25%, и, таким образом, у инвесторов есть возможность приобрести бумагу с доходностью выше справедливого, по нашей оценке, уровня. Наша рекомендация – принять участие в предстоящем аукционе.

Дмитрий Дудкин, CFA, +7 495 7880888, DudkinDI@uralsib.ru

Московская область-7

Дата размещения

25 апреля 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 16 млрд руб., полугодовой купон 8%, срок обращения 7 лет.

Цена облигаций будет определена в ходе аукциона.

МосОбласть-7 '14

Сектор	муниципальный
Bloomberg	MOSREG
Размещение	25 апреля 2007
Эмитент	Московская область
Объем	16 млрд руб.
Купон	полугодовой
Погашение	7 лет
Оферта	нет
Организатор	РИГрупп, Тройка, Банк Москвы, БФА
Ориентир орг-ра	YTM 7.35-7.45%
Справ. д-ть	YTM 7.15% и выше



Профиль

Московская область – один из наиболее надежных заемщиков в муниципальном секторе рынка рублевых облигаций.

Область получает значительные выгоды от высоких цен на недвижимость в Москве и потребительского бума. Основные торговые сети и иные компании размещают в области свои магазины склады и производственные мощности, поскольку в пригородах значительно больше свободной земли, чем в Москве.

По той же причине Московская область стала средоточием строительной активности – в Москве все труднее найти участки под жилую застройку, в то время как область может предложить для этого большие площади, на которых практически заново строятся целые города.

По итогам 2006 г. валовой региональный продукт Московской области вырос на 23,77% (25,34% в 2005 г.), а российский ВВП – на 6%. В последние годы бюджет области сводился с незначительным дефицитом. В 2006 г. бюджетный дефицит сократился до 4%.

Рейтинги

Московская область имеет рейтинги ВВ/Позитивный от S&P и Ва3/Стабильный от Moody's.

Оценка МосОбл-7

Благодаря большому объему выпуска и длинной дюрации облигации станут ориентиром рынка в муниципальном секторе.

В настоящее время кривая облигаций Московской области выглядит следующим образом:

- МосОбл-3, доходность к погашению – 5%, дюрация – 0,3 года, котировальный список А1;
- МосОбл-4, доходность к погашению – 6,6%, дюрация – 1,75 года, котировальный список А1, спред 60бп к кривой ОФЗ;
- МосОбл-5, доходность к погашению – 6,65%, дюрация 1,85 года, котировальный список А1, спред 60бп;
- МосОбл-6, доходность к погашению 7%, дюрация 3,3 года, спред 80бп.

Выпуск МосОбл.-7 будет иметь дюрацию 5,1 года, что соответствует точке 6,35% на кривой доходности ОФЗ. Прибавив кредитный спред МосОбл-6, (80бп), получаем **нижнюю границу доходности МосОбл-7 при размещении – 7,15%**. Более высокие уровни – в пользу инвестора.

Поскольку организаторы размещения называют ориентир доходности к погашению на уровне 7,35%–7,45%, мы рекомендуем инвесторам принять участие в размещении – у них есть неплохие шансы на приобретение бумаг МосОбл-7 с премией к нашей оценке справедливой доходности.

Дмитрий Дудкин, CFA, +7 495 7880888, DudkinDI@uralsib.ru

ОГК-6-1

Ожидаемая дата размещения

Четверг, 26 апреля 2007 г.

Параметры выпуска

Объем – 5 млрд руб., полугодовые купоны, срок обращения – 5 лет. По выпуску будет установлена трехгодичная оферта.

Цель облигационного займа

Привлеченные средства (около 194 млн долл.) предполагается направить на финансирование инвестиционной программы и рефинансирование краткосрочного долга.

Рейтинги

Эмитент не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

ОГК-6-1 '12	
Сектор	энергетика
Размещение	26 апреля 2007
Эмитент	ОГК-6
Объем	Rub 5b (~USD 194m)
Купон	полугодовой
Погашение	3 года
Организатор	Росбанк
Ориентир орг-ра	УТР 7,63-7,85%
Справ. д-ть	УТР 7,67-7,87%



Профиль компании

ОГК-6 – одна из оптовых генерирующих компаний, созданных в ходе реформы электроэнергетического сектора. В состав ОГК-6 включены шесть ГРЭС: Киришская, Рязанская, Череповецкая, Новочеркасская Красноярская ГРЭС-2, а также ГРЭС-24. Совокупная установленная электрическая и тепловая мощность названных станций составляет соответственно 9,1 ГВт и 2 504 Гкал/час. Электростанции, входящие в состав ОГК-6, расположены в основном в энергодефицитных регионах.

На долю электроэнергии приходится 90% выручки ОГК-6, на долю тепла – 6–8%, что делает ОГК-6 идеальным участником либерализованного рынка электроэнергии.

Одним из основных конкурентных преимуществ ОГК-6 является значительный удельный вес угля в топливном балансе генерации. В 2005 г. это топливо обеспечивало 39%, а в 2006 г. – уже 44% производства тепловой и электроэнергии. Теплоэлектростанции компании получают газ от Газпрома и независимого производителя «НОВАТЭК».

Обзор отрасли

Наблюдавшийся в течение десяти лет дефицит инвестиций породил две главные проблемы отрасли: сокращение резервной мощности и существенный износ основных фондов. При этом фактический рост потребления электроэнергии в 2000–2005 гг. на 50% превысил прогнозный уровень, достигнув 73 000 ГВт/час. Ввиду этого несколько российских регионов оказались на грани энергодефицита. По оценкам, потребление энергии превысит ее производство в Уральском, Центральном и Северо-Западном федеральных округах соответственно в 2006, 2007 и 2008 гг.

Электроэнергетика – отрасль с регулируемым ценообразованием. Тарифы на электроэнергию устанавливаются Федеральной службой по тарифам. Начиная с 1 сентября предполагается отменить регулирование спот-цен. В 2007 г. около 5% от произведенной в стране электроэнергии будет реализовано на свободном рынке, тогда как остальные 95% будут поставляться потребителям по регулируемым ценам на основе двусторонних контрактов. Дисбаланс между запланированным и фактическим объемом производства либо потребления энергии будет реализован на свободном рынке.

В рамках реформы электроэнергетической отрасли правительство планирует начиная с 2008 г. ежегодно сокращать долю двусторонних контрактов на 5–15%.

Экономическая целесообразность инвестиций в создание новых мощностей обусловлена тем, что объемы электроэнергии, произведенные на новых мощностях, будут напрямую поставляться на спотовый рынок, минуя регулируемый.

Структура собственности

Контрольный пакет акций в размере 93,48% принадлежит PAO EЭС (рейтинг BB от S&P); миноритарные акционеры владеют 6,52% акций.

Благоприятные факторы

- Электростанции расположены в энергодефицитных регионах
- Доля относительно дешевого энергетического угля в топливном балансе генерации составляет 44%

Факторы риска

- Тарифообразование на основе принципа «издержки плюс» ограничивает рентабельность и подрывает стимулы к повышению эффективности
- Существует вероятность изменения инвестиционной программы, что приведет к увеличению капитальных затрат

Капиталовложения

Инвестиционной программой предусмотрены капиталовложения объемом около 51 млрд руб. (около 1,99 млрд долл.) в течение 5 лет. Эти средства предполагается направить на увеличение установленной мощности с 9,05 до 10,32 ГВт, а также на восстановление основных фондов и модернизацию действующих мощностей.

Финансовая отчетность

ОГК-6 готовит финансовую отчетность по РСБУ и МСФО. Последний период, за который представлена отчетность по МСФО, – 2005 г. ОГК-6 была учреждена 16 марта 2005 г., но ее структура окончательно сформировалась в третьем квартале 2006 г. и, таким образом, не получила отражения в отчетности за весь год. Для целей представленного ниже финансового анализа мы воспользовались pro forma показателями выручки и EBITDA за 2006 г. для расчета результатов всех шести электростанций так, как если бы они полностью консолидировались с 1 января 2006 г.

Ключевые финансовые показатели ОГК-6, млн долл.

млн долл.	2006 pro forma
Выручка	1 106
EBITDA	103
Активы	908
Собственный капитал	494
Долг	253
Норма EBITDA	9,3%
% краткосрочного долга	62%
Долг/Капитал	51%
Долг/Активы	28%
Долг/EBITDA	2,47

Источник: Данные компании



Отчет о прибылях и убытках

Pro-forma выручка за 2006 г. составила 1,1 млрд долл., EBITDA –100 млн долл., норма EBITDA – 9,3%.

Активы

Совокупные активы – 908 млн долл.

Долг

Заимствования по итогам 2006 г. – 253 млн долл.

Долг/капитал – 28%, что мы считаем умеренным показателем

Долг/EBITDA – 2,47х.

Временная структура долга представляется приемлемой – на долю краткосрочного долга приходится 64% от его совокупной величины.

В ближайшие 5 лет объем долга будет расти по ходу реализации масштабной инвестиционной программы компании.

ОГК-6 в сравнении с ОГК-5, 2006г.

USD mn, RAS	ОГК-6	ОГК-5
	2006 pro forma	2006 audited
Выручка	1 106	1 007
EBITDA*	103	105
Активы	908	1 992
Собственный капитал	494	1 692
Долг	253	218
Норма EBITDA	9,3%	10,4%
% краткосрочного долга	62%	9%
Долг/Капитал	51%	13%
Долг/Активы	28%	11%
Долг/EBITDA	2,47	2,08

Источник: Данные компаний

*EBITDA = операционная прибыль + амортизация

отчетности по РСБУ. ОГК-5 имеет более высокую рентабельность (норма EBITDA – 10,4%) и более предпочтительную структуру долга (краткосрочная задолженность составляет лишь 9% от ее общего объема. Долговая нагрузка ОГК-6 выше как по показателю Долг/Капитал, так и по отношению Долг/EBITDA.

На основании сравнительной оценки можно утверждать, что кредитное качество ОГК-5 выше, чем у ОГК-6. Исходя из фундаментальных показателей, премия по бумагам последней составляет 20–40бп. Однако в условиях ажиотажного спроса на бумаги электроэнергетического сектора, рынок, возможно, пренебрежет разницей в финансовых и операционных результатах двух компаний, что приведет к сокращению спреда.

Оценка ОГК-6-1

Выпуск ОГК-5 торгуется с доходностью 7,63% к оферте через 2,5 года. Прибавив 30–50бп к спреду ОГК-5 к кривой ОФЗ (170бп), получаем диапазон 7,84–8,05%.

Тем не менее существует вероятность, что подписка на облигации выпуска превысит его объем, благодаря чему кредитный спред ОГК-6 может сократиться до нуля.

Ориентир доходности ОГК-6-1, предложенный организаторами размещения составляет 7,63–7,85%. Мы полагаем, что справедливая доходность выпуска к оферте находится в диапазоне 7,84%–8,05%, а нижняя граница заявок инвесторов – у отметки 7,84%.

Kumu Панцхаева, PantskhavaKS@uralsib.ru



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Эдуард Колузанов, koluzanovea@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru
Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru
Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, kuznetsovde@uralsib.ru
Дмитрий Попов, клиентский менеджер, popovdv@uralsib.ru

Редактирование / перевод

Евгений Гринкруг, редактор/переводчик, grinkruges@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru
Константин Макаров, репо-трейдер, makarovkv@uralsib.ru

Аналитика

Дмитрий Дудкин, начальник управления, dudkindi@uralsib.ru
Кити Панцхава, аналитик, pantskhavaks@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока
Дмитрий Шкловский, shklovskyda@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Антон Лобанов, вед. эксперт, lob_at@uralsib.ru
Фарида Ахметова, вед. специалист, akhmetovaff@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Ольга Степаненко, специалист, stepanenkoa@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru
Жапар Султанов, аналитик, sultanovzs@uralsib.ru

Аналитическое управление по операциям с акциями

Руководители управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru Ким Искян, iskyanks@uralsib.ru

Стратегия / Банки

Антон Табах, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru

Политика / Экономика

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормщиков, CFA, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Евгения Дышлюк, dyshlyukem@uralsib.ru
Павел Попиков, popikovpn@uralsib.ru

Машиностроение

Александра Мельникова, ACCA, melnikovaas@uralsib.ru

Телекоммуникации / Медиа / Информационные технологии

Константин Чернышев, руководитель управления, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор / Розничная торговля / Транспорт

Андрей Никитин, Nikitinai@uralsib.ru
Мария Старцева, startsevamv@uralsib.ru

Металлургия / Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghMS@uralsib.ru
Кирилл Чуйко, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения.

© УРАЛСИБ 2007