

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

Сибкадеминвест – небольшой девелопер, осуществляющий проекты офисной / коммерческой недвижимости в Новосибирске, а также в Москве и Омске. Главный фактор кредитоспособности компании – тесная связь с УРСА Банком (50% Сибкадеминвеста контролируется основным акционером Банка), который одновременно выступает «ключевым клиентом» и обеспечивает гибкое кредитное плечо. Наиболее близкий аналог на рынке – Сибкадемстрой, строитель жилой недвижимости в Новосибирске, контролируемый теми же акционерами. Учитывая несколько меньшие бизнес-риски Сибкадеминвеста, а также общий рост рынка с момента размещения выпуска Сибкадемстроя в мае, справедливую доходность Сибкадеминвеста мы оцениваем в диапазоне **12% - 12.5%** к годовой оферте. (Подробнее стр.2)

Сибкадеминвест	2
ДВТГ Финанс	3

ДВТ-Финанс представляет независимого грузоперевозчика ОАО «Дальневосточная транспортная группа». Пока еще не оформленная в виде холдинговой структуры Группа компаний имеет хороший потенциал для расширения масштабов в условиях растущего рынка грузоперевозок, при этом значимую поддержку будет оказывать развитие собственных терминалов. Наиболее значимыми рисками ДВТГ, помимо низкой прозрачности, являются зависимость от тарифной политики РЖД и обременительная долговая нагрузка, выступающая «оборотной стороной» динамичного роста. Справедливый спрэд к ОФЗ мы оцениваем на уровне 600 – 650 б.п., что соответствует доходности к полуторалетней оферте **11.5% - 12% годовых**. (Подробнее стр.3)

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

www.zenit.ru

Размещения текущей недели

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор	Прогноз организатора	Оценки Банка ЗЕНИТ
2 авг	ИнтехБанк	500	Абсолютбанк	УТР 12.15%-12.89%	-
3 авг	Сивакадеминвест	1 000	Тройка Диалог	УТР 11.54%-12.04%	УТР 12%-12.5%
7 авг	ДВТГ - Финанс	1 000	Ист Кэпитал, КИТ Финанс	УТР 10.5%-11.5%	11.5% - 12%

3 августа сегмент региональных девелоперов пополнит дебютный выпуск Сивакадеминвест – компании, занимающейся девелопментом и управлением объектами коммерческой недвижимости, преимущественно в Новосибирске, а также в Омске и Москве. Объем займа – 1 млрд. рублей, срок до погашения 3 года, с офертой через год.

Сивакадеминвест – довольно небольшая по масштабам бизнеса компания: на настоящий момент в списке завершенных всего пять проектов коммерческой недвижимости общей площадью 31.7 тыс. кв. м., в основном офисные центры. При этом, портфель будущих проектов предполагает разработку до 2010 года еще четырех комплексов общей площадью почти 200 тыс. кв. м. Наиболее крупными должны стать строительство бизнес-центра класса А в Новосибирске (64 тыс.кв.м.) и офисного центра «В» класса в Москве (60-80 тыс. кв.м.) на базе имеющегося бизнес-центра, построенного в результате редевелопмента текстильной фабрики «Москвичка». Общий объем инвестиций в новые проекты в ближайшие 4 года должен составить 320 - 370 млн. долл.

В то же время, главным фактором кредитоспособности компании, как мы полагаем, выступает не портфель проектов, а достаточно тесные связи с УРСА Банком (бывший Сивакадембанк). Фактически Сивакадеминвест, как и уже вышедший на рынок долга Сивакадемстрой (жилая недвижимость в Новосибирске) – «диверсификация» бизнеса основных акционеров Банка, в частности, главного владельца Игоря Кима, который контролирует около 50% капитала ЗАО «Сивакадеминвест».

Как следствие, Банк играет довольно заметную роль в бизнесе компании. УРСА был покупателем двух из пяти завершенных объектов эмитента, а также должен стать ключевым арендатором в строящемся бизнес-центре класса «А» в Новосибирске. Кроме того, кредитные средства УРСА Банка обеспечивают финансирование инвестиций в строительство: на долю Банка приходится большая часть долгового портфеля (59.6 млн. долл. на 01.07.2007).

В целом, «родство» с крупной финансовой структурой, выступающей «ключевым клиентом» и одновременно предоставляющей гибкое «кредитное плечо» - очевидное преимущество Сивакадеминвеста перед большинством других региональных девелоперов. В то же время, три из четырех реализуемых проектов можно считать полностью «независимыми» (офисный центр в Москве и два торговых комплекса в Новосибирске), по ним компания в полной мере сталкивается с «рыночными» рисками. В частности, это ожидаемый рост предложения на рынке коммерческой недвижимости в Новосибирске, где сейчас реализуется сразу несколько крупных проектов, равно как и на рынке офисных площадей в Москве в течение ближайших лет (московский объект предполагается закончить в 2010 году).

С точки зрения генерируемых денежных потоков, эмитенту пока нечем порадовать инвесторов: выручка за прошлый год по МСФО отчетности (аудитор – Moore Stephens) составила 16.3 млн. долл. США. Довольно высокая (относительно выручки) чистая прибыль, 9.3 млн.долл., в определенной степени является следствием особенности учета – переоценка инвестиционной собственности отражается в отчете о прибылях и убытках (15.95 млн. долл. в 2006 году). Если ориентироваться на величину операционного денежного потока, составившего 4.3 млн. долл., отношение Debt/OCF по итогам прошлого года «зашкаливало» за 12, OCF/Проценты – около 1.5. В то же время, эмитент выгодно отличается структурой баланса, в котором в активах преобладают инвестиционная собственность (62.834 млн. долл.) и незавершенное строительство (79.834 млн. долл.), а в источниках финансирования 42% приходится на собственный капитал.

При позиционировании выпуска наиболее близким аналогом можно считать Сивакадемстрой, учитывая, что обе компании имеют одного ключевого акционера. С точки зрения финансов, обе компании по итогам 2006 года не отличались существенными денежными потоками (консолидированная выручка Сивакадемстроя – 19 млн. долл.), при этом Сивакадеминвест в 1.6 раза превышал Сивакадемстрой по величине активов (163 млн. против 99

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Сивакадеминвест

Размещение: 3 августа 2007 г.
Объем: 1 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1 год)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 купон приравнивается к первому, по оставшимся ставкам определяет эмитент

Доходность к погашению

(оферте): определяется на аукционе

Организатор: Тройка Диалог

млн. долл.). «Оборотной стороной медали» является более высокая долговая нагрузка Сибкадеминвеста и, очевидно, более низкие денежные потоки на ближайшие несколько лет, учитывая что Сибкадемстрой получает выручку от продажи квартир, а эмитент – в основном доходы от аренды. В то же время, «недостаточность» собственных потоков для финансирования инвестиционной программы компенсируется кредитной поддержкой со стороны «связанного» Банка, который выступает еще и одним из будущих арендаторов площадей. При этом, после того, как текущие «рабочие» проекты будут завершены, у компании, вероятно, будет возможность реализовать часть площадей, а не сдавать их в аренду, высвободив таким образом средства для погашения долга.

В целом, с точки зрения бизнес - рисков Сибкадеминвест, на наш взгляд, находится в несколько более выигрышном положении, учитывая возможность выбора между получением рентного дохода (что подразумевает более стабильный характер выручки) и непосредственно продажей площадей. Мы полагаем, что разница в кредитном качестве должна найти отражение в небольшом дисконте по доходности к размещившемуся в мае выпуску Сибкадемстроя. Последний пока не вышел на вторичный рынок, доходность при размещении составила 12.89% годовых к годовой оферте. Учитывая рост всего рынка в июне-июле, который не оставил в стороне и девелоперов третьего эшелона, мы допускаем, что сейчас доходность выпуска не превысила бы 12.5%. Таким образом, справедливая доходность Сибкадеминвеста к годовой оферте, на наш взгляд, составляет 12% - 12.25% годовых.

7 августа инвесторам представится возможность принять участие в аукционе по размещению выпуска облигаций ООО «ДВТГ – Финанс» SPV-компании одного из независимых железнодорожных грузоперевозчиков ОАО «Дальневосточная транспортная группа». Объем выпуска составляет 1 млрд. руб. Срок до погашения облигаций составляет 3 года, срок до оферты – 1.5 года.

Дальневосточная транспортная группа (ДВТГ) по масштабу используемого парка подвижного состава занимает седьмое место среди частных грузоперевозчиков. В 2006 году на долю ДВТГ пришлось около 2% всего российского рынка железнодорожных грузоперевозок, в том числе доля Компании на рынке перевозок нефтеналивных грузов составила 6.2%, в сегменте контейнерных перевозок – 5%.

В настоящее время ДВТГ представляет собой не оформленное в виде единой корпоративной структуры объединение нескольких транспортных организаций, география бизнеса которых не ограничивается только территорией РФ. Концентрация грузопотоков в регионе Транссибирской железнодорожной магистрали обуславливает наличие представительств в Китае и Корее, а также в Казахстане и Узбекистане. При этом наличие агентских связей с другими транспортными компаниями обеспечивает ДВТГ присутствие в Центральной части России, странах Восточной Европы и Балтии.

Учитывая, что Группа характеризуется достаточно низкой прозрачностью, в качестве поручителей по займу наряду с выполняющей функции управляющей компании ОАО «ДВТГ» привлечены основной балансодержатель подвижного состава Группы – ООО «Юрганз» и ООО «Дальнефеттранс», специализирующаяся на перевозке нефтеналивных грузов в регионе Дальнего Востока и генерирующая основную часть выручки Группы.

По итогам 1 полугодия 2007 года парк ДВТГ включал более 10 тыс. единиц разных видов подвижного состава, из которых 42% находятся в собственности компаний Группы, 51% используются на правах аренды (в том числе 23% с обязательным поэтапным выкупом) и 7% приобретены в лизинг.

Основная часть грузоперевозок Компании – это поставки нефтепродуктов, главным образом, в страны Азиатско-Тихоокеанского региона, на их долю в 2006 году пришлось 65.6% консолидированной выручки. Следующим по значимости является сегмент «навалочных» перевозок, обеспечивший 25.9% оборота. Вклад контейнерных перевозок и перевозок лесогрузов был менее существенным и составил соответственно 6.5% и 2%.

В среднесрочной перспективе ДВТГ планирует заметно укрепить свои позиции в сегменте контейнерных перевозок, который отраслевыми экспертами оценивается как один из наиболее перспективных на фоне общего увеличения грузопотоков. В частности, ДВТГ анонсировала план закупки нового подвижного состава, в котором основная часть покупок приходится на феттинговые платформы, используемые при контейнерных перевозках, а также на универсальные полувагоны, предназначенные для перевозки различных насыпных грузов.

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

ДВТГ-Финанс

Размещение: 7 августа 2007 г.
Объем: 1 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1.5 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 купон приравнивается к первому, по оставшимся ставку определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Ист Кэпитал, КИТ Финанс

Стоит отметить, что среди инвестиционных расходов ДВТГ на ближайшие три года обозначена покупка собственных локомотивов. Использование собственного парка локомотивов не только позволит оптимизировать (как увеличить, так и ускорить) процесс перевозки грузов, но и избавит Группу от значимой части обязательных расходов за пользование принадлежащими ОАО «РЖД» локомотивами.

В качестве одного из приоритетных направлений ДВТГ выделяет развитие собственных терминалов. В мае началась эксплуатация терминала г. Ташкент (Узбекистан), доля участия ДВТГ составляет 51%, оставшиеся 49% принадлежат ОАО «Узжелдорконтейнер». Расположение терминала в центре города обеспечивает интерес к нему со стороны большого количества потенциальных клиентов. В июне состоялось открытие терминала в Подмоскowie («Тучково»), целью создания которого было обслуживание контейнерных грузов расположенного поблизости завода LG Electronics Inc. Данным терминалом ДВТГ владеет совместно с южно-корейской транспортной компанией Pantos Logistics в пропорции 49% и 51% соответственно.

Кроме того, на второе полугодие текущего года запланирован запуск еще одного терминала на пограничном переходе «Забайкальск – Маньчжурия», который позволит увеличить долю участия ДВТГ в грузоперевозках между Россией и Китаем. Наличие собственных терминалов кроме дополнительных денежных потоков существенно упрощает для Компании процесс обслуживания возрастающего грузопотока. Дополнительные преимущества получают и клиенты ДВТГ в виде экономии на издержках на складирование, терминальные операции и таможенное оформление.

Помимо обозначенных терминалов ДВТГ планирует в перспективе ближайших трех лет создать еще один, переоборудовав в грузовой терминал Находкинский морской рыбный порт (до конца года ДВТГ предполагает завершить процесс приобретения 90% его акций). Удачное географическое положение данного актива позволит ДВТГ активизировать свое участие в импортных и транзитных грузопотоках между Россией и странами АТР. Кроме того, Компания сможет заявить в новых для нее сегментах бизнеса, в частности, в перевозке автомобилей, которая представляется достаточно интересным направлением на фоне увеличивающегося импорта авто из стран АТР.

В целом, перспективы развития бизнеса ДВТГ выглядят достаточно радужными, в то же время текущее финансовое состояние компании оставляет желать лучшего.

В частности, отметим, что при обороте в консолидированной отчетности (ДВТГ раскрывает данные неаудированной отчетности по МСФО и анонсирует, что в ближайшее время КРМГ завершит аудит отчетности за 2006 год) на уровне 13.6 млрд. руб., так называемая «чистая выручка» (за вычетом тарифов РЖД, представляющих собой регламентированные государством платежи за пользование ж/д инфраструктурой, находящейся в ведении госкомпании, и локомотивным парком РЖД) составляет только 4 млрд. руб. Отраслевая специфика не позволяет избежать такого распределения доходов (инфраструктура ж/д дорог остается в собственности государственной компании) и даже при замещении локомотивного парка РЖД собственным зависимостью оборотов Компании от тарифов будет оставаться стабильной характеристикой ее финансов. Исходя из этого, действующее соотношение 1:2 для «чистой выручки» и «тарифов РЖД» закладывается при прогнозе будущих денежных потоков. В частности, по итогам 2007 г. ДВТГ ожидает совокупную выручку на уровне 18.1 млрд. руб., из которых «чистая выручка» составит 5.4 млрд. руб. При этом к 2009 году Компания планирует значимо увеличить свои масштабы и прогнозирует «чистую выручку» на уровне 15.2 млрд. руб. при отчетной выручке 50.9 млрд. руб.

В структуре расходов основная часть также приходится на «тарифы РЖД». При этом можно отметить, что после коррекции на «тарифы РЖД» рентабельность EBITDA ДВТГ в 2006 году была на уровне 36.6% (+ 1.8% к уровню 2005 года).

Достаточно проблемным, на наш взгляд, является уровень долговой нагрузки Компании. Помимо кредитного портфеля, который по итогам 2006 года составлял 5.52 млрд. руб., более 2.7 млрд. руб. составляли обязательства ДВТГ по финансовой аренде и векселям. В результате, объем финансовых обязательств превышал «чистую выручку» больше чем в 2 раза, соотношение долг/EBITDA было на уровне 5.6. При этом процентные выплаты «съедали» основную часть прибыли, и норма чистой прибыли составляла только 2.1%. Можно отметить, что возможности ДВТГ по рефинансированию текущих обязательств достаточно ограничены – около 90% от общего количества собственного подвижного состава Группы находится в залоге.

Хотя порядка 80% облигационного займа планируется направить на рефинансирование текущих обязательств по кредитам и займам, в среднесрочной перспективе для финансирования инвестиционных расходов Группа будет вынуждена наращивать долг. По прогно-

зам, приводимым в меморандуме по итогам 2007 года общий объем финансовых обязательств ДВТГ превысит 12 млрд. руб., что также вдвое больше ожидаемой «чистой выручки». И даже при прогнозируемом росте EBITDA до 2 млрд. руб. в 2007 году соотношение долг/EBITDA будет на уровне 6.

Позиционирование нового выпуска к ОАО РЖД представляется нам не совсем корректным как по причине несопоставимости рисков, так и ввиду колоссальной разницы в масштабах бизнеса. При этом отсутствие ликвидности в бумагах присутствующего на долговом рынке транспортной компании ММК-Транс (по итогам сделок 12.07.2007г. УТМ - 8.74%, после очередных сделок 31.07.2007г. - УТМ 11.77%), также не позволяет использовать его в качестве адекватного ориентира. Что касается находящихся в обращении CLN Северсталь-Транс, которые были размещены в объеме 175 млн. долл. с купоном 8.5% годовых в июне текущего года, они котируются существенно ниже номинала (bid 98.75% и offer 99.75%). Таким образом, их доходность на 31 июля к очередному call-option в июне 2008 года составляет 12.51%/11.24% годовых, а к погашению в июне 2010 – 9.19%/8.77% годовых.

Вместе с тем, мы допускаем, что общие с ДТВГ характеристики кредитного качества имеют присутствующие на долговом рынке авиаперевозчики, также оперирующие в условиях жесткой конкуренции, и для которых, как и для ДТВГ, очень актуальна проблема роста долга, обусловленная необходимостью развития активов.

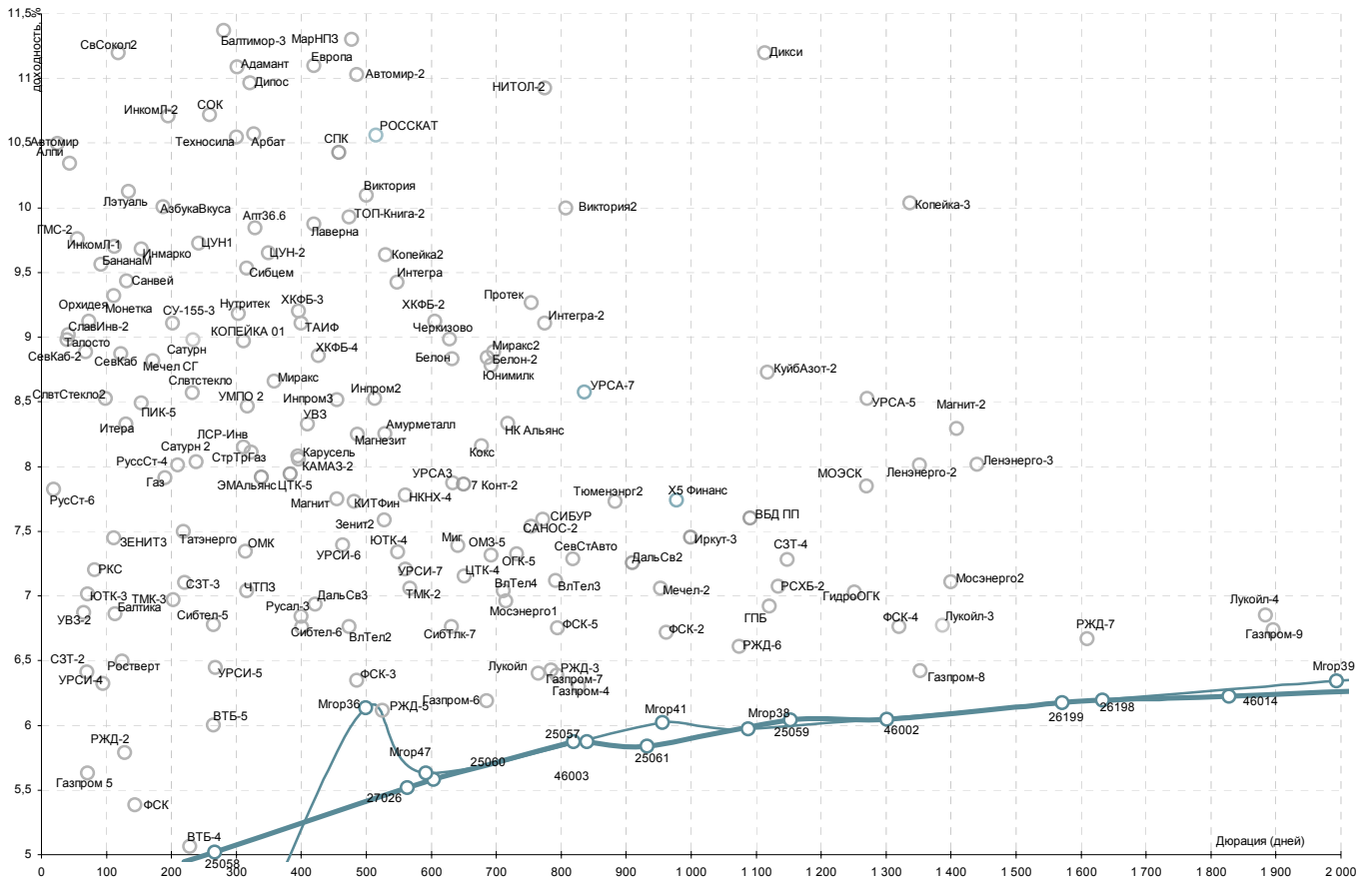
Финансовые показатели ДВТГ, АК Сибирь и ЮТЭйр в 2006 году.

	ДВТГ	АК Сибирь	ЮТЭйр
Отчетность	МСФО/неауд	РСБУ	РСБУ
Выручка, млн. руб.*	4 064,0	24 968,6	16 140,2
темп роста выручки 06/05	26%	127%	43,2%
Операционная прибыль, млн. руб.	1046,1	837,7	864,4
темп роста опер. прибыли 06/05	166%	был убыток	277,3%
Чистая прибыль	83,4	61,1	263,9
темп роста чистой прибыли 06/05	-28%	был убыток	206,2%
EBITDA	1 482,0	1 139,4	1103,5
EBITDA margin	36,5%	4,6%	6,8%
Net Margin	2,1%	0,2%	1,6%
Активы, млн. руб.	9 370,1	11 281,8	8 958,2
Финансовый долг, млн. руб.	8 331,8	6 175,2	5 461,1
Debt ratio	88,9%	54,7%	61,0%
Финансовый долг/EBITDA	5,6	5,4	4,9
EBIT/% расходы	0,6	1,3	2,0

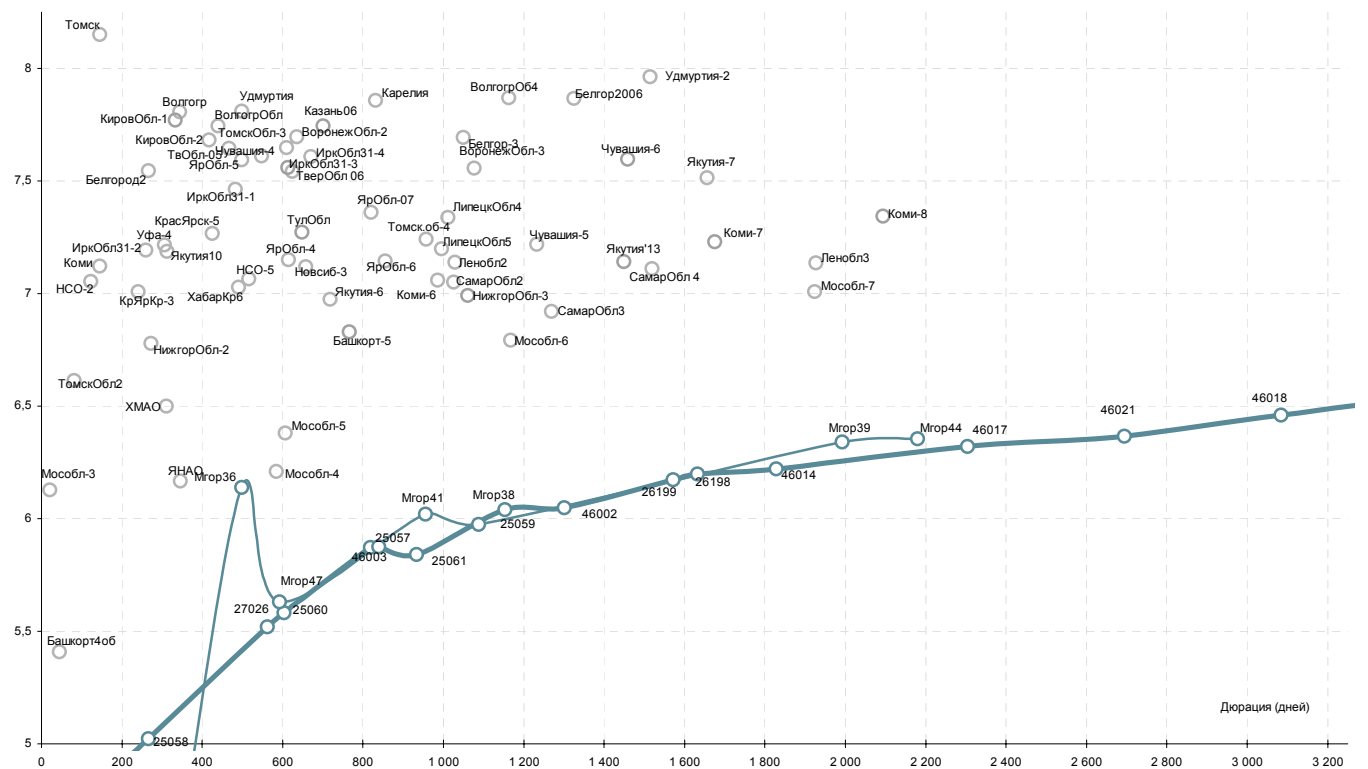
* Для ДВТГ при расчетах используется показатель «чистая выручка»
Источник: Данные компаний

Спрэд выпусков авиакомпаний к кривой ОФЗ варьируется в диапазоне от 480 б.п. (выпуски ЮТЭйр) до 800 б.п. (КД Авиа) в зависимости от уровня их финансовой и корпоративной прозрачности, масштабов и степени зависимости финансового состояния от эффекта реализуемых инвестиционных мероприятий. Спрэд близких по дюрации к бумагам ДВТГ выпусков ЮТЭйр-3 и АК Сибирь составляет 480 б.п. и 550 б.п., с допущениями на отраслевую специфику, однако, учитывая более обременительную долговую нагрузку ДВТГ, справедливый спрэд нового выпуска мы оцениваем на уровне 600 – 650 б.п. Таким образом, справедливая доходность дебютного выпуска ДВТГ к полуторалетней оферте находится в диапазоне 11.5% - 12% годовых.

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

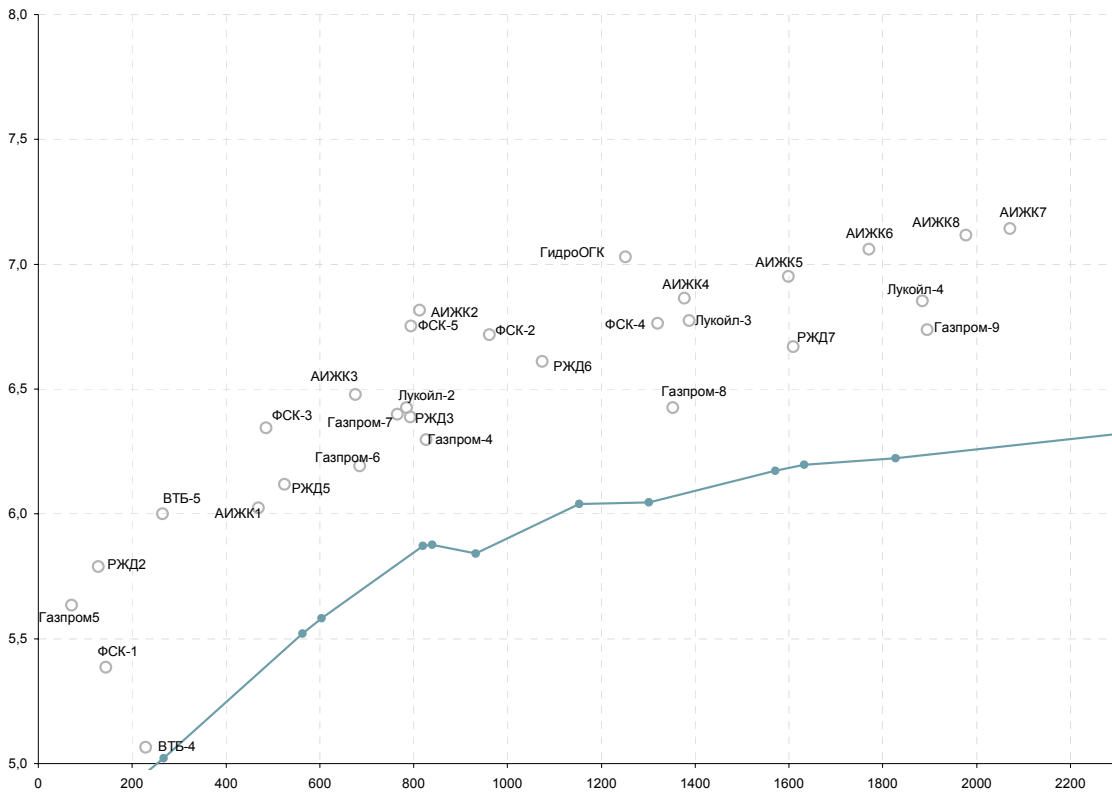


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

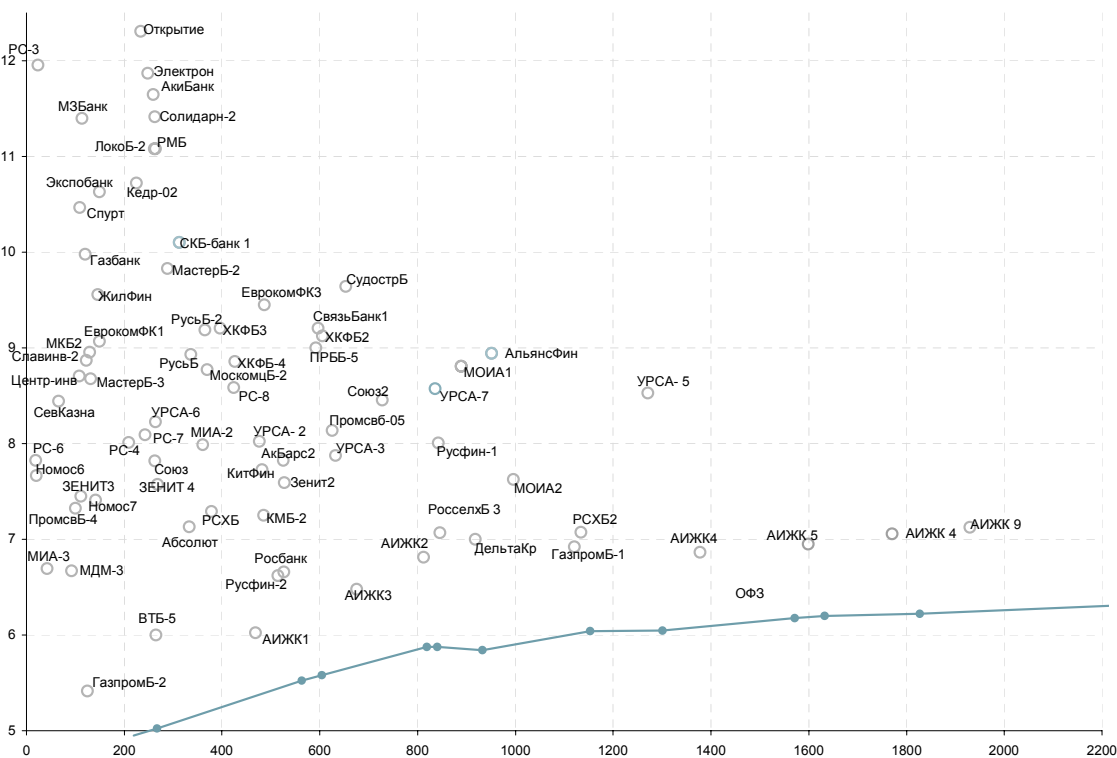


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

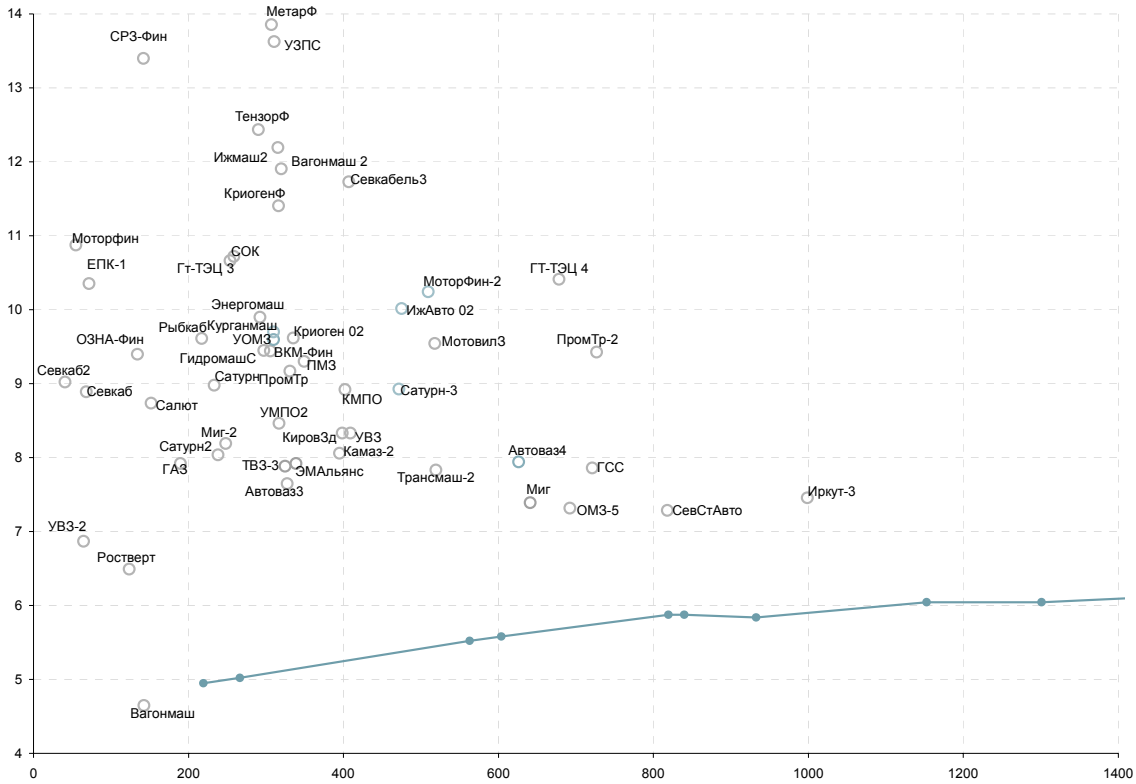
Blue chips



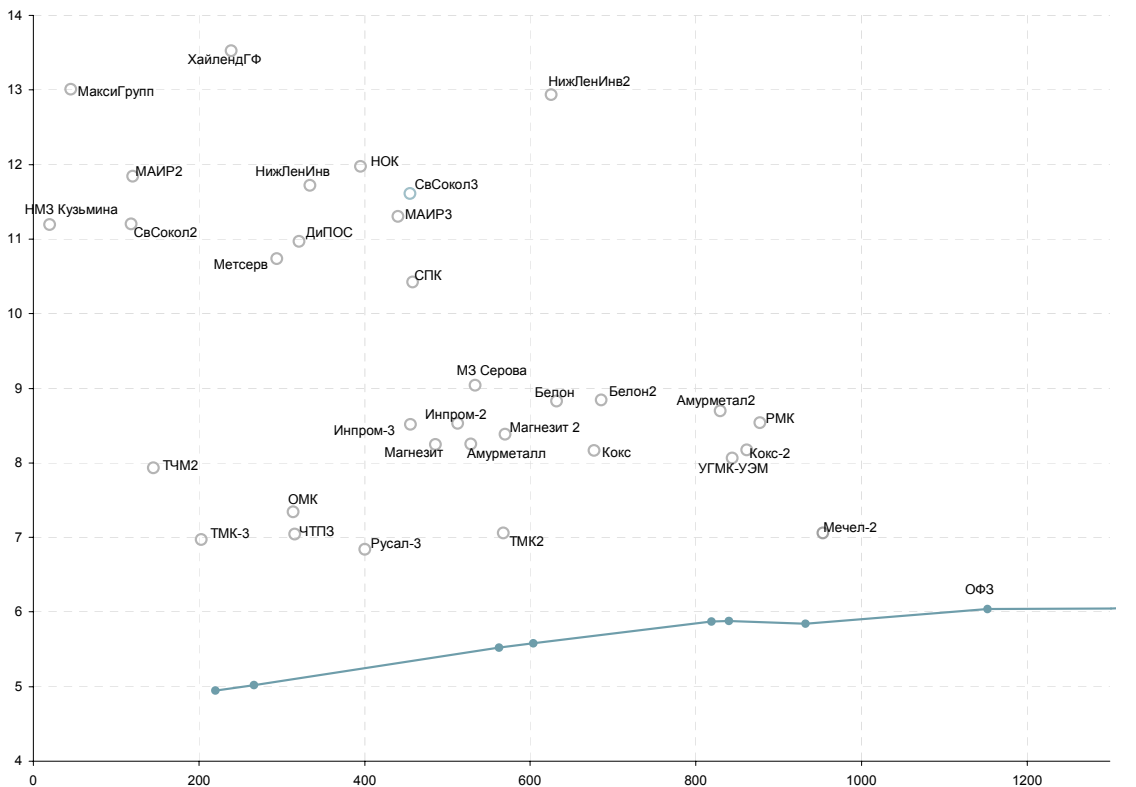
Банки, финансовые услуги



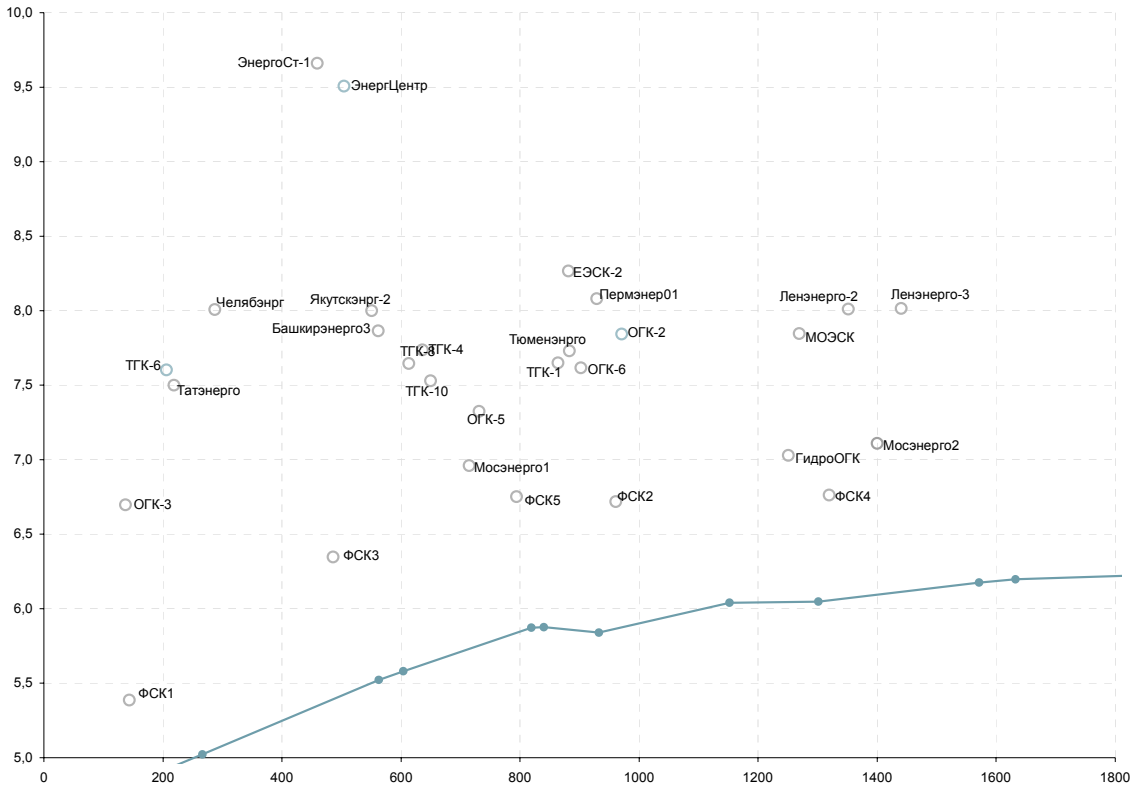
Машиностроение



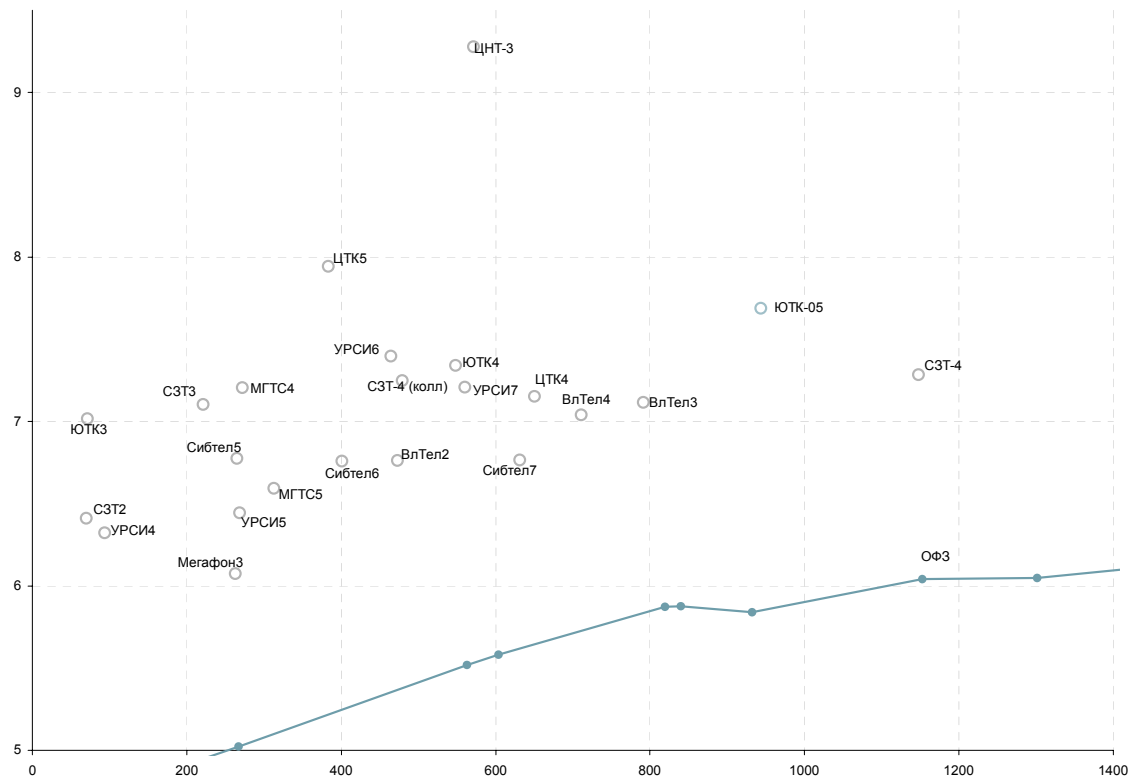
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



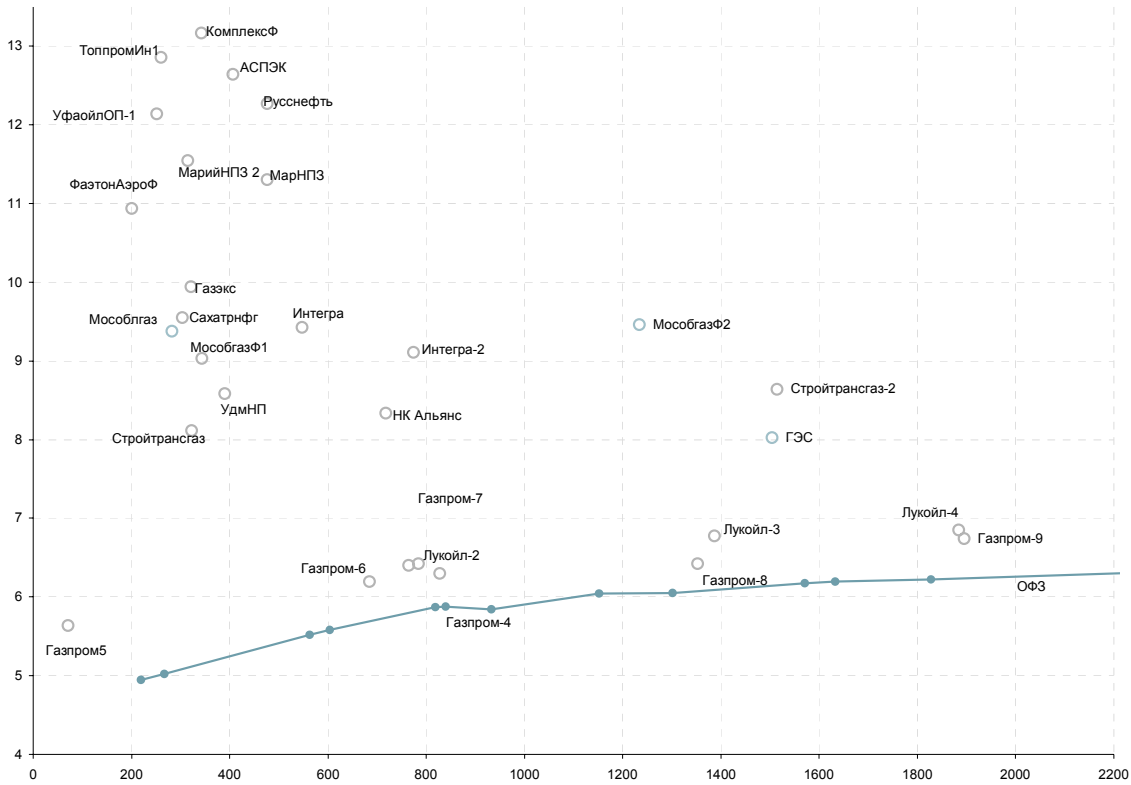
Энергетика



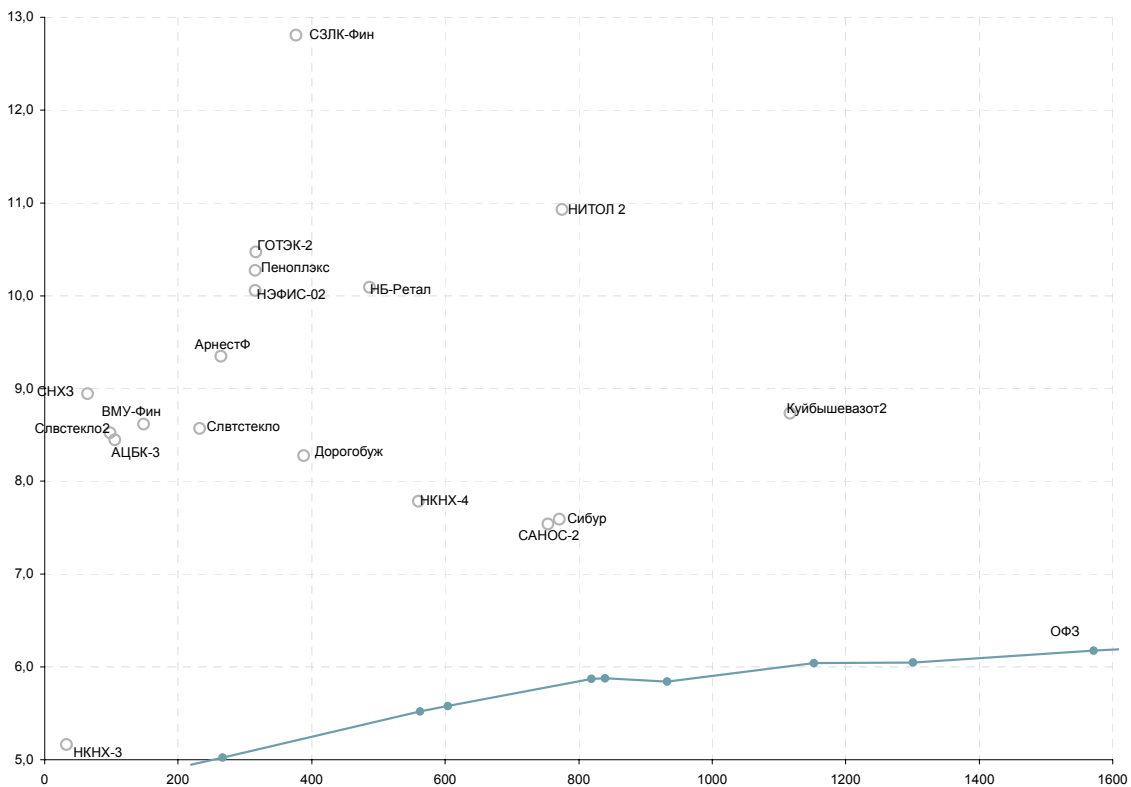
Телекомы



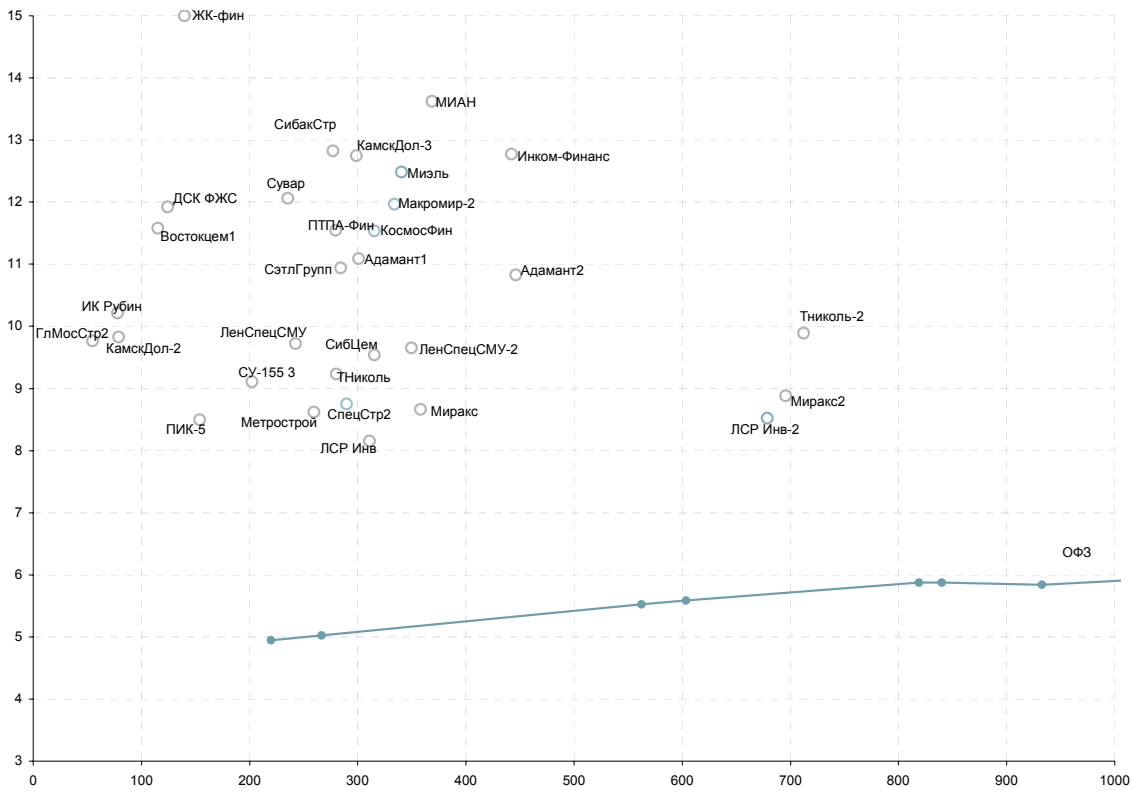
Нефтегазовая отрасль



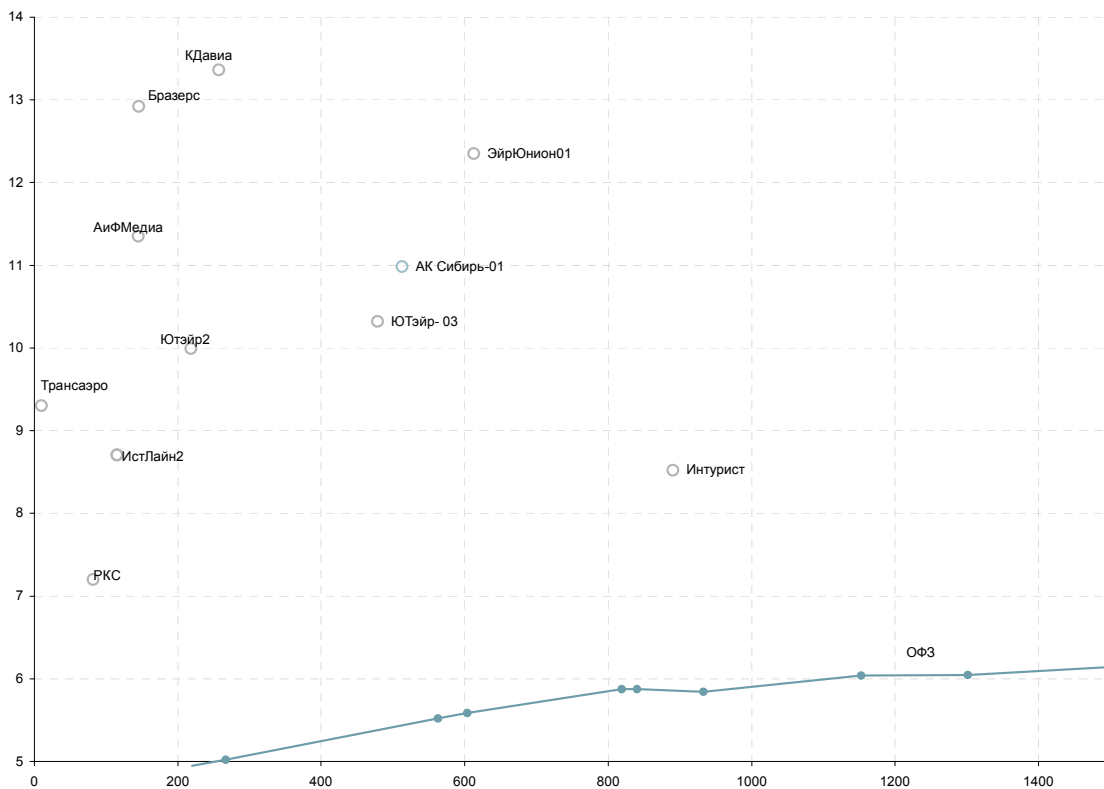
Химия и ЛПК



Строительство



Услуги



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretjakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru
Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Рублевые инструменты	Алексей Балашов	a.balashov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.litvyakov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.