

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

В течение прошлого года ИжАвто удалось заметно улучшить свое кредитное качество. «Возрождение» производственного комплекса стало возможным благодаря запуску сборочного производства автомобилей марки KIA в 2005 году. Стратегическое партнерство с KIA Motors Corporation является одним из ключевых факторов, определяющих среднесрочные перспективы ИжАвто. При этом позитивным является тот факт, что компания не собирается ограничивать потенциал своего сборочного производства только лишь маркой KIA и не исключает организации сборки каких-либо других, востребованных рынком марок. Мы разделяем мнение организаторов, ориентирующих участников рынка на доходность в диапазоне **10% - 10.5% годовых на 1.5 года**, полагая, что **спрэд к ОФЗ на уровне 380-400 б.п.** является вполне адекватным, чтобы компенсировать меньшие на фоне других автопроизводителей масштабы ИжАвто и текущие операционные и финансовые риски компании *(Подробнее стр.2)*

ИжАвто-2	2
Курганмашзавод-Финанс	3

Появление на долговом рынке Курганмашзавода обусловлено необходимостью рефинансировать текущие краткосрочные обязательства, а также потребностью в финансовых ресурсах для реализации государственных, главным образом, экспортных контрактов. Эмитент имеет достаточно устойчивое финансовое состояние, при этом успехи его бизнеса во многом зависят от государственной политики в области развития ВПК. Что касается перспектив развития сегмента продукции гражданского назначения, то они достаточно сильно зависят от эффекта интеграции бизнес-процессов с Концерном «Тракторные заводы». Оценивая справедливую премию в доходности КМЗ-Финанс к облигациям ПромТр-2, также входящего в Концерн «Тракторные заводы» (с учетом разницы в дюрации) на уровне 20 – 50 б.п. справедливый спрэд к ОФЗ составляет 390 б.п. – 420 б.п., что соответствует доходности дебютных облигаций КМЗ-Финанс к ofercie через 1 год в диапазоне **9.7% - 10%** годовых. *(Подробнее стр.3)*

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

www.zenit.ru

Размещения текущей недели

Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор	Прогноз организатора	Оценки Банка ЗЕНИТ
ИжАвто-2	2 000	МДМ-Банк	УТР 10%-10.5%	УТР 10% - 10.5%
Алмазный дом Грэйс	300	Русские Фонды	н/д	-
ПО УОМЗ	1 000	Росбанк	УТР 9.5%-10%	-
ФК Еврокоммерц-2	3 000	Тройка Диалог	н/д	-
Курганмашзавод	2 000	Росбанк, Петрокоммерц	УТР 9.8%-10%	УТР 9.7% - 10%
МОИА-3	5 000	РИГрупп, Банк Москвы, БФА, Тройка	УТМ 7.6%-7.85%	-
ИнкомЛада-2	2 000	Уралсиб	УТР 11.46%	-
Судостроительный Банк-2	1 000	Номос-Банк, ММБ	н/д	-

Среди намеченных на сегодня аукционов наибольший интерес инвесторов, на наш взгляд, будет сосредоточен вокруг размещения второго выпуска облигаций ОАО «ИжАвто», причем не только потому, что эмитент уже известен рынку. В течение прошлого года компании удалось заметно улучшить свое кредитное качество. «Возрождение» производственного комплекса стало возможным благодаря запуску сборочного производства автомобилей марки KIA в 2005 году. Наладив сборку автомобилей KIA Spectra и увеличив объем выпуска до 24 тыс. шт., в 2006 году выручка ИжАвто выросла с 8.27 млрд. руб. до 18.14 млрд. руб. При этом рентабельность по EBITDA выросла с 4.6% до 7.1%.

На первый взгляд, эмитент придерживается достаточно консервативной долговой политики, по максимуму используя собственные ресурсы для финансирования развития производства. В тоже время одним из наиболее «слабых мест» финансов ИжАвто, на наш взгляд, является то, что компания очень активно использует кредитное плечо для финансирования оборотного капитала в течение года. В данном случае потоки компании очень чувствительны к тому, насколько эффективно будут организованы продажи собранных автомобилей, а также к тому, насколько полными и своевременными будут поставки необходимых автокомплектов из Кореи. В частности, проблема сбоя поставок машинокомплектов осенью прошлого года спровоцировала формирование существенных товарных запасов и, как следствие, увеличение кредитного портфеля более чем на 60% до 6.89 млрд. руб. Стратегическое партнерство с KIA Motors Corporation является одним из определяющих факторов развития производства ИжАвто в среднесрочной перспективе. Учитывая, что с прошлого года ассортимент ИжАвто пополнился новыми марками KIA Rio JB, выпуск которой на текущий год запланирован на уровне 7 тыс. шт., а также внедорожниками KIA Sorento (план по выпуску на 2007 год около 8 тыс. шт.), автомобили KIA ижевской сборки будут формировать большую часть продаж марки KIA, которая входит в десятку наиболее популярных иномарок. В условиях смещения интересов в сегмент иномарок ИжАвто имеет хорошие шансы для реализации своей стратегии по расширению масштабов производства. При этом позитивным является тот факт, что компания не собирается ограничивать потенциал своего сборочного производства только лишь маркой KIA и не исключает организации сборки каких-либо других, востребованных рынком марок.

Достаточно весомым «минусом» кредитного качества ИжАвто остается достаточно низкая прозрачность ключевого акционера – Группы СОК. Хотя развитие автосборочного производства на ИжАвто является отдельным самостоятельным направлением, денежные потоки которого, по заявлениям менеджмента, не пересекаются с другими бизнесами, отсутствие консолидированной отчетности, отражающей эффективность сотрудничества с KIA Motors Corporation во многом объясняют достаточно консервативное отношение инвесторов к ИжАвто. Кроме того, довольно высоки требования участников рынка к дополнительной премии в доходности, компенсирующей не только разницу в масштабах по сравнению с другими автопроизводителями, но и негативный новостной фон, который периодически возникает вокруг главного владельца – Группы СОК.

ИжАвто-2**Размещение:** 14 июня 2007**Объем:** 2 млрд. руб.**Срок до погашения (оферты):** 4 года (1.5 года)**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-3 приравнивается к первому, остальные определяет эмитент**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе**Организатор:** МДМ-Банк

Финансовые показатели автопроизводителей в 2006 г.

	ИжАвто	Камаз	Автоваз	ГАЗ
Отчетность	РСБУ	РСБУ	РСБУ	МСФО
Выручка, млн. руб.	18 144,0	67 470,7	152 445,0	118 793,4
темп роста выручки 06/05	119%	33,5%	15,0%	25,6%
Операционная прибыль, млн. руб.	1283,3	5 738,8	11 480,0	11 137,5
темп роста опер. прибыли 06/05	1213%	70,1%	53,1%	34,0%
Чистая прибыль	274,4	721,2	2512,0	6003,1
темп роста чистой прибыли 06/05	483%	440,6%	79,4%	94,5%
ЕБИТДА	1 279,7	н/д	11 684,0	12 666,6
ЕБИТДА margin	7,1%	н/д	7,7%	10,7%
Net Margin	1,5%	1,1%	1,6%	5,1%
Активы, млн. руб.	12 504,2	68 924,4	118 024,0	56 928,9
Долг, млн. руб.	6 890,8	9 695,6	23 067,0	20 936,5
Debt ratio	55,1%	14,1%	19,5%	36,8%
Долг/ЕБИТДА	5,4	н/д	2,0	1,7
ЕБИТ/расходы	2,3	3,2	4,4	9,9

Источник: Данные компаний, оценки Банка ЗЕНИТ

Спрэды к ОФЗ близких по дюрации ИжАвто-2 выпусков КАМАЗа и ГАЗа в последнее время варьируются в диапазоне 180 – 210 б.п., при размещении четвертого выпуска АвтоВАЗа 29 мая доходность к оферте в мае 2009 г. сложилась на уровне 7.95% годовых (спрэд к ОФЗ в пределах 210 б.п.)

Организаторы ориентируют участников рынка на доходность в диапазоне **10% - 10.5%** годовых на 1.5 года. Мы полагаем, что спрэд к ОФЗ более чем на 200 б.п. шире, чем у крупных автопроизводителей, то есть на уровне 380 б.п. – 400 б.п. является вполне адекватным, чтобы компенсировать меньшие масштабы ИжАвто и текущие операционные и финансовые риски компании. При этом потенциал ценового апсайда бумаг ИжАвто-2 будет определяться тем, насколько успешно будет реализовываться бизнес-план по увеличению продаж автомобилей KIA. Кроме того, стимулом для переоценки кредитного качества ИжАвто вполне может стать выход МСФО отчетности, запланированный на август-сентябрь текущего года.

Появление на долговом рынке Курганского машиностроительного завода через SPV ООО «Курганмашзавод – Финанс» обусловлено необходимостью рефинансировать текущие краткосрочные финансовые обязательства, а также потребностью в финансовых ресурсах для реализации планов по расширению производства для выполнения государственных, главных образом, экспортных контрактов.

Курганмашзавод известен как ведущий производитель военной бронетехники (боевых машин пехоты – БМП). При этом в последнее время эмитент достаточно активно развивает сегмент продукции гражданского назначения, что обуславливает необходимость в достаточно значительных капитальных вложениях для внедрения современных конкурентоспособных моделей.

Позитивным, на наш взгляд, является тот факт, что с 2006 года Курганмашзавод находится в управлении Концерна «Тракторные заводы». Во-первых, одним из первых действий нового собственника стала оптимизация производственных ресурсов, что позволило избавиться от расходов, связанных с непрофильными активами. Кроме того, свое позитивное отражение в финансах в ближайшей перспективе должна найти интеграция бизнес-процессов Курганмашзавода внутри Концерна «Тракторные заводы», в частности, реализацию продукции гражданского назначения планируется наладить через сбытовую структуры «Тракторных заводов».

2006 год Курганмашзавод закончил практически с такими же результатами, как и 2005 г. Выручка составила 4.97 млрд. руб. при рентабельности по ЕБИТДА 11.6% (11% в 2005 году). В 2007 году эмитент приступает к выполнению госконтрактов на общую сумму более 7 млрд. руб., 2 млрд. руб. из которых должны быть перечислены уже в текущем году. В результате в 2007 году эмитент ожидает выручку на уровне 6.5 млрд. руб., а к 2010 г. планирует увеличить ее до 10 млрд. руб. Стоит отметить, что реализация данных планов во многом будут определяться тем, как будут складываться отношения в области военнотехнического сотрудничества с ключевыми покупателями Китаем и Индией. Кроме того, определенные угрозы для реализации данных планов несет растущая конкуренция на мировом рынке военной бронетехники.

В целом финансовое состояние Курганмашзавода можно охарактеризовать как достаточно устойчивое. Даже, несмотря на неоднородность денежных потоков (основной приток

Курганмашзавод-Финанс**Размещение:** 14 июня 2007**Объем:** 2 млрд. руб.**Срок до погашения (оферты):**

3 года (1 год)

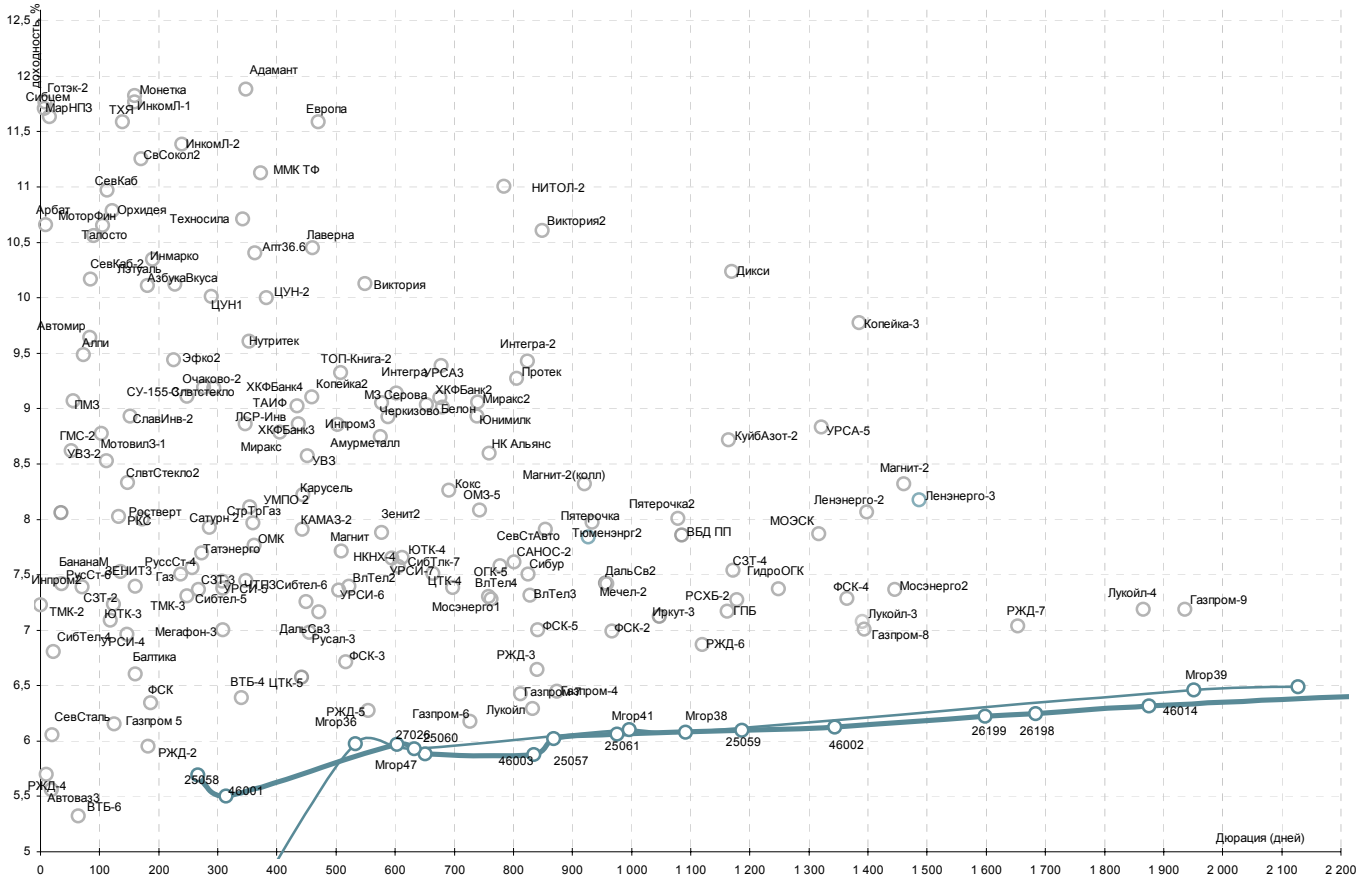
Купон: полугодовой, ставка 1-2 купона устанавливается на аукционе, остальные определяет эмитент**Доходность к погашению****(оферте):** определяется на аукционе**Организатор:** Росбанк, Банк Петрокоммерц

средств по госконтрактам приходится на конец года) эмитенту удастся сохранять приемлемый для обслуживания уровень долговой нагрузки. Соотношение долг/ЕВITDA по итогам 2006 года снизилось с 3.56 до оставило 2.16. После размещения облигаций кредитный портфель компании вырастет как минимум вдвое, при этом поддержание качественного покрытия долга зависит от того, насколько успешной будет реализация положительных прогнозов по расширению продаж в течение 2007 года.

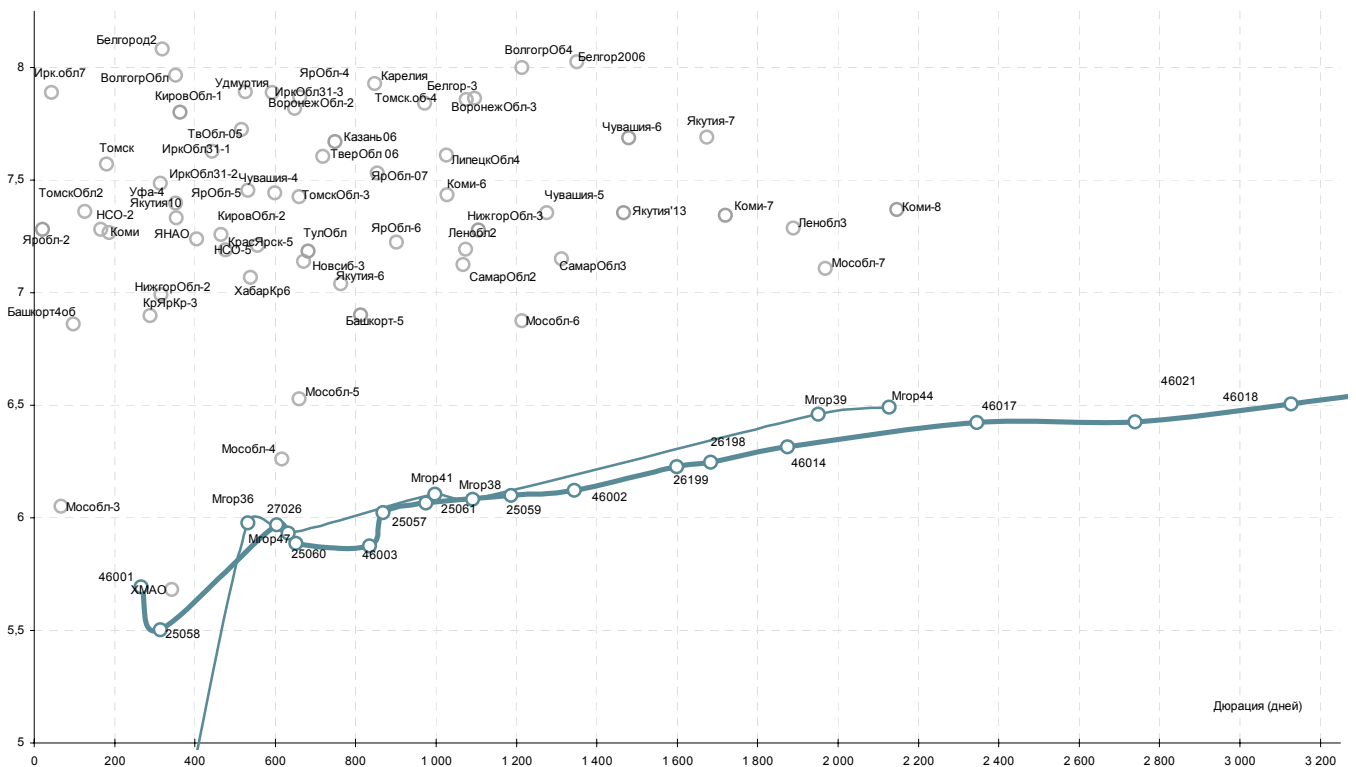
При позиционировании нового выпуска наиболее адекватным ориентиром по доходности, на наш взгляд, является выпуск Промтрактора, который также как и Курганмашзавод входит в Концерн «Тракторные Заводы».

Облигаций ПромТр-2 к оферте в октябре 2009 года торгуются с доходностью 9.6% годовых (спрэд к ОФЗ 370 б.п.). Оценивая (с учетом разницы в дюрации) справедливую премию в доходности КМЗ-Финанс к облигациям ПромТр-2 за большую зависимость кредитного качества от перспектив в области ВПК на уровне 20 – 50 б.п. справедливый спрэд к ОФЗ составляет 390 б.п. – 420 б.п., что соответствует доходности дебютных облигаций КМЗ-Финанс к оферте через 1 год мы видим в диапазоне **9.7% - 10%** годовых

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

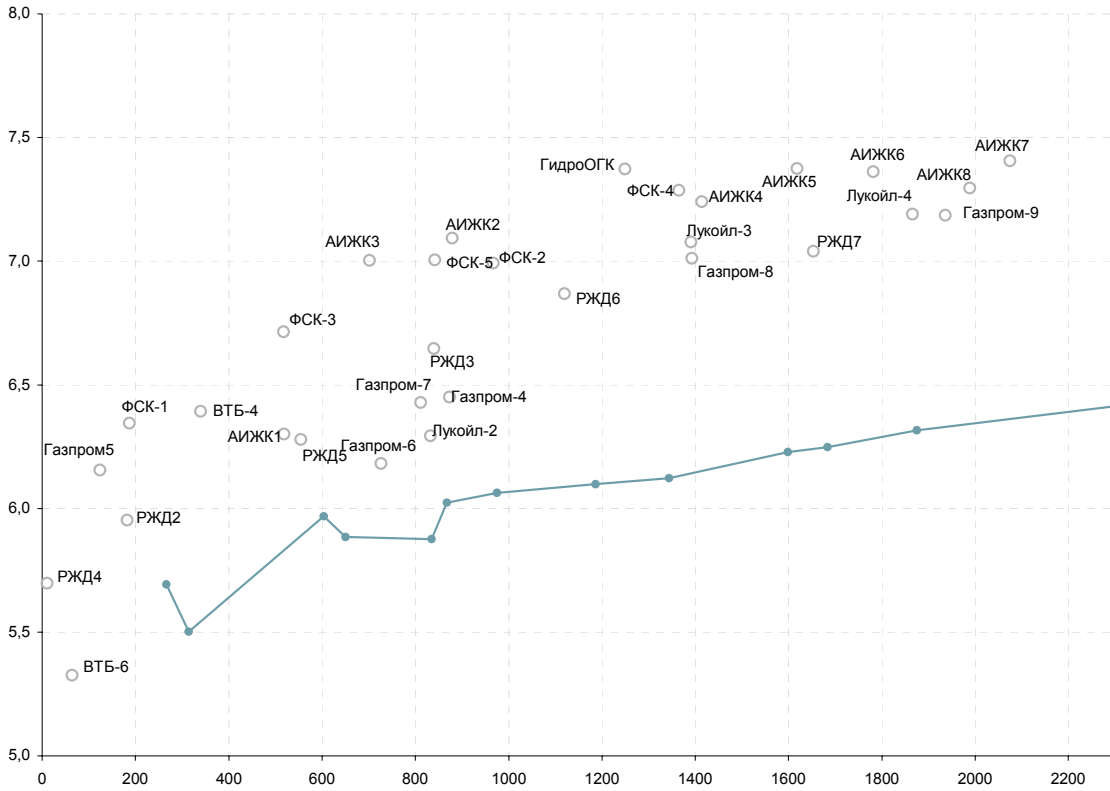


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

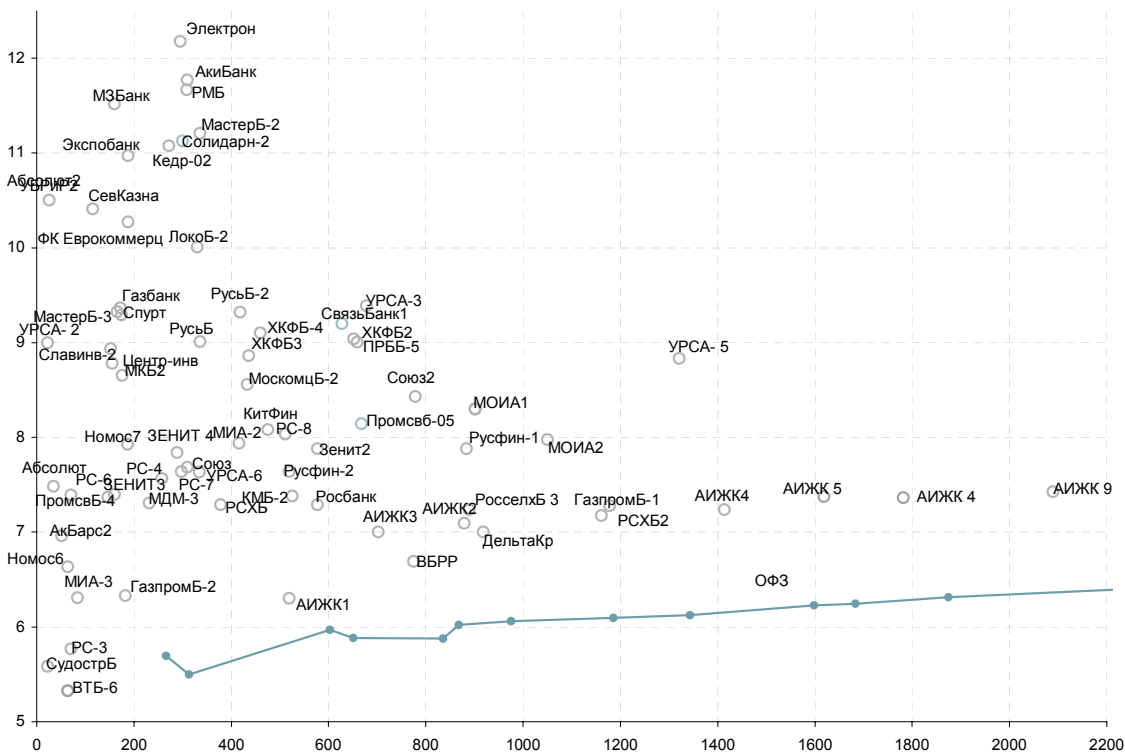


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

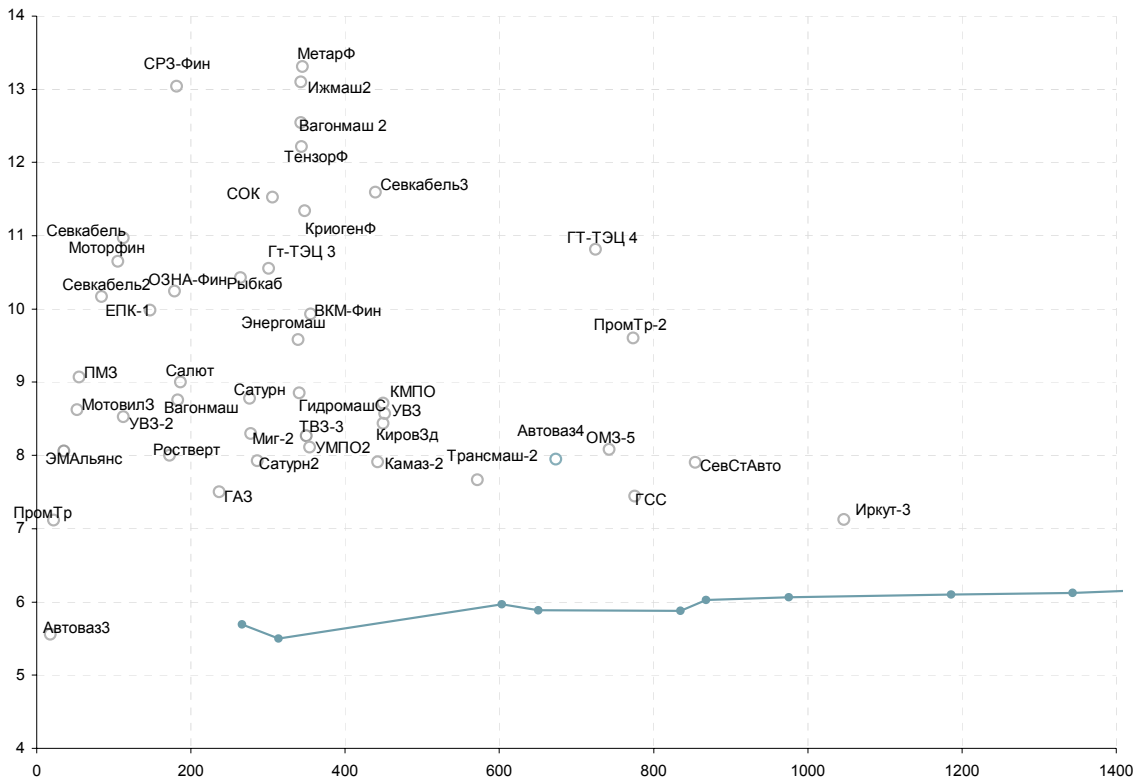
Blue chips



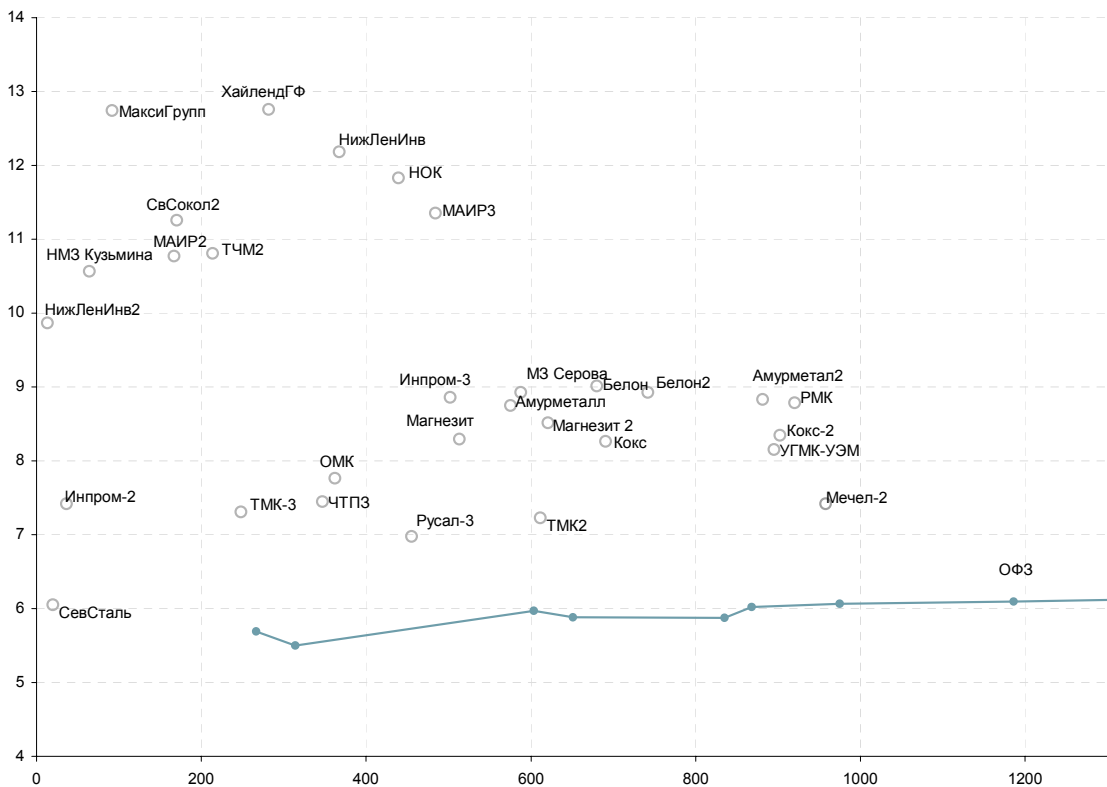
Банки, финансовые услуги



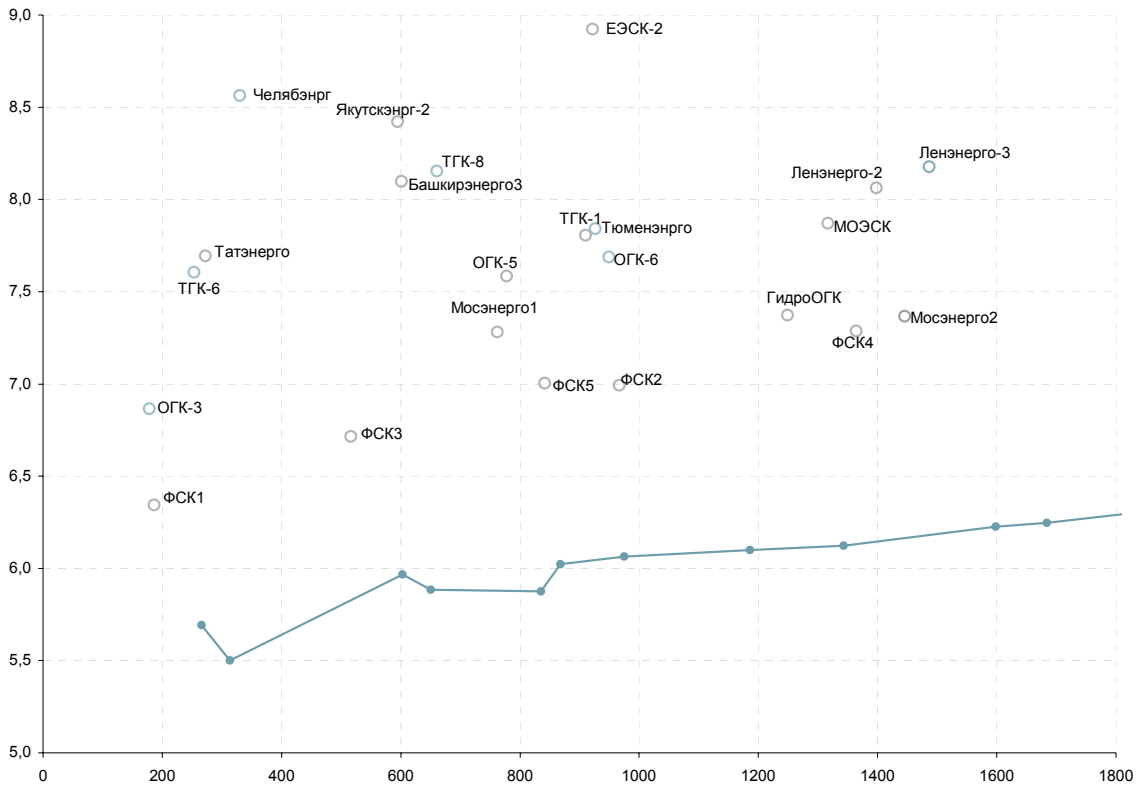
Машиностроение



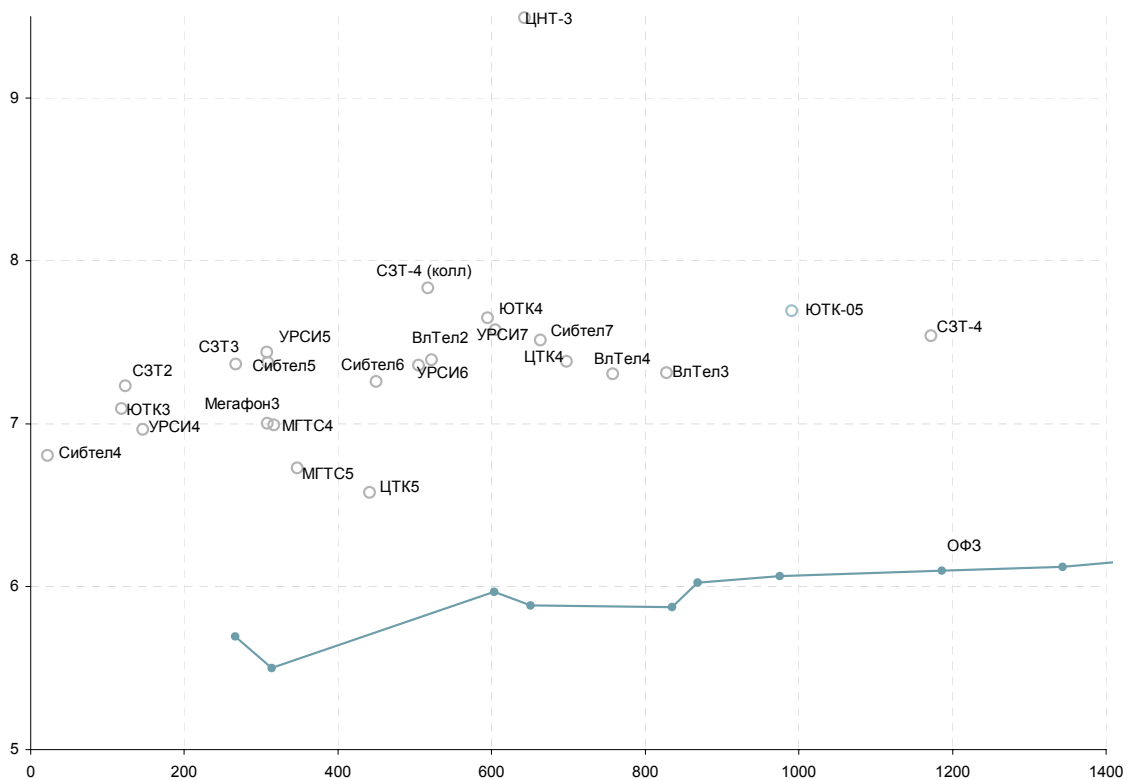
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



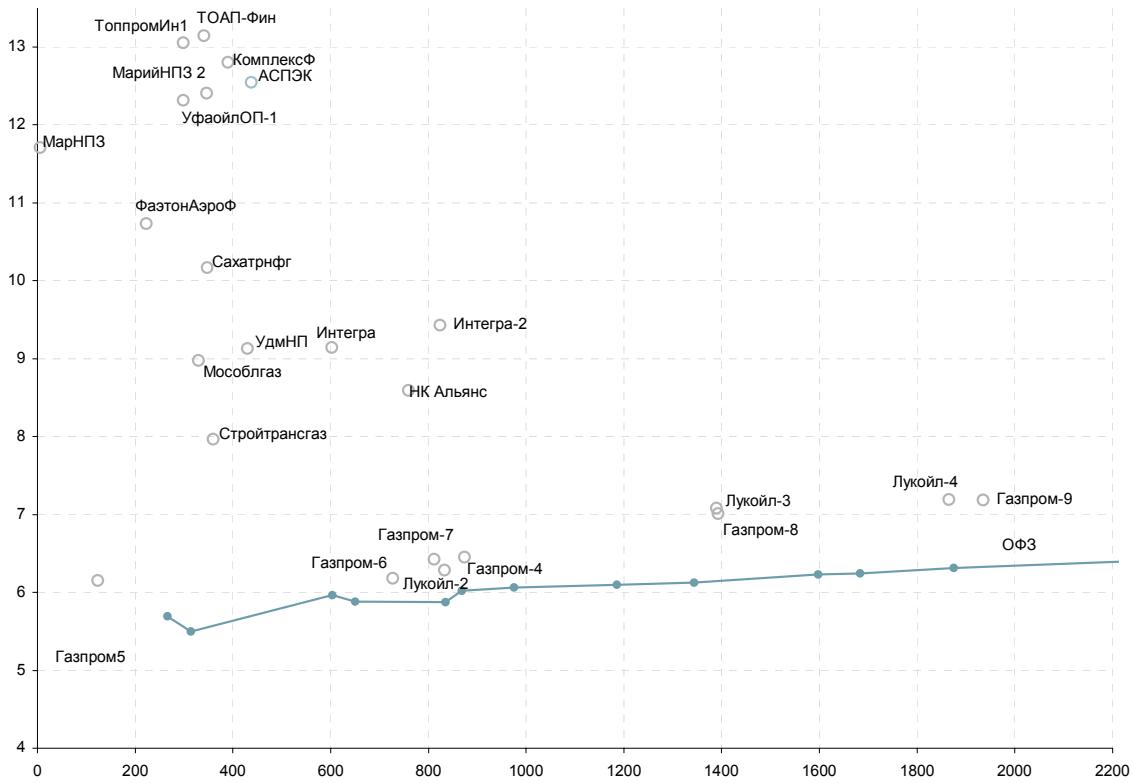
Энергетика



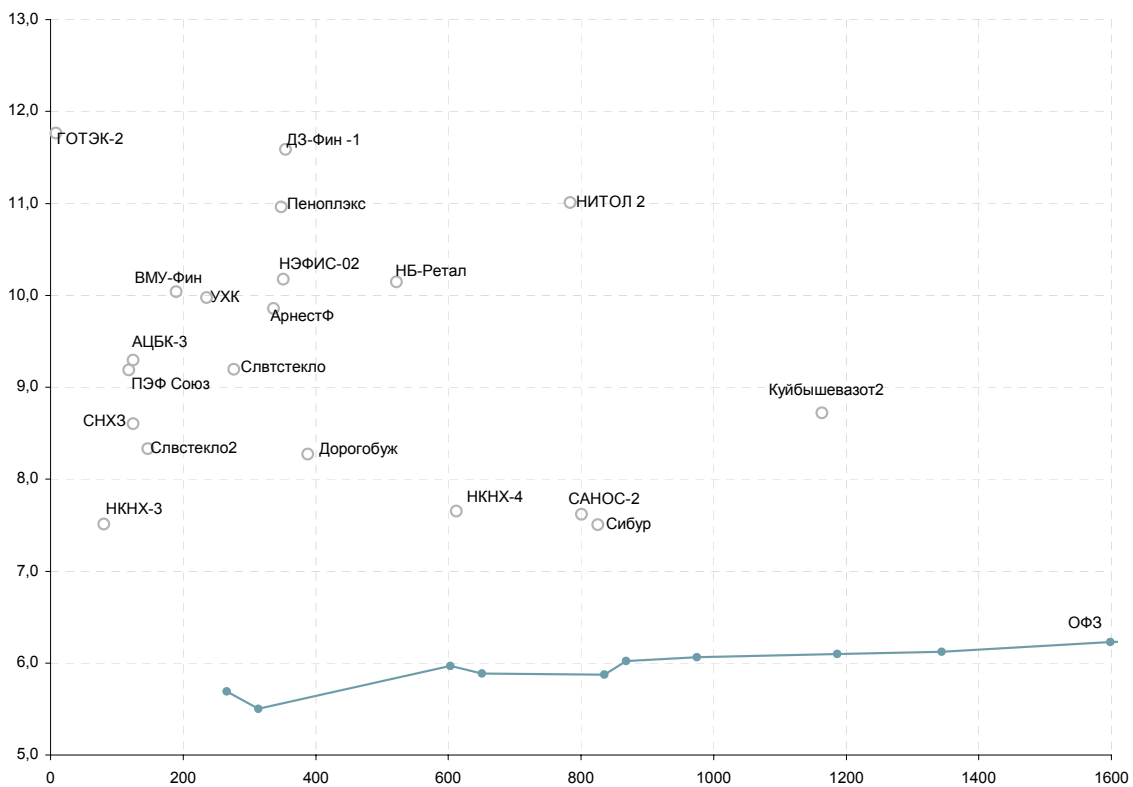
Телекомы



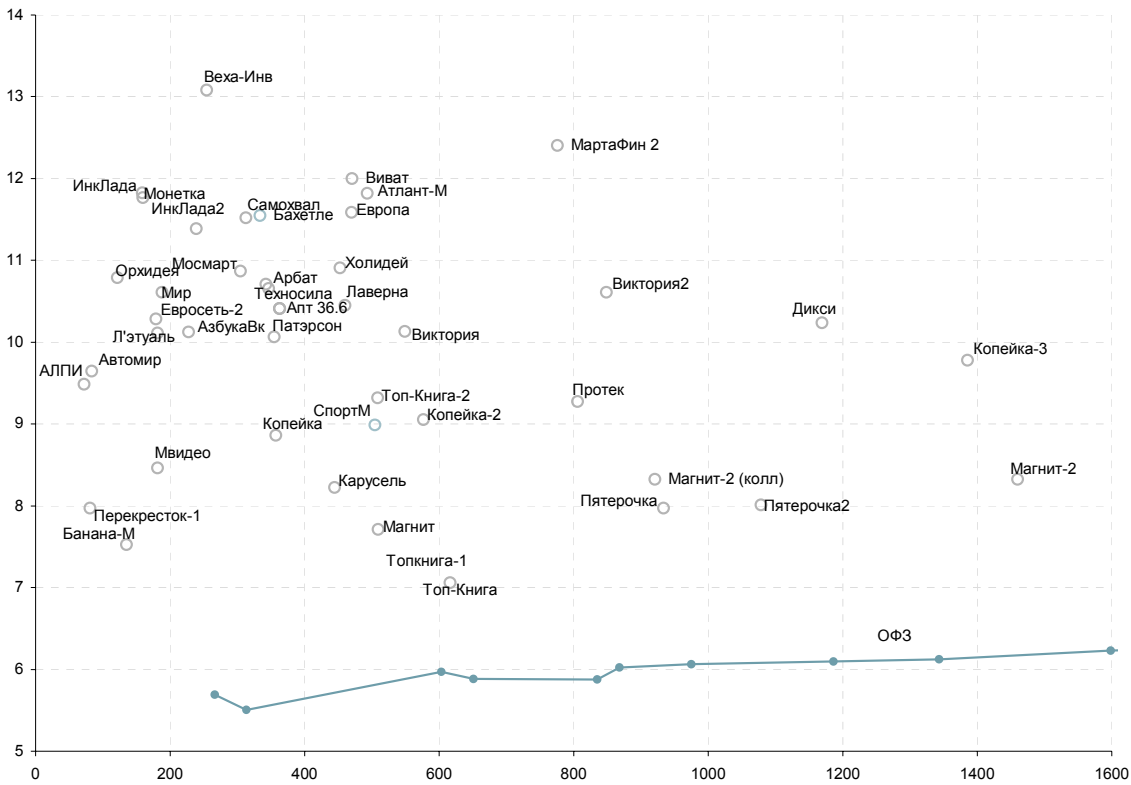
Нефтегазовая отрасль



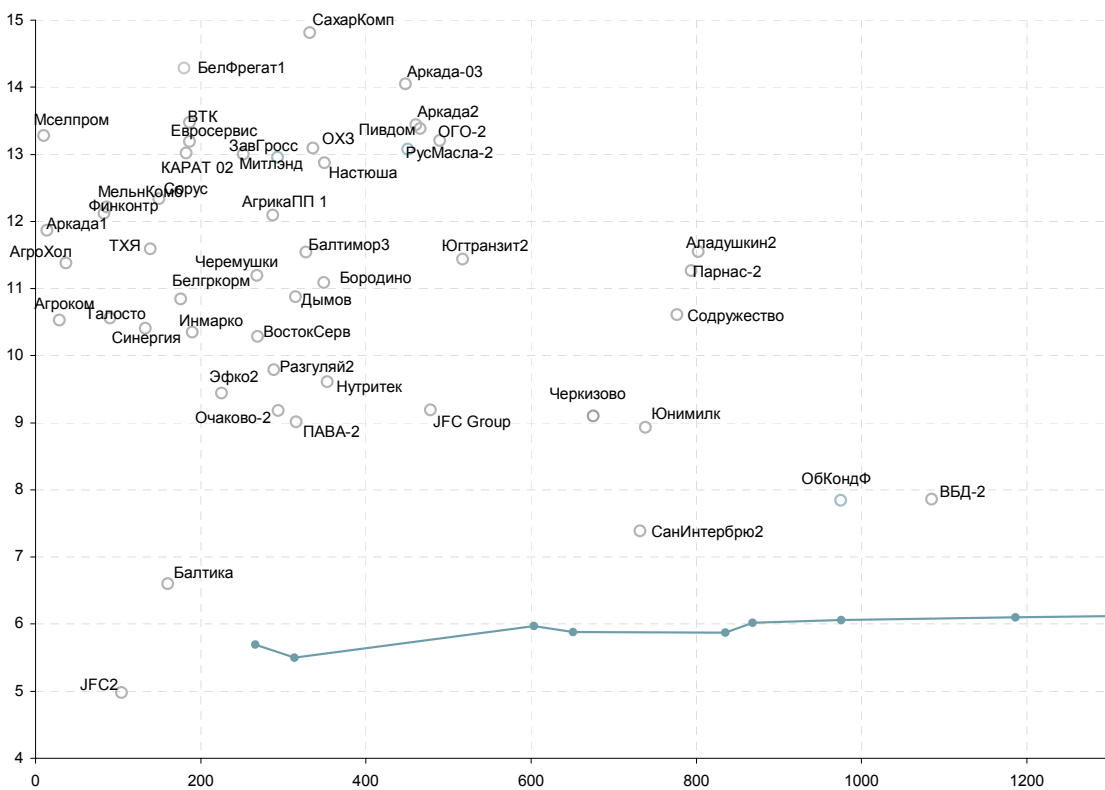
Химия и ЛПК



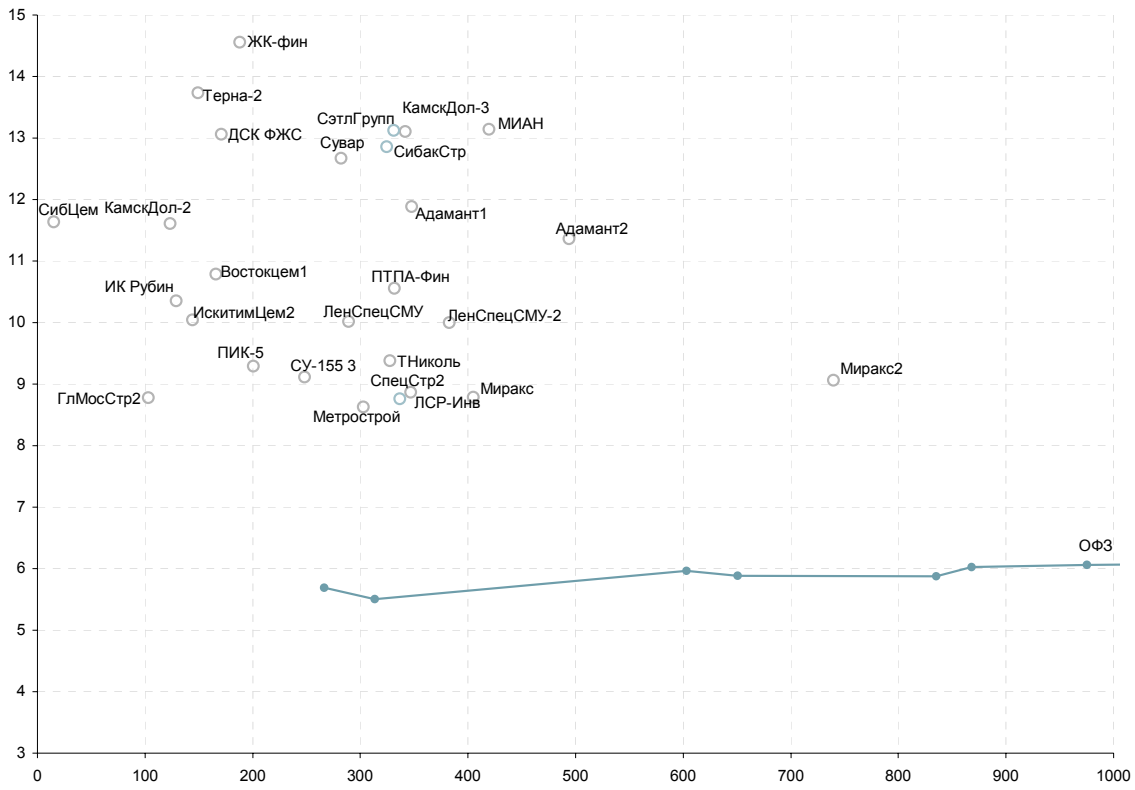
Ритейл



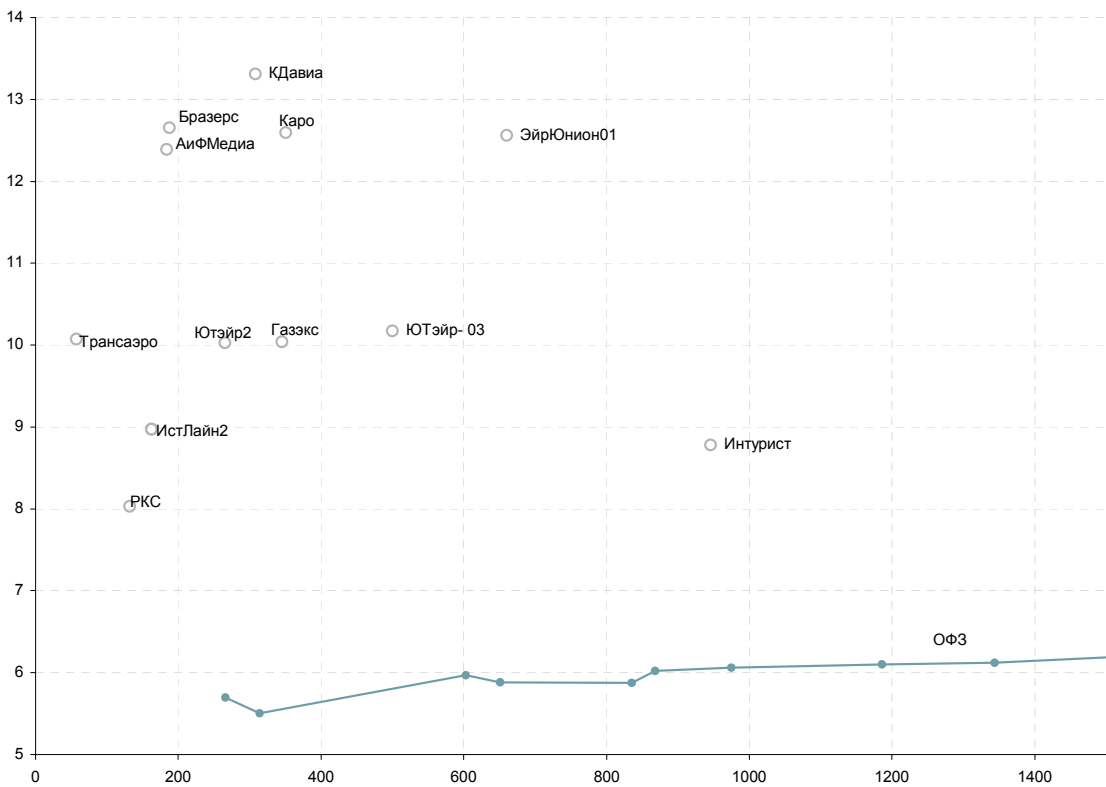
Пищевая промышленность и АПК



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.tretyakov@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.lityakov@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.