

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

АПХ «Мираторг», основным направлением бизнеса которого является дистрибуция мяса, в настоящее время реализует ряд масштабных проектов по развитию собственного производства. В конечном итоге реализация агрессивной, на наш взгляд, стратегии может привести к росту масштабов и рентабельности. В то же время, в ближайшие годы неизбежно существенное усиление долговой нагрузки. Ориентируясь на сопоставимые компании, мы оцениваем справедливую доходность облигаций SPV APX «Мираторг» - ООО «Мираторг Финанс» на уровне 11.9%-12.3% к годовой оферте. *(Подробнее стр.2)*

Мираторг Финанс 2

ПФ ТрансТехСервис 3

Наряду с очевидными «плюсами» **ТрансТехСервиса**, такими как наличие значительного портфеля недвижимости, превалирование дорогих и среднеценовых марок автомобилей в портфеле, широкая сеть и прочные позиции в регионах присутствия, основным риском является вероятное увеличение долговой нагрузки с учетом заявленных инвестиционных планов. На наш взгляд, учитывая гораздо меньший масштаб бизнеса по сравнению с аналогами и ожидаемое увеличение кредитного плеча, справедливая доходность по выпуску должна составлять не менее 11% к годовой оферте. *(Подробнее стр.3)*

Наталия Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

www.zenit.ru

Размещения текущей недели

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор	Прогноз организатора	Оценки Банка ЗЕНИТ
9 авг	Мираторг Финанс	2 500	ВТБ, ИГ Капитал, Петрокоммерц	УТР 11.51%-11.83%	УТР 11.9% - 12.3%
14 авг	ТранТехСервис	1 000	Уралсиб	УТР 10.65%-11.19%	УТР не менее 11%
15 авг	ТрансФин-М2	1 500	ТрансКредитБанк	УТР 10.67%-10.88%	-

9 августа дебютный облигационный займ объемом 2.5 млрд. руб. разместит ООО «Мираторг Финанс» - SPV агропромышленного холдинга «Мираторг». Срок обращения облигаций – 5 лет, при этом условиями выпуска предусмотрена годовая оферта.

Поручителями по облигационному займу выступают дистрибьюторская компания ООО «ДК Мираторг», а также свиноводческий комплекс ООО «Белго Ген», которые формируют более 70% консолидированной выручки, более 50% операционной прибыли, при этом на их балансах сосредоточено более половины основных средств Группы.

АПХ «Мираторг» занимается дистрибьюцией мяса, животноводством и аграрным производством, а также оказанием транспортных и складских услуг. В то же время, консолидированная отчетность, которую составляет холдинг, не включает бизнес-направление «транспортные и складские услуги» - что, на наш взгляд, несет в себе определенные риски для инвесторов с точки зрения прозрачности.

Дистрибьюция мяса птицы, свинины и говядины, а также замороженных полуфабрикатов является основным направлением, обеспечивающим более 90% консолидированной выручки, составившей по итогам 2006 года 14.8 млрд. руб. Основной объем закупок (более 70%) осуществляется за рубежом, в т.ч. в Южной Америке, США, Европе и Австралии. Мы отмечаем, что, несмотря на довольно высокую степень страновой диверсификации, АПХ «Мираторг» несет высокие отраслевые риски, которые связаны с государственным регулированием отрасли: периодические введения запретов на импорт мяса в Россию, или, наоборот, ограничения со стороны зарубежных стран.

Животноводство и аграрное производство в настоящее время обеспечивают небольшую долю в выручке: 7.4% и 1.2% соответственно по итогам 2006 года. В то же время, развитие данных направлений, а также логистики и собственной мясопереработки, являются приоритетными в стратегии компании. Так, до конца 2007 года Мираторг планирует завершить ряд крупных проектов, в т.ч. строительство предприятия по убою и переработки скота, запуск СП «Конкордия» (совместно с бразильской Sadia) по производству мясных полуфабрикатов в Калининграде, а также ввод в эксплуатацию двух дистрибьюторских центров в Московской области (Домодедово) и Санкт-Петербурге. В более долгосрочной перспективе, до конца 2009 года, АПХ «Мираторг» планирует запустить 8 свинокомплексов в Белгородской области мощностью 12 тыс. т каждый. Общий объем инвестиций на уровне 21.5 млрд. руб., финансирование которых осуществляется преимущественно за счет заемных средств (16.1 млрд. руб.).

Реализация инвестиционной программы в итоге должна принести снижение отраслевых рисков, а также существенное увеличение масштабов бизнеса. Кроме того, увеличение доли собственного производства в структуре выручки может позитивно отразиться на рентабельности, которая в настоящее время находится на невысоком уровне: по итогам 2006 года EBITDA margin – 6.5%.

В то же время, несмотря на позитивный эффект в долгосрочной перспективе, в ближайшие годы (что, учитывая годовую оферту, имеет большее значение для инвесторов) агрессивная инвестиционная политика с высокой долей вероятности приведет к существенному увеличению процентных расходов и усилению долговой нагрузки в целом.

По состоянию на 1.04.2007 г. по данным консолидированной отчетности финансовый долг составил 2.9 млрд. руб., debt/EBITDA – 3.0. Уже после размещения облигационного займа, 35% от которого планируется направить в свиноводство, а остальные 65% - на финансирование текущей деятельности, debt/EBITDA вырастет до 5.6. Мы отмечаем, что с учетом бизнес-направления «транспортная и складская логистика», на развитие которого привлекаются большие кредиты и займы, совокупная долговая нагрузка АПХ «Мираторг», вероятно, существенно выше – однако в консолидированную отчетность логистический бизнес не включается, и оценить общую долговую нагрузку не представляется возможным. В любом случае, в дальнейшем, по мере реализации масштабных проектов в области сви-

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Мираторг Финанс

Размещение: 9 августа 2007 г.
Объем: 2.5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет (1 год)

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: ВТБ, ИГ Капитал, Петрокоммерц

новодства, финансовые обязательства АПХ «Мираторг», по нашим оценкам, продолжают расти.

Ориентиром по доходности для облигаций АПХ «Мираторг» является облигации ГК «Рубеж», размещенные 5 июня 2007 года с доходностью 12.33% к полуторалетней оферте, что соответствует спреду к ОФЗ в размере 700 б.п. Основным направлением деятельности ГК «Рубеж» является импорт мяса, при этом холдинг, также как и АПХ «Мираторг», активно развивает более рентабельные виды бизнеса: мясопереработку, птицеводство, складские и автотранспортные услуги. Обе компании сопоставимы по рентабельности и долговой нагрузке, при этом характеризуются невысокой финансовой прозрачностью. В целом, мы оцениваем кредитное качество обеих эмитентов примерно одинаковым. На наш взгляд, справедливый спред облигаций АПХ «Мираторг» к ОФЗ составляет 680-720 б.п., что соответствует доходности на уровне **11.9%-12.3% к годовой оферте**.

Основные финансовые показатели АПХ «Мираторг» и ГК «Рубеж» по итогам 2006 года

	Мираторг	Рубеж
Выручка	14,8	17,2
Темпы роста выручки, 06/05	58,1%	17,2%
Опер. прибыль	0,94	1,13
ЕБИТДА	0,97	1,18
Чистая прибыль	0,47	0,5
Опер. рентабельность	6,4%	6,6%
ЕБИТДАmargin	6,5%	6,9%
Net margin	3,2%	2,9%
Debt*/ЕБИТДА	5,6	4,4
Основные средства	1,4	1,1
Собственный капитал	1,3	4,4
Спред к ОФЗ		700 б.п.

* - после размещения дебютного облигационного займа

Источник: Данные компаний, оценки Банка ЗЕНИТ

14 августа на рынке предстоит дебют четвертого по счету автодилера – региональной сети **ТрансТехСервис**. Компания размещает трехлетний заем в объеме 1 млрд. руб., по которому предусмотрены ежеквартальные купонные платежи и годовая оферта. Ориентир организаторов по ставке купона составляет 10.25%-10.75%, что соответствует эффективной доходности 10.65%-11.19% к оферте. Весь объем привлеченных средств планируется направить на развитие сети.

Эмитентом по займу выступает Холдинг «ПФ ТТС», владеющий 100% долями в капитале 22 дочерних предприятий, являющихся официальными дилерами одной или нескольких марок. Поручительство предоставлено ООО «ПФ «ТТС-2», крупнейшим предприятием Группы и официальным дилером марки Toyota (24% совокупных продаж). Конечным бенефициаром Группы является ее основатель и Председатель СД Зубарев В.В.

ТрансТехСервис, один из крупнейших региональных автодилеров, лидирует по доле рынка в Приволжском ФО (в Татарстане компания занимает 49% регионального рынка, в Башкортостане – 19%). При этом доля федерального рынка ТТС пока незначительна и составляет в натуральном выражении 0.71% по российским автомобилям (скорее всего в дальнейшем этот показатель будет сведен к нулю) и 1.31% по иномаркам.

Марочный портфель компании насчитывает 18 марок, при этом 63% выручки сформировано четырьмя иностранными марками, относящимися к среднему ценовому сегменту – Toyota, Hyundai, Mitsubishi и Renault. В целом же продажи иномарок формируют 87% выручки. Кроме среднеценового сегмента в марочном портфеле (в отличие от прочих автодилеров, вышедших на рынок публичного долга) представлены и более дорогие автомобили, в частности, BMW, Porsche, Land Rover, Jaguar, Audi. По степени диверсификации портфеля марок ТТС разделяет третье место с Инком-Авто, уступая Атлант-М (19) и Автомиру (22). В течение ближайших 2-3 лет планируется пополнить портфель такими марками как Honda, Lexus, Subaru, Nissan, VW и проч., что указывает на дальнейший акцент компании на реализации автомобилей более высокого и среднеценового сегмента, в отличие от Автомира и Инком-Авто, которые ориентируются скорее на средний и низкий ценовые сегменты и планируют наряду с западными марками увеличить долю китайских марок в портфеле.

По количеству автосалонов компания занимает первое место, объединяя в сети 27 точек продаж, по сравнению с 25 у Автомира. В прошлом году компания открыла 13 салонов, увеличив сеть и торговую площадь в два раза. К концу текущего года планируется расширить сеть до 33 салонов, а к концу 2010 г. до 74. Следует также особо отметить, что из общей торговой площади более 40 тыс. кв.м. около 97% находится в собственности Группы

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

ПФ ТрансТехСервис

Размещение: 14 августа 2007 г
Объем: 1 млрд. руб.

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

Купон: ежеквартальный, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-4 купоны приравниваются к первому, по оставшимся ставку определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Уралсиб

(рыночная оценка не проводилась), при этом значительная часть объектов не обременена залогом. Собственником 68% салонов является эмитент займа холдинговая компания «ПФ ТТС». Помимо объектов недвижимости в собственности Группы находится более 54% (60 тыс. кв.м.) земельных участков (совокупной площадью 110 тыс. кв.м.), на которых расположены действующие техцентры. Оставшиеся 50 тыс. кв.м. предоставляют собой арендуемые участки под застройку, которые после оформления прав на недвижимость также перейдут в собственность компании.

Компания планирует активно открывать новые салоны в регионах своего присутствия и прилегающих рынках, разумно не планируя при этом экспансию на насыщенный и высоко конкурентный столичный рынок. На 2008 г. запланирован пик запуска салонов – 23 объекта по сравнению с 5 в текущем году. Исходя из стоимости открытия одного салона в 140.5 млн. руб. (~\$5.4 млн.), инвестиции в предстоящем году составят порядка \$126 млн. и столько же в 2009-2010 гг. (планируется открытие еще 21 салона). В текущем году объем инвестиций оценивается в 1.1 млрд. руб (\$43.2 млн.). Таким образом, несмотря на наличие собственных денежных потоков (рентабельность EBITDA ТТС в 8.9% - самая высокая среди аналогов, EBITDA в 2006 году – \$28.45 млн.) компания будет находиться в большой зависимости от заемного финансирования, что наверняка ухудшит весьма хорошее соотношение Долг/EBITDA по итогам 2006 г. на уровне 1.2x. По итогам 2007, исходя из прогнозируемых компанией темпов роста выручки в 63% и при сохранении рентабельности на уровне прошлого года, оценочное соотношение Долг/EBITDA будет находиться в пределах 2.0x., однако в дальнейшем, скорее всего, показатель будет изменяться в сторону увеличения.

При анализе финансовой отчетности мы отмечаем, что по валовой рентабельности на уровне 12% ТТС уступает как Автомиру (16.3%), так и Инком-Авто (15.2%). Это связано, в первую очередь с более низкой валовой рентабельностью сервисных услуг, составляющей лишь 28% по сравнению с 66.5% у Автомира и 70% у Инком-Авто. При этом уровень рентабельности EBITDA и рентабельности по чистой прибыли является самым высоким, что, на наш взгляд, может объясняться меньшей долей накладных расходов в выручке, в особенности расходов на аренду, учитывая, что почти все площади у компании в собственности.

	ТТС 2006 (РСБУ)	Инком-Авто 2006 (Упр. Отч.)	Автомир 2006 (Упр. Отч.)	Атлант-М 2006 (Упр. Отч.)	Рольф 2006 (IFRS)
Выручка, \$ млн.	319,9	576,6	1073,0	670,0	2727,6
Рост выручки	44,6%	54,3%	39,1%	76,7%	37,2%
Рентабельность EBITDA, %	8,9%	5,2%	4,0%	6,7%	7,8%
Чистая рентабельность, %	6,4%	2,5%	2,5%	3,3%	5,0%
Долг, \$ млн.	33,0	129,1	135,0	132,8	358,0
Долг/EBITDA	1,2	4,3	3,1	3,0	1,5
Долг/Активы	26,2%	63,0%	42,0%	48,4%	37,4%
Обязательства/Активы	51,8%	80,2%	59,0%	61,7%	65,2%
EBITDA / Проценты	16,8	2,7	3,4	3,0	7,9

Источник: данные компаний, оценка Банка ЗЕНИТ

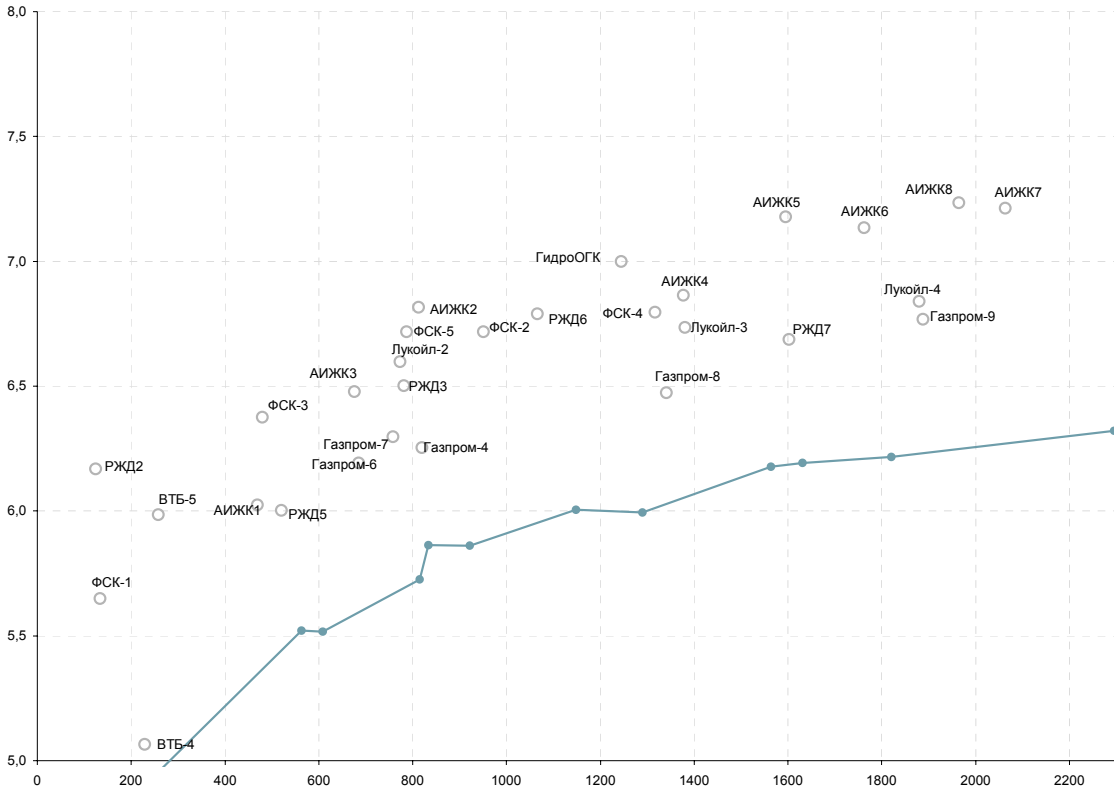
При сравнении с аналогами мы также отмечаем, что ТТС уступает им по масштабу бизнеса. При этом компания демонстрирует темпы роста на уровне среднего. По долговой нагрузке и процентному покрытию эмитент весьма выгодно отличается от конкурентов, не считая Рольфа.

Стоит отметить, что для большинства автодилеров (кроме Рольфа) общей проблемой является отсутствие прозрачной отчетности по международным стандартам – фактор, который среди прочих определяет довольно высокий диапазон доходности по сравнению с другими компаниями ритейла.

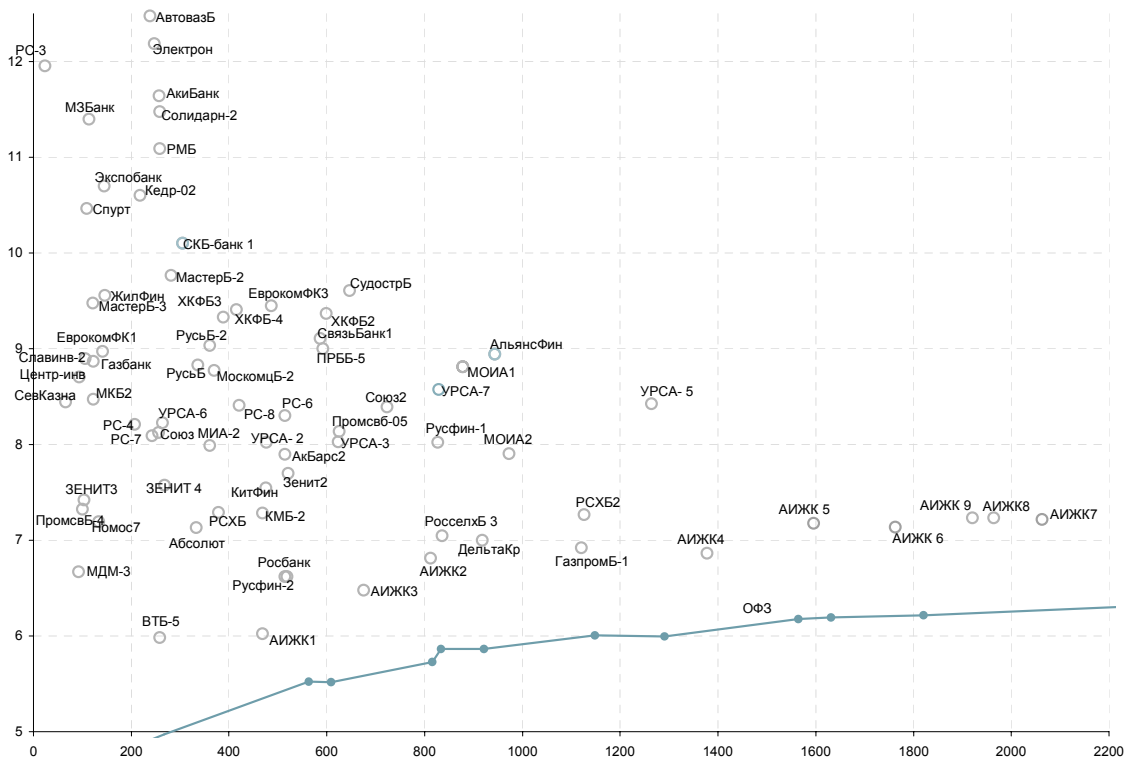
Таким образом, наряду с очевидными «плюсами», такими как диверсифицированный марочный портфель, превалирование дорогих и среднеценовых марок, широкая сеть и прочные позиции в регионах присутствия, наличие значительного портфеля недвижимости, основным риском является потенциальное весомое увеличение долговой нагрузки с учетом заявленных инвестиционных планов, а также отсутствие аудированной отчетности по МСФО (что, впрочем, можно считать общеотраслевым риском). На наш взгляд, учитывая гораздо меньший масштаб бизнеса по сравнению с аналогами и весьма вероятный рост долговой нагрузки, справедливая доходность по выпуску должна составлять **не менее 11% к годовой оферте при спреде в 600 б.п.** При аналогичном спреде торгуется Атлант-М, спреды Автомира и Инком-Авто-3 чуть меньше и составляют 550 б.п. и 580 б.п. соответственно, что на наш взгляд, вполне оправдано, учитывая наличие публичных историй на долгом рынке, большой масштаб и прочные позиции на «процветающем» столичном рынке авторитейла.

Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

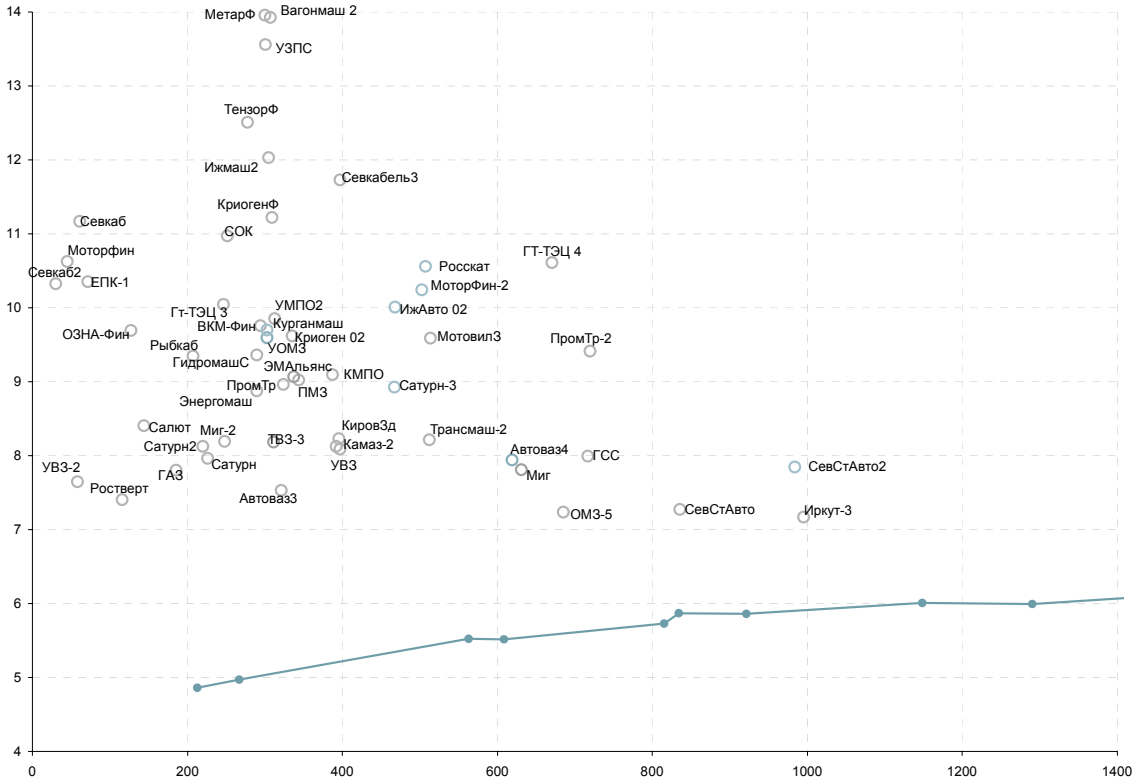
Blue chips



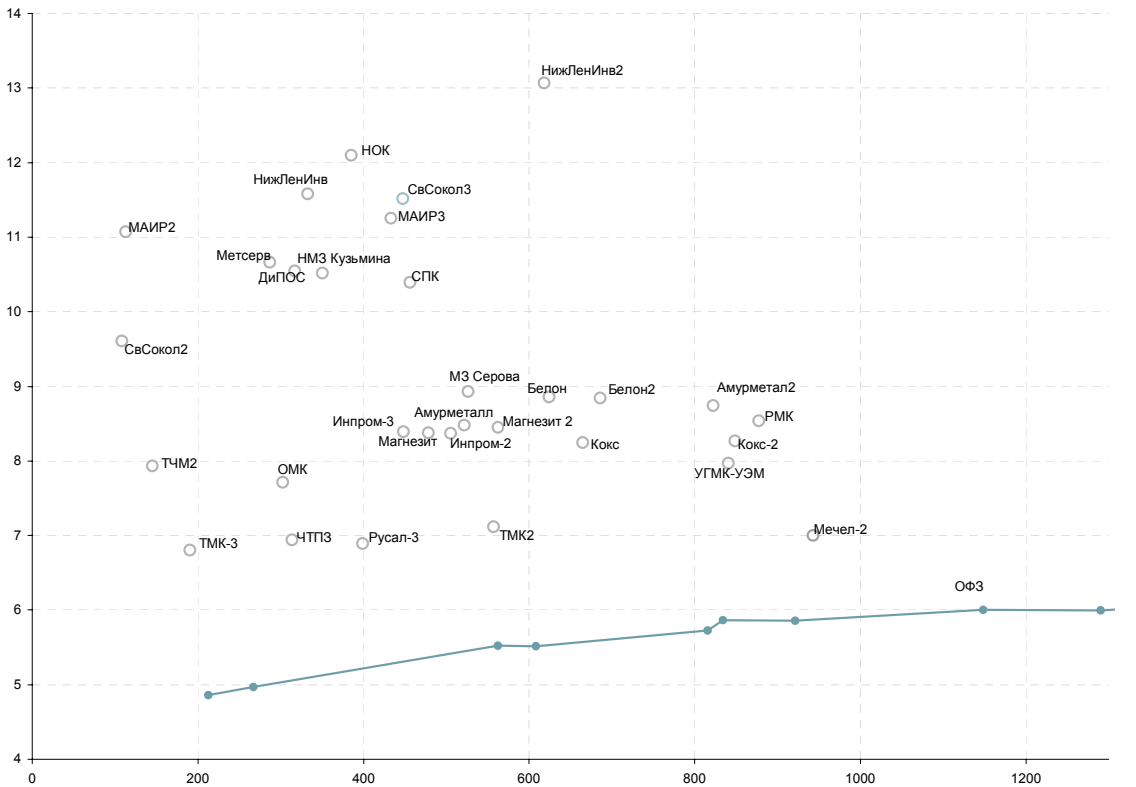
Банки, финансовые услуги



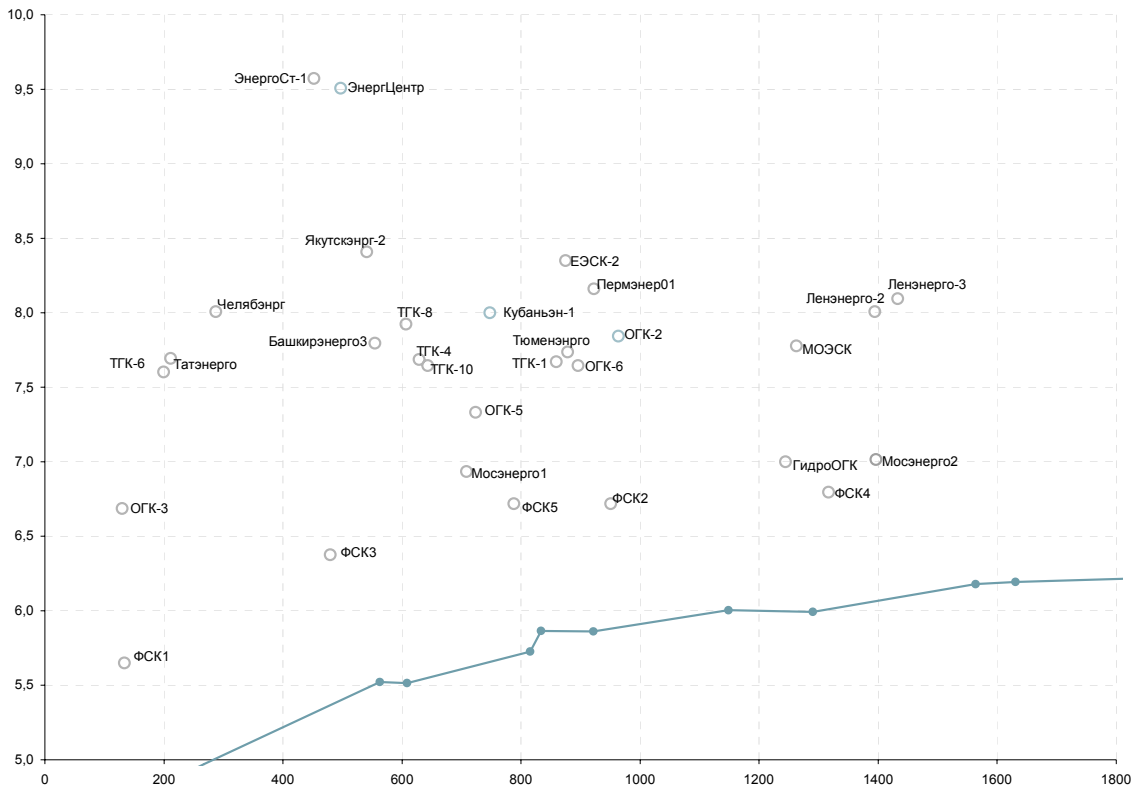
Машиностроение



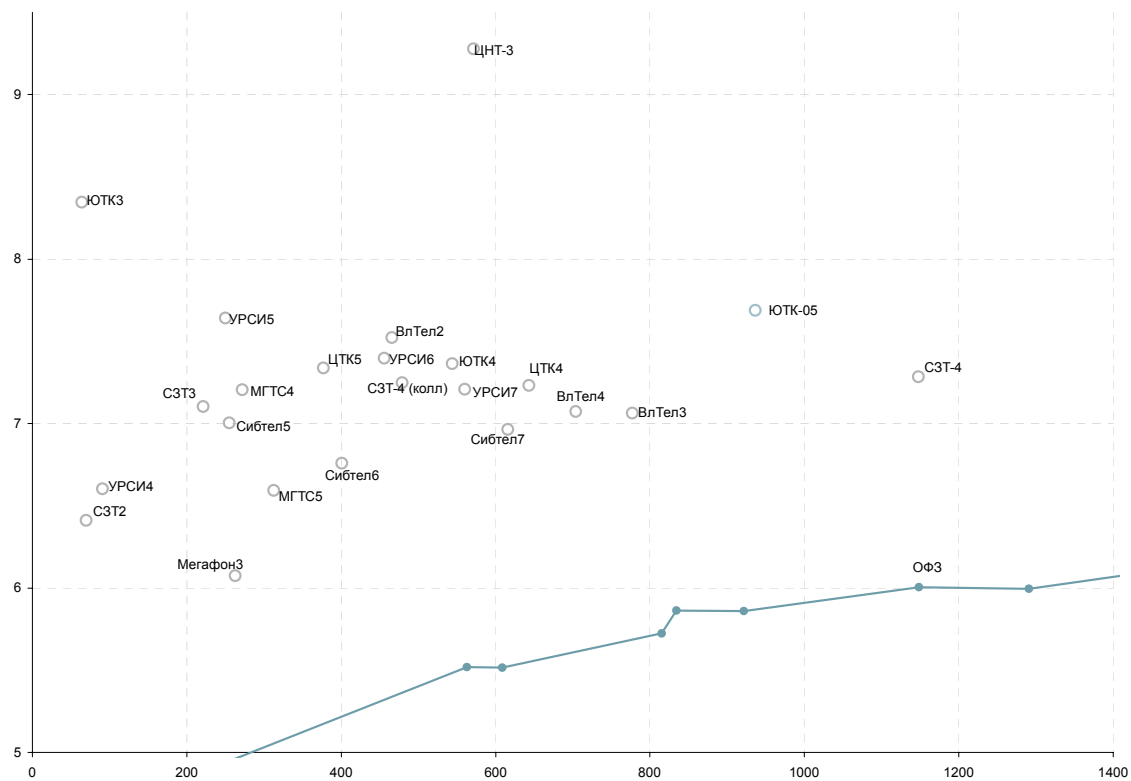
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



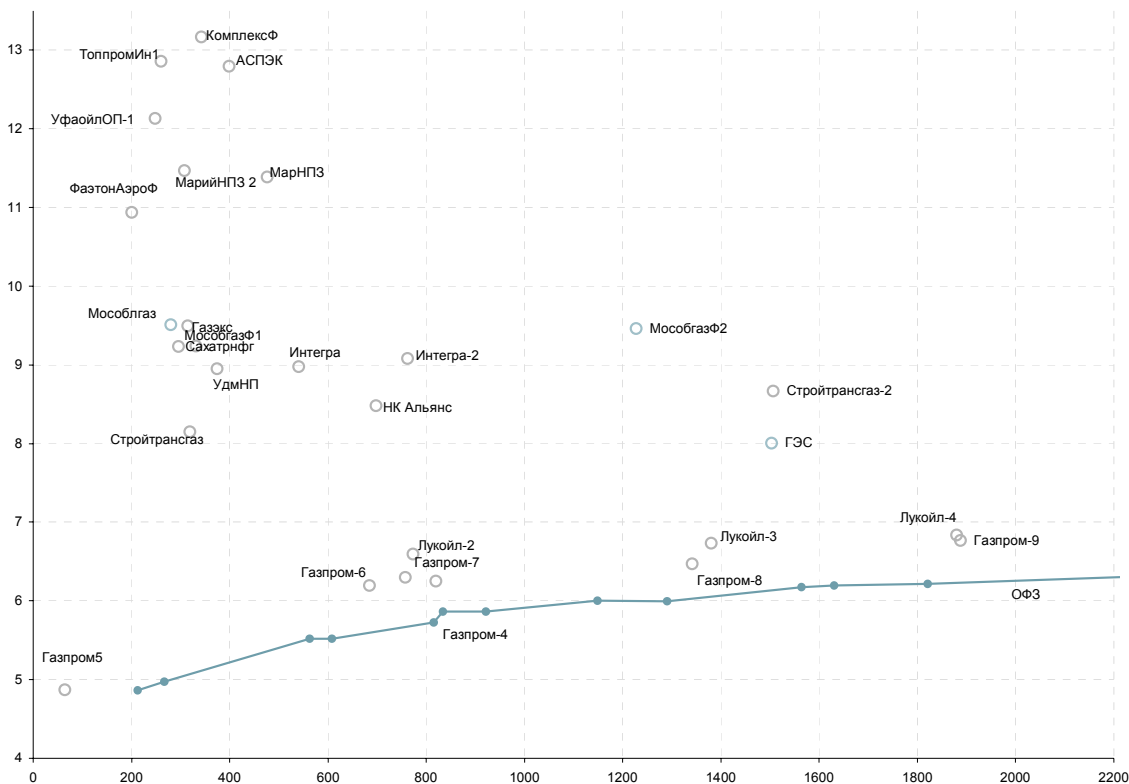
Энергетика



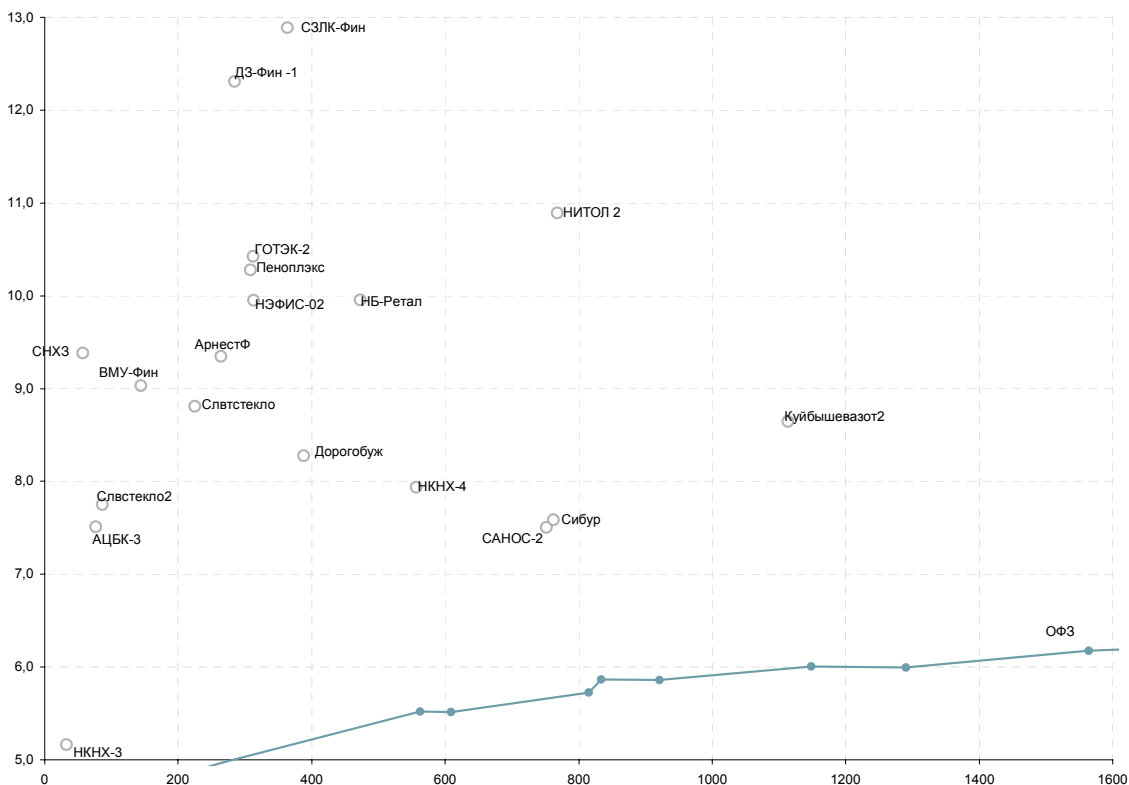
Телекомы



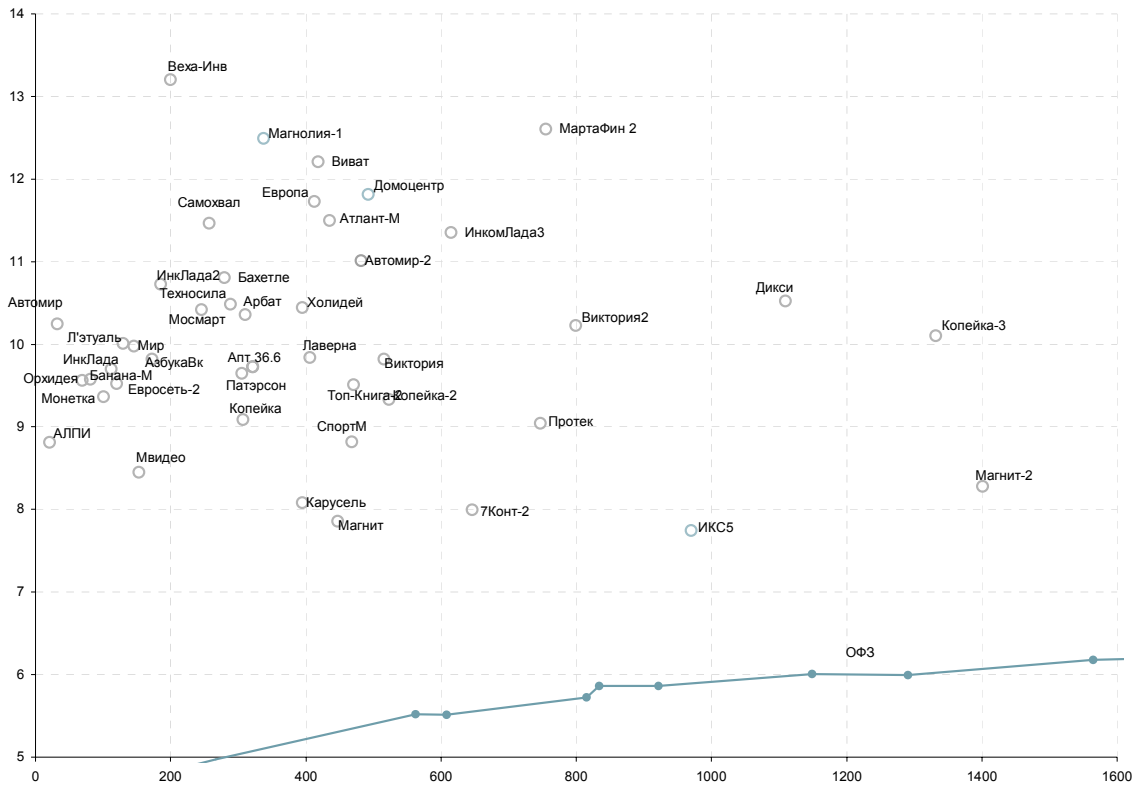
Нефтегазовая отрасль



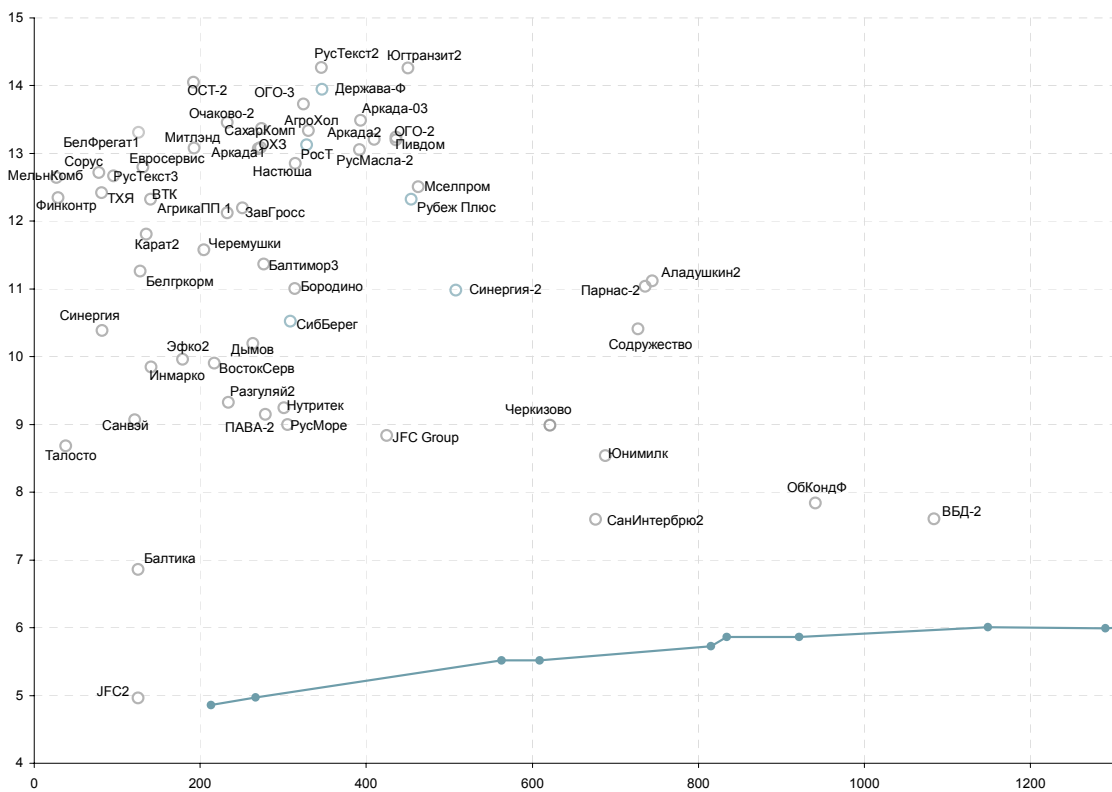
Химия и ЛПК



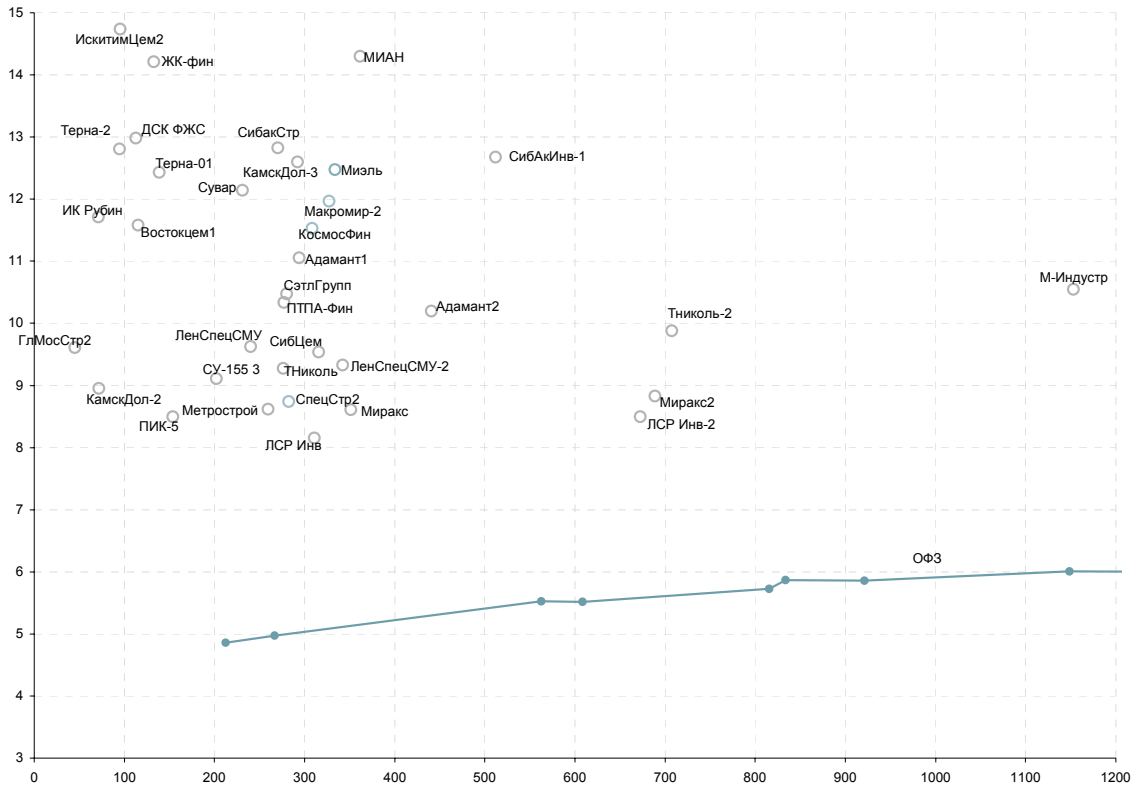
Ритейл



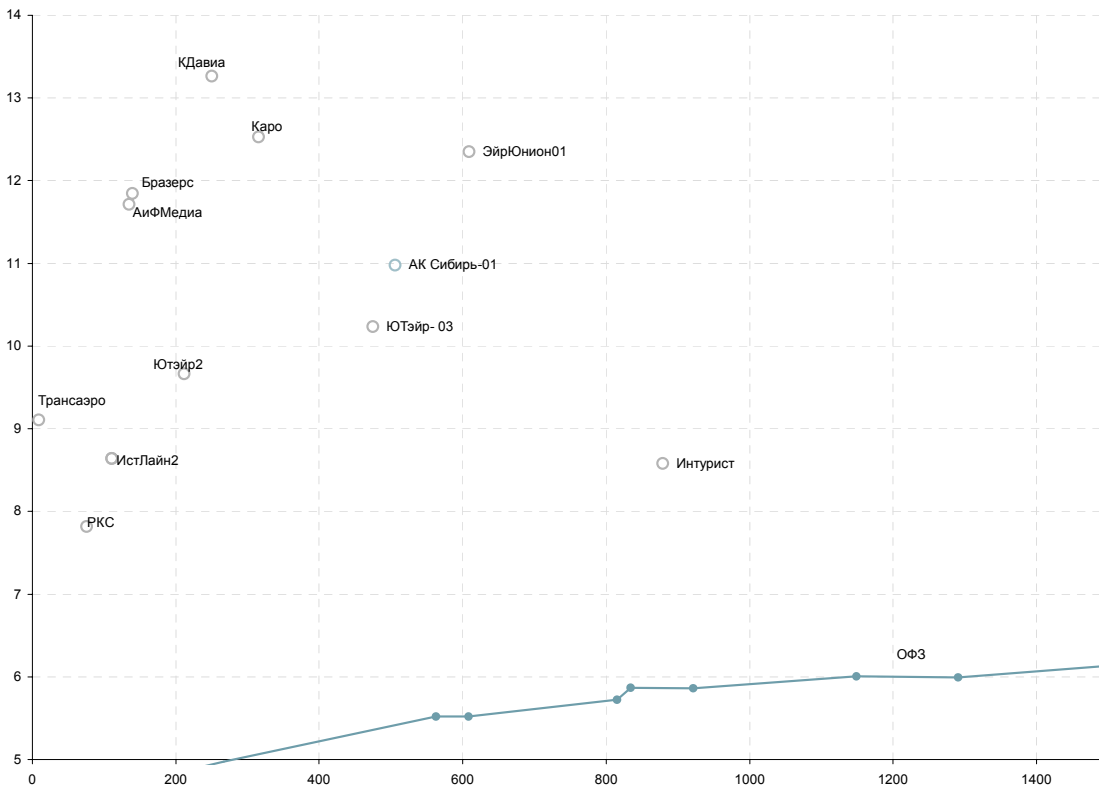
Пищевая промышленность и АПК



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.tret'yakov@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.