

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

25 июля **ОАО «РОССКАТ»** (через ООО «РОССКАТ-Капитал») разместит дебютный выпуск объемом 1.2 млрд. руб. Для усиления своих позиций на растущем рынке кабелей и увеличения доли продукции с высокой добавленной стоимостью, ОАО «РОССКАТ» в 2007-2008 гг. планирует организацию производства силовых кабелей широкой номенклатуры. Ввиду того, что часть затрат была профинансирована в прошлом году, а часть будет обеспечиваться за счет собственных средств, реализация инвестиционной программы не повлечет существенного роста долговой нагрузки, и, при этом, приведет к росту нормы прибыли. Ориентируясь на торгующиеся выпуски кабельных заводов, мы оцениваем справедливую доходность облигаций ООО «РОССКАТ-Капитал» на уровне **10.5%-11% к полуторалетней оферте**. (Подробнее стр.2)

РОССКАТ-Капитал	2
Кубаньэнерго	4
Северсталь-Авто-2	6
Синергия-2	7

Кубаньэнерго - сетевая компания с сильным «олимпийским» ресурсом. К главным плюсам мы относим вероятный рост потребления электроэнергии в регионе, сравнительно небольшие инвестиционные потребности и низкий риск «недора» платы за подключение к сетям. Из торгующихся аналогов наиболее близким считаем Пермэнерго – доходность к оферте 8.1%, спред к ОФЗ 230 б.п. На аналогичном уровне (**220-240 б.п. к ОФЗ**) должен торговаться и выпуск Кубаньэнерго: это соответствует доходности к погашению по новому выпуску на уровне **7.9% - 8.1% годовых**. (Подробнее стр.4)

Северсталь-Авто размещает третий выпуск облигаций объемом 3 млрд. Отличаясь от большинства компаний отрасли более низкой долговой нагрузкой, Северсталь-Авто в текущем году планирует заметно увеличить кредитный портфель, финансируя проекты по расширению производства и развитию дилерской сети. Исходя из того, что премия в доходности нового выпуска по отношению к существующему СеверстальАвто-1 должна компенсировать не только отсутствие листинга, но и увеличение долговой нагрузки, ее справедливый уровень мы оцениваем в 75 – 100 б.п. Таким образом, справедливая доходность облигаций Северсталь-Авто-2 находится в диапазоне **8.05% - 8.3% к трехлетней оферте**. (Подробнее стр.4)

На 26 июля намечено размещение второго облигационного займа **ГК Синергия**. По доле рынка ЛВИ компания занимает третье место в России. С фундаментальной точки зрения, мы оцениваем компанию как достаточно качественного заемщика, в пользу чего говорит удовлетворительный уровень прозрачности (компания готовит МСФО отчетность с 2003 года), диверсифицированный портфель брендов и значительный масштаб бизнеса. Тем не менее, учитывая специфику бизнеса, основные риски носят общеотраслевой характер и выражаются в потенциальном ужесточении государственного регулирования. Справедливую доходность мы видим на уровне **11.55%-11.75% к полуторалетней оферте**. (Подробнее стр.7)

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

www.zenit.ru

Размещения текущей недели

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор	Прогноз организатора	Оценки Банка ЗЕНИТ
25 июл	Росскат-Капитал	1 200	ЗЕНИТ, Автовазбанк	УТР 10.5% - 11%	
25 июл	Кубаньэнерго	3 000	Альфа-Банк	УТМ 8.47%	УТМ 7.9% - 8.1%
25 июл	Северсталь-Авто-2	3 000	Райффайзенбанк	УТР 7.75% - 8.25%	УТР 8.05% - 8.3%
26 июл	МПМ Магнолия	1 000	Судостр. Банк, Номос		-
26 июл	Синергия-2	2 000	МДМ-Банк	УТР 11.3% - 11.6%	УТР 11.55% - 11.75%
26 июл	Урса-Банк-7	5 000	Дойчебанк, Ренессанс	-	-

25 июля ОАО «РОССКАТ» через ООО «РОССКАТ-Капитал» дебютирует на публичном долговом рынке, размещая трехлетний облигационный займ объемом 1.2 млрд. руб. с полторалетней офертой. Организаторами выпуска выступают Банк ЗЕНИТ и Автовазбанк.

ОАО «РОССКАТ» специализируется на производстве металлургической (медная катанка) и электротехнической продукции (кабель, медный прокат). На российском рынке компания занимает сильные позиции, контролируя 27.7% рынка кабелей для установок погружных электронасосов и 13.9% рынка медной катанки по итогам 1 квартала 2007 года.

Основная продукция ОАО «РОССКАТ» широко применяется в строительстве, электроэнергетике, нефтедобыче и машиностроении. При этом, рост производства в этих отраслях, а также необходимость модернизации электроэнергетических, нефтедобывающих и других производственных мощностей приведут к увеличению объемов потребления медной катанки, проката и кабеля в перспективе.

В отличие от большинства своих конкурентов, ОАО «РОССКАТ» является сравнительно «молодой» компанией. Данный факт обуславливает низкий износ оборудования и невысокий уровень загрузки мощностей по производству медной катанки (72% против среднего уровня в 94.5%), что позволяет наращивать объемы производства, в т.ч. за счет размещения заказов на переработку давальческого сырья.

На первый взгляд, отсутствие собственной сырьевой базы обуславливает довольно существенные отраслевые риски: бизнес компании зависит от полноты и своевременности поставок меди со стороны, главным образом, УГМК и РМК, а также от устанавливаемых на LME цен на медь. В то же время, на российском рынке сохраняется ситуация существенного превышения производства меди над ее внутренним потреблением. Кроме того, российским производителям меди выгодно реализовывать продукцию внутри страны ввиду высоких экспортных пошлин. Данные факты позволяют в перспективе прогнозировать поставки меди российским переработчикам в необходимом объеме. Что касается зависимости от конъюнктуры мирового рынка, отличающейся в последние 1.5 года сильными ценовыми колебаниями, то предприятия в полной мере перекладывают издержки, связанные с повышением цен на цветной металл, на потребителя, что позволяет условия заключаемых с поставщиками и потребителями контрактов. Так, закупочные цены на медь и цены продажи медной катанки и кабеля пересматриваются в конце каждого месяца, в зависимости от средней цены за последние 30 дней.

Благоприятная конъюнктура рынка меди, сложившаяся в 2006 году, а также увеличение объемов производства на фоне роста потребления, позволили ОАО «РОССКАТ» существенно увеличить выручку: в 2.4 раза до 7.4 млрд. руб.

В начале 2007 года ОАО «РОССКАТ» на своих мощностях разместил крупный заказ на переработку лома и медных катодов в медную катанку объемом 20.5 тыс. т (26% от производственных мощностей), со сроком исполнения - полгода. Специфика таких контрактов заключается в том, что заказчик поставляет лом и медные катоды ОАО «РОССКАТ», оплачивает комиссию за его переработку и самостоятельно реализует или перерабатывает полученную медную катанку. В свою очередь, ОАО «РОССКАТ» не несет затрат на приобретение меди, а в Форме 2 отражает только комиссию, что обуславливает небольшую выручку от данного вида деятельности, но при этом очень высокую рентабельность (валовая рентабельность достигает 75%). При этом, объем производства медной катанки, которую компания самостоятельно реализует сторонним компаниям и перерабатывает в продукцию более высокого передела (эти два направления генерируют основную выручку), в 1 полугодии 2007 года существенно снизился: с 18 тыс. т в 1 полугодии 2006 до 8 тыс. т.

Таким образом, несмотря на рост абсолютных объемов производства медной катанки (в 1 квартале 2007 года – на 59.2% до 20.7 тыс. т, в 1 полугодии 2007 года – на 31.1% до 38.3

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

РОССКАТ-Капитал

Размещение: 25 июля 2007 г.

Объем: 1.2 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты):

3 года (1.5 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-3 прививаются первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению

(оферте): определяется на аукционе

Организатор: Банк ЗЕНИТ, Автовазбанк

тыс. т), произошедшие в структуре выпуска изменения обусловили закономерное снижение выручки и увеличение рентабельности в первой половине 2007 года. Так, в 1 квартале 2007 года обороты снизились на 35% до 858.3 млн. руб., в т.ч. доходы от реализации медной катанки сторонним компаниям уменьшились с 928 млн. руб. до 35 млн. руб., в то время как выручка от оказания услуг выросла с 30 млн. руб. до 89 млн. руб. В то же время, операционная рентабельность в 1 квартале 2007 года по сравнению с сопоставимым периодом прошлого года выросла с 12.2% до 18%, EBITDA margin – с 12.4% до 19.7%.

В 1 полугодии 2007 года, по предварительным прогнозам, обороты ОАО «РОССКАТ» составили 1.9 млрд. руб. (-35.4%). В то же время, оценить гипотетические обороты компании при условии отказа от переработки давальческого сырья можно, сложив данные Ф2 по строке 010 (выручка, в которой учитывается комиссия за оказание услуг) и данные по счету 76.5, на котором отражен объем продаж катанки по договору комиссии в денежном выражении без учета самого вознаграждения за услуги, составивший по итогам 1 полугодия 2.8 млрд. руб. Таким образом, в случае, если бы компания в 1 полугодии 2007 года не работала на давальческом сырье, а медную катанку продавала самостоятельно, гипотетически выручка составила бы 4.5 млрд. руб. (не включая доходы от переработки давальческого сырья в размере 165 млн. руб.).

В июне 2007 года, после выполнения заказа на переработку давальческого сырья, ОАО «РОССКАТ» продолжил работу «по обычной схеме», в соответствии с которой на собственных мощностях производится, главным образом, медная катанка, которую компания реализует самостоятельно или перерабатывает, а денежные средства от продажи учитывает в Форме 2. Согласно консервативному прогнозу, во втором полугодии 2007 года объем производства медной катанки для дальнейшей переработки и самостоятельной реализации составит 22.4 тыс. т (+26.7% к уровню за 2 полугодие 2006 года) при общем объеме производства за этот период с учетом давальческой схемы – 31.7 тыс. т (+17%). Выручка за 2 полугодие по тому же консервативному прогнозу планируется на уровне 5.2 млрд. руб. (+18.6%), а по итогам всего года – 7.1 млрд. руб., при этом операционная рентабельность составит 8.5%.

«Драйвером» роста рентабельности в течение ближайших нескольких лет станет реализация в 2007-2008 гг. основного инвестиционного проекта ОАО «РОССКАТ» - организация производства силовых кабелей широкой номенклатуры от 1 до 10 кВ и высокотемпературных силовых кабелей для УПЭН, которые практически не производятся в России. Силовой кабель планируется производить из собственной медной катанки, что приведет к изменению структуры выручки и увеличению доли продукции с более высокой добавленной стоимостью (кабели). Так, к 2009 году доля кабеля в структуре выручки вырастет с текущего уровня 19% до 70%, при снижении доли медной катанки с 72% до 14%. В результате, операционная рентабельность к 2009 году, по оценкам компании, вырастет до 12.2%, EBITDA margin – до 13.1%.

Общий объем капитальных затрат на 2007-2008 гг. оценивается на уровне 1 млрд. руб., объем затрат на пополнение оборотного капитала – 165 млн. руб. В то же время, ввиду того, что часть инвестиционных затрат была профинансирована в прошлом году, а часть будет обеспечиваться за счет собственных средств, реализация инвестиционной программы не повлечет существенного роста долговой нагрузки. Так, в 2007 году общий объем финансовых обязательств вырастет с 1.4 млрд. руб. до 1.8 млрд. руб. за счет размещения облигационного займа (400 млн. планируется направить в инвестиции, а остальные 800 млн. руб. – на рефинансирование портфеля коротких кредитов), а debt/EBITDA увеличится с 2.1 до 2.9. По мере запуска производства силовых кабелей и роста рентабельности бизнеса, долговое бремя ОАО «РОССКАТ» будет постепенно снижаться: в 2008 г. debt/EBITDA ожидается на уровне 2.0.

Ориентиром по доходности для облигаций ООО «РОССКАТ-Капитал» является, на наш взгляд, третий выпуск облигаций ООО «Севкабель-Финанс». За последний месяц средний спрэд облигаций Севкабеля к ОФЗ составил около 590 б.п.

По сравнению с ГК «Севкабель», ОАО «РОССКАТ» отличается более высоким уровнем прозрачности: на поручителя по облигационному займу, ОАО «РОССКАТ», сосредоточены все денежные потоки и активы, в то время как два поручителя по займу ООО «Севкабель-Финанс» (ОАО «Севкабель» и ООО «СИП-Кабель»), формируют порядка 70% консолидированной выручки и менее 45% операционной прибыли. Кроме того, при сопоставимых размерах бизнеса, ОАО «Севкабель» отличается гораздо более высокой долговой нагрузкой, обусловленной агрессивной инвестиционной политикой: после размещения третьего облигационного займа, debt/EBITDA составил, по нашим оценкам, более 8. Кроме того, Севкабель анонсировал планы по выпуску четвертого займа, что повлечет за собой дальнейший рост долга. В то же время, существенным плюсом Севкабеля является больший

объем основных средств, а также наличие публичной кредитной истории. Учитывая данные факты, а также премию за первичное размещение в размере 10 б.п., справедливый спрэд облигаций ООО «РОССКАТ-Капитал» к ОФЗ мы оцениваем на уровне 500-550 б.п., что соответствует доходности к полуторалетней оферте на уровне 10.5%-11% годовых.

Финансовые показатели ОАО «РОССКАТ» и ГК «Севкабель»

	РОССКАТ, РСБУ	Севкабель, управл.
Выручка 06	7 380	7 500
Темпы роста выручки, 06/05, %	141,8%	77,7%
Операционная прибыль	623,2	675
Чистая прибыль	389,3	136
ЕВИТДА	650,4	832
Рент-ть продаж	8,4%	9,0%
ЕВИТДА margin	8,8%	11,1%
Net margin	5,3%	1,8%
Долг	1394	5790
Debt/ЕВИТДА на 1.01.2007	2,1	7,0
Debt/ЕВИТДА06 после размещения	2,8*	8,2**
ЕВИТ/Interest	6,2	1,4
Собственный капитал	474,1	1310
Активы	2509	7727
Спрэд к ОФЗ за посл. месяц		590

* - после размещения дебютного облигационного займа

** - после размещения третьего облигационного займа

Источник: Данные компаний, Оценки Банка ЗЕНИТ

Сегодня на ММВБ размещается дебютный выпуск Кубаньэнерго – сетевой компании, действующей на территории Краснодарского Края и Республики Адыгея. Объем выпуска – 3 млрд. рублей, погашение через 3 года, при этом условия эмиссии предполагают амортизацию 50% выпуска через 1.5 года. Т.о. дюрация бумаги при размещении составит чуть более двух лет.

Основным акционером Кубаньэнерго остается РАО ЕЭС, которому принадлежит почти 49% акций. Еще 26%, ранее принадлежавших НК ЮКОС, купила на аукционе Роснефть.

Кубаньэнерго – относительно небольшая по масштабам бизнеса компания: по объемам полезного отпуска э/э она уступает большинству сетевых компаний, уже представленных на долговом рынке (кроме ЕЭСК). В то же время, эмитент оперирует в регионе, достаточно перспективном с точки зрения будущего роста потребления. Сейчас ежегодный рост потребления электроэнергии оценивается на уровне 5%. При этом в будущем темпы роста вполне могут вырасти. Драйвером роста спроса на э/э, в том числе на «жизненно важные» с точки зрения исполнения инвестиционной программы Кубаньэнерго новые подключения к сетям, вполне может стать бурный рост строительства в крупнейших «курортных» центрах Краснодарского края, который по итогам 2006 года уже занимал 3 место по объему ввода жилья в России (после Московской области и Москвы). Дополнительный стимул к развитию региона, в т.ч. и в плане роста строительства – олимпиада в Сочи в 2014 году.

Для того, чтобы удовлетворить растущий спрос, Кубаньэнерго, как и большинству других сетевых компаний, необходима серьезная модернизация: износ сетевого комплекса компании оценивается на уровне 80%, потери в сетях – 13% (выше среднего по отрасли). В то же время, инвестпрограмма на 2007-2011 представляется довольно скромной по сравнению с масштабами бизнеса компании – на реконструкцию и строительство объектов сетевого комплекса планируется направить 14.9 млрд. руб (при планируемой выручке на 2007 год 13.8 млрд. руб.). Из них около 45% будет профинансировано за счет заемных средств, остальное – плата за технологическое подключение.

В целом, для большинства сетевых компаний общим риском является потенциальный «недобор» платы за тех. присоединение к сетям, что в свою очередь может привести к большему использованию заемных средств для финансирования кап.затрат. Мы полагаем, что в случае Кубаньэнерго этот риск гораздо ниже, чем, например, для МОЭСК и Ленэнерго: во-первых, гораздо меньше сам объем инвест.программы. Во-вторых, гораздо ниже плата за тех.присоединение – при том, что «покупательская способность» потенциальных клиентов компании, по крайней мере в отрасли строительства на фоне довольно внушительного роста цен на жилье, похоже, близка к уровню Москвы и Санкт-Петербурга.

Дополнительным плюсом, который Кубаньэнерго должна извлечь из будущей олимпиады, является довольно существенная поддержка государства в области модернизации сетей в Краснодарском Крае. В рамках «олимпийской» целевой программы развития Сочи до 2014 года из федерального бюджета на эти цели планируется направить порядка 35 млрд. руб-

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Кубаньэнерго

Размещение: 25 июля 2007 г.

Объем: 3 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 приравниваются к первому

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: АльфаБанк

лей, в основном на строительство подстанций и линий мощностью 110 кВ и выше.

Анализ финансового состояния Кубаньэнерго затрудняется сравнительно небольшим сроком существования компании «в новом статусе»: отчетность отражает только сетевой бизнес с 01.09.2006. По данным, приведенным в меморандуме, выручка за 2006 год отдельно по передаче э/э и подключению пользователей составила 6.49 млрд. руб., из этой суммы на долю подключений пришлось, по нашим расчетам, около 8%. В текущем году доходы должны увеличиться более чем вдвое до 13,843 млрд. руб., на фоне аналогичного роста тарифа на передачу э/э. В частности, за 1 кв.2007 выручка составила 3.4 млрд. руб.

С точки зрения рентабельности по итогам 2006 года (опять-таки отдельно по сетевому сегменту бизнеса) Кубаньэнерго выглядела лучше большинства других представленных на рынке сетевых компаний с нормой прибыли EBITDA на уровне 18.2%. Впрочем в текущем году, по прогнозам эмитента, рентабельность снизится до 12.2% - рост выручки будет в основном происходить за счет менее рентабельной (по сравнению с подключениями новых пользователей) транспортировки.

Долговая нагрузка Кубаньэнерго в целом немного выше, чем у большинства аналогов – с учетом размещаемого займа, существенная часть которого (около половины) пойдет на рефинансирование коротких кредитов, отношение Debt/EBITDA'06 на уровне 3. В то же время, по итогам текущего года компания ожидает данный показатель на уровне 2.2, что представляется вполне реальным, учитывая размер небольшой программы и низкий, на наш взгляд, риск «недоработки» платы за подключение.

Сетевые компании, представленные на долговом рынке

	Ленэнерго	МОЭСК	Тюменьэнерго	Челябэнерго	Пермэнерго	ЕЭСК	Кубаньэнерго
Полезный отпуск, млн.кВт/ч	29,6	66,7	68,0	22,5	17,2	4,6	13,5
Потери в сетях	14%	9,2%	3,1%	9,6%	11,9%	13,3%	13%
Плата за присоединение, тыс. руб./кВт (до 35 кВт.)	25,1 - 36,1	10 - 12 (М.О.), 39 - 45 (Москва)	не опред.	14,4	11,2 - 16,2	15,5	11
Инвестиции, млрд. руб., 2007	14,1	45	6,7	н.д.	1,9	1,4	2,6
Инвестиции, млрд. руб., 2007 - 2011	126,7*	170	27,4*	4,6	11	5,346**	15
Финансовые показатели							
Выручка 2006, млн. руб.	10 510	25 448	24 193	5 318	7 278	5 074	6 497
Выручка 2007, млн. руб.	15 800	59 490	29 706	8 529	8 811	7 016	13 843
EBITDA 2006, млн. руб.	1 926	7 138	3938	434	1 190	674	1 180
EBITDA margin	18,3%	0	16,3%	8,2%	16,4%	13,3%	18,2%
Долг, млн. руб.	5 367	6 404	130	369	450	108	2 061
Чистый долг, млн. руб.	4 283	4 382	-290	369	412	108	1 959
Процентные расходы, млн. руб.	491	144	32	32	5	3	н.д.
Долг/EBITDA	4,3	0,9	0,7	2,2	1,2	1,6	3,0
Чистый долг/EBITDA	3,8	0,6	0,6	2,2	1,2	1,6	2,9

Источник: Данные компаний, расчеты банка ЗЕНИТ.

Примечание: показатель Debt/EBITDA рассчитан с учетом последних займов, EBITDA – за 2006 год.

* Для Ленэнерго инвест. программа на 2007 – 2010

** Для ЕЭСК инвест. программа на 2007 – 2009

Из отраслевых аналогов наиболее близким по масштабам можно считать Пермэнерго. Риски этих двух компаний, на наш взгляд, сопоставимы. Пермэнерго отличается более высокой операционной эффективностью – большая доля передачи энергии промышленным потребителям по сетям высокого напряжения (75% полезного отпуска) обуславливает более низкий уровень потерь, 11.9% против 13% у Кубаньэнерго. Кроме того, по уровню долговой нагрузки Пермэнерго выглядит немного более привлекательно. В то же время, это компенсируется тем фактом, что Кубаньэнерго по итогам 2007 года будет превосходить Пермэнерго по масштабам бизнеса. В долгосрочной перспективе обе компании должны войти в состав укрупненных МРСК, что позитивно скажется на кредитном качестве.

Облигации Пермэнерго, недавно вышедшие на вторичный рынок, по состоянию на 24.07.2007 торговались со спрэдом 230 б.п. (УТР 8.1%). Диапазон 220-240 б.п. на наш взгляд, является адекватным уровнем для кредитного риска Пермэнерго, учитывая спрэд одного из «лидеров» отрасли, Тюменьэнерго, на уровне 180 б.п. На аналогичном уровне (220-240 б.п. к ОФЗ) должен торговаться и выпуск Кубаньэнерго: это соответствует доходности к погашению по новому выпуску на уровне **7.9% - 8.1% годовых**.

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

На 25 июля запланировано размещение второго выпуска облигаций ОАО «Северсталь-Авто» объемом 3 млрд. руб. Срок до погашения облигаций – 6 лет, срок до оферты – 3 года.

Северсталь-Авто занимает устойчивые позиции в списке крупнейших отечественных автопроизводителей. Производственный комплекс Компании включает ОАО «Ульяновский автомобильный завод» («УАЗ»), ОАО «Заволжский моторный завод» («ЗМЗ») и ОАО «Завод малолитражных автомобилей», приобретенный у ОАО «КАМАЗ» в 2005 году и ставший «плацдармом» для развития сборочного производства иномарок.

Приоритетным для эмитента является сегмент внедорожников, где Компания контролирует порядка 12.5% рынка, продвигая собственные марки UAZ Patriot и UAZ Hunter и развивая сборочное производство корейских внедорожников SsangYong. В частности, в дополнение к маркам Rexton, Kyron, представленных в нескольких комплектациях, в начале 2007 г. добавилась еще одна – Actyon, которая также будет собираться в нескольких наиболее востребованных потребителями комплектациях.

Учитывая, что сегмент внедорожников развивается темпами, превышающими общерыночный рост, Северсталь-Авто, предлагающее достаточно широкий модельный ряд, имеет, на наш взгляд, хорошие перспективы заметно укрепить позиции в выбранной нише, что должно найти свое позитивное отражение в финансах.

Перспективы развития Северсталь-Авто связывает и с еще одним довольно динамично развивающимся сегментом – так называемыми «коммерческими автомобилями» (легких грузовиками и микроавтобусами), в котором ей уже удалось занять достойное место - доля Северсталь-Авто за счет развития сборки грузовых авто марки ISUZU увеличилась по итогам 2006 года до 15%. В настоящее время рынок коммерческих авто сформирован, главным образом, из российских марок, в частности продуктового ряда ГАЗа. Однако в среднесрочной перспективе эксперты отрасли ожидают перераспределение рыночных сил на общей волне смещения спроса в сегмент иномарок, что создает для Северсталь-Авто дополнительные возможности. В частности, в разрезе развития проекта по массовой сборке автомобилей марки FIAT Ducato на новом заводе в Елабуге, проектная мощность которого составляет порядка 105 тыс. авто в год, а запуск запланирован на начало 2008 года. Сотрудничество Северсталь-Авто с FIAT началось получения эмитентом статуса официального дистрибьютора автомобилей FIAT в России, затем в конце прошлого - начале этого года на мощностях ОАО «ЗМА» была налажена сборка легковых автомобилей марок Albea и Doblo.

Заметное ценовое преимущество собственной продукции по сравнению с аналогами Северсталь-Авто планирует обеспечить за счет высокой степени локализации производства (по планам более 50%), что позволит Компании избежать существенного роста удельных издержек. Поддержку при реализации программы локализации эмитенту должен оказать собственный производственный комплекс, специализирующийся на комплектующих. В частности, Северсталь-Авто является крупнейшим в России производителем бензиновых двигателей объемом более 2 л (наиболее активно используемых при производстве внедорожников и коммерческих авто). По итогам 2006 года «двигательный сегмент», включающий помимо двигателей еще запчасти и комплектующие обеспечил 35% выручки.

Одной из позитивных характеристик эмитента является высокий уровень его финансовой прозрачности – с 2001 года Компания готовит отчетность по МСФО, а с 2005 года акции Северсталь-Авто в форме GDR торгуются на внебиржевом рынке в Лондоне. Free flow акций составляет 42%, оставшаяся часть принадлежит г-ну Шевцову, занимающему пост генерального директора ОАО «Северсталь-Авто».

Согласно данным консолидированной отчетности за 2006 г., выручка Северсталь-Авто на 26% выросла к уровню 2005 года и составила 33.5 млрд. руб. EBITDA по итогам прошлого года составила 4.4 млрд. руб. (+ 21% к 2005 году). Таким образом, по рентабельности EBITDA эмитент заметно превосходит присутствующие на долгом рынке компании отрасли, обеспечив ее на уровне 13.4%, главным образом, за счет вклада сегмента двигателей, норма EBITDA которого в 2006 году составила 21.7%. Рентабельность сегмента автомобилей сопоставима с показателями других компаний отрасли – 8.4%.

Финансовые показатели отечественных автопроизводителей в 2006 году:

Северсталь-Авто-2

Размещение: 25 июля 2007 г.

Объем: 3 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 6 лет (3 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 приравниваются первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Райффайзен-банк

	Северсталь-Авто	ИжАвто	Камаз	Автотаз	ГАЗ
Отчетность	МСФО	РСБУ	сводная	РСБУ	МСФО
Выручка, млн. руб.	33 462,0	18 144,0	76 557,7	152 445,0	118 793,4
темп роста выручки 06/05	26%	119%	41,5%	15,0%	25,6%
Операционная прибыль, млн. руб.	3473,0	1283,3	7 759,0	11 480,0	11 137,5
темп роста опер. прибыли 06/05	22%	1213%	90,2%	53,1%	34,0%
Чистая прибыль	2 464,0	274,4	1 723,5	2 512,0	6 003,1
темп роста чистой прибыли 06/05	29%	483%	537,8%	79,4%	94,5%
ЕБИТДА	4 486,0	1 279,7	6802,5	11 681,9	12 666,6
ЕБИТДА margin	13,4%	7,1%	8,9%	7,7%	10,7%
Net Margin	7,4%	1,5%	2,3%	1,6%	5,1%
Активы, млн. руб.	28 314,0	12 504,2	81 515,8	118 024,0	56 928,9
Долг, млн. руб.	3 624,0	6 890,8	13 759,4	23 067,0	20 936,5
Debt ratio	12,8%	55,1%	16,9%	19,5%	36,8%
Долг/ЕБИТДА	0,8	5,4	2,0	2,0	1,7
ЕБИТ/расходы	10,6	2,3	4,0	4,4	9,9

Источник: Данные компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ

Заметным отличием эмитента от отраслевых аналогов является также наиболее консервативная долговая политика, обеспечившая в 2006 году наименьшее значение показателя долг/ЕБИТДА – 0.8. Однако в прошлом году Компания приступила к реализации проекта по строительству завода, ориентированного на сборку автомобилей FIAT, что вкупе с другими капитальными расходами на развитие производства и дилерской сети уже существенно увеличило кредитный портфель. По данным мемора, за 6 месяцев текущего года задолженность Компании по кредитам и займам выросла с 3.5 млрд. руб. до 7.6 млрд. руб. Необходимо отметить, что текущий год станет для эмитента «пиковым» по уровню капитальных затрат, общий объем которых существенно превышает уровень прошлого года: 7.3 млрд. руб. против 1.8 млрд. руб.

При этом эффект от реализуемых капитальных вложений, по прогнозам Компании, должен поддержать рентабельность по ЕБИТДА на уровне 12–13%. При запланированном на 2007 год увеличении оборотов до 47 млрд. руб. это соответствует ЕБИТДА в размере 5.6 млрд. руб. – 6.1 млрд. руб. Таким образом, учитывая запланированный рост долга, эмитенту удастся сохранить соотношение долг/ЕБИТДА в пределах 2. С одной стороны, это существенно выше, чем раньше. С другой, данный уровень не является критичным для кредитного качества Компании и сопоставим с показателями отраслевых аналогов. Кроме того, со следующего года потребность в заемных ресурсах существенно снижается, что при планируемом росте рентабельности позволит улучшить качество покрытия долга.

С учетом трехлетней дюрации наиболее адекватным ориентиром для нового выпуска является близкий по дюрации выпуск Северсталь-Авто-1 (YTM 7.29%). В то же время необходимо учесть фактор присутствия первого выпуска в котировальном списке А1 ММВБ, что обеспечивает бумаге дополнительную поддержку. Исходя из того, что премия в доходности нового выпуска должна компенсировать не только отсутствие листинга, но и увеличение долговой нагрузки эмитента, ее справедливый уровень мы оцениваем в размере 75 – 100 б.п. Таким образом, справедливая доходность второго выпуска Северсталь-Авто, по нашим оценкам, находится в диапазоне 8.05% - 8.3% годовых к трехлетней оферте.

На 26 июля намечено размещение второго облигационного займа ГК Синергия, основным направлением деятельности которой является производство ликероводочной продукции. 75% от размещенных 2 млрд. руб. планируется направить на рефинансирование краткосрочных банковских кредитов, оставшуюся часть – на инвестиции в развитие бизнеса, в том числе на сделки M&A. Заем размещается на три года с полуторогодовой офертой, прогноз организатора по первому купону составляет 11%-11.3% годовых, что соответствует доходности к оферте 11.3-11.6%.

Эмитентом облигаций выступает материнская компания ОАО «Синергия», поручителем – ОАО «Мариинский ликероводочный завод», один из ведущих ликероводочных предприятий Кузбасса, вошедший в состав ГК Синергия в прошлом году. Выручка Мариинского ЛВЗ в 2006 г. составила 961 млн. руб., что представляет 13% от совокупной выручки Группы по международным стандартам. Чистая прибыль – 104 млн. руб., т.е. 23% от консолидированного показателя. Финансовый долг на балансе поручителя отсутствует. В структуре активов преобладают оборотные средства (67%) с

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

Синергия-2

Размещение: 26 июля 2007

Объем: 2 млрд. руб.

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

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, остальные приравниваются к первому

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: МДМ-Банк

преобладанием дебиторской задолженности (52% в оборотных активах), и основные средства (27% от совокупных активов), в структуре пассивов 70% приходится на собственный капитал. Таким образом, финансы единственного поручителя по займу выглядят вполне удовлетворительно.

ГК Синергия представляет собой региональный холдинг, объединяющий 16 производственных предприятий (в том числе восемь заводов по производству крепкого алкоголя, совокупной мощностью 16.3 млн. дал в год) в семи регионах России, и предприятия торговли, в основном реализующие алкогольную продукцию, а также работающие в формате «магазин у дома» (всего 75 магазинов в сети). По доле рынка ЛВИ (ликероводочных изделий) компания занимает третье место (5.6%) среди крупнейших российских компаний и планирует довести свое присутствие до 20% к 2015 г., проводя последовательную стратегию приобретения активов. Кроме того, в холдинг входят восемь предприятий пищевой промышленности по производству мяса птицы и яйца, молочной и кисломолочной продукции, мясных изделий и переработке морепродуктов.

Основным направлением, генерирующим денежные потоки, является производство ЛВИ, на которое по итогам 2006 г. пришлось 64% консолидированного показателя EBITDA. На предприятия пищевого сектора приходилось 22% общего показателя, на розничную торговлю – 14%. Компания планирует активно наращивать производственные мощности по производству крепкого алкоголя преимущественно за счет совершения сделок M&A, в результате чего уже по итогам текущего года доля сегмента в консолидированном EBITDA может быть доведена до 82% (т.е. увеличена на треть) за счет сокращения долей двух прочих сегментов до 14% (пищевой сектор) и 4% (розница).

Торговое направление, хотя и является второстепенным в структуре бизнеса ГК Синергия, тем не менее, неразрывно связано с производственным сегментом, в связи с чем его можно рассматривать как профильное. Производство продуктов питания, напротив, рассматривается как неосновной актив, и компания допускает возможность его продажи в среднесрочной перспективе стратегическому инвестору. Хотя в инвестиционной программе до конца 2010 г. (около \$100 млн.) предусмотрены вложения во все три сегмента, тем не менее, 70% будет направлено в производство ЛВИ и лишь по 15% в два оставшихся направления.

Что касается экстенсивного расширения мощностей (в 2006 г. в состав компании вошли три завода, и один в текущем году), то хотя компания намерена продолжать активно участвовать в сделках M&A, тем не менее, существуют внутренние финансовые ограничения: покупка любого актива не должна увеличивать соотношение Долг/EBITDA свыше 4х. В отношении качества существующих производственных активов мы отмечаем, что на большинстве из них износ оборудования не превышает 30%, что не должно потребовать существенных инвестиций в переоборудование, а загрузка мощностей колеблется в пределах 40-60%, указывая на наличие потенциала дальнейшего роста по мере консолидации рынка и вытеснения нелегальной продукции. Следует также отметить, что все восемь ликероводочных предприятий, входящих в ГК Синергия, занимают достаточно прочные позиции в регионах своего присутствия, контролируя порядка 30% локальных рынков.

С финансовой точки зрения (представлены выборочные данные консолидированной отчетности Группы), позиции компании выглядят достаточно стабильными. На текущий год прогнозируется более чем 70% рост выручки до 14. млн. руб. (~\$560 млн.), сопровождающийся повышением рентабельности EBITDA до 15% с 13% за счет проявления положительного эффекта от затрат на продвижение брендов, понесенных в 2006 г. Долговой портфель на середину мая составлял 3.4 млрд. руб., 1.5 млрд. руб. из которых будет рефинансировано за счет размещаемого облигационного займа. Представленный кредитный портфель характеризуется значительным перевесом «коротких» кредитов – на текущие банковские кредиты и первый облигационный заем с офертой в октябре 2007 г. приходится более 90%. На конец текущего года, чистый долг по прогнозам компании составит 5.3 млрд. руб., т.е. после рефинансирования открывшиеся лимиты в банках будут, скорее всего, вновь выбраны компанией. При этом, несмотря на двукратное увеличение объема чистого долга по сравнению с прошлым годом, опережающая динамика операционных потоков (прогнозный рост EBITDA практически в полтора раза) обусловит незначительное снижение соотношения Чистый долг/EBITDA до 2.5х. с 2.9х. по итогам 2006 г.

млн. руб.	2005	2006	2007П
Выручка	4299	7187	14368
ЕБИТДА	519	910	2150
Чистая прибыль	328	453	1089
Чистый долг	635	2637	5338
Рентабельность ЕБИТДА	12,1%	12,7%	15,0%
Чистая рентабельность	7,6%	6,3%	7,6%
Чистый долг / ЕБИТДА	1,2	2,9	2,5

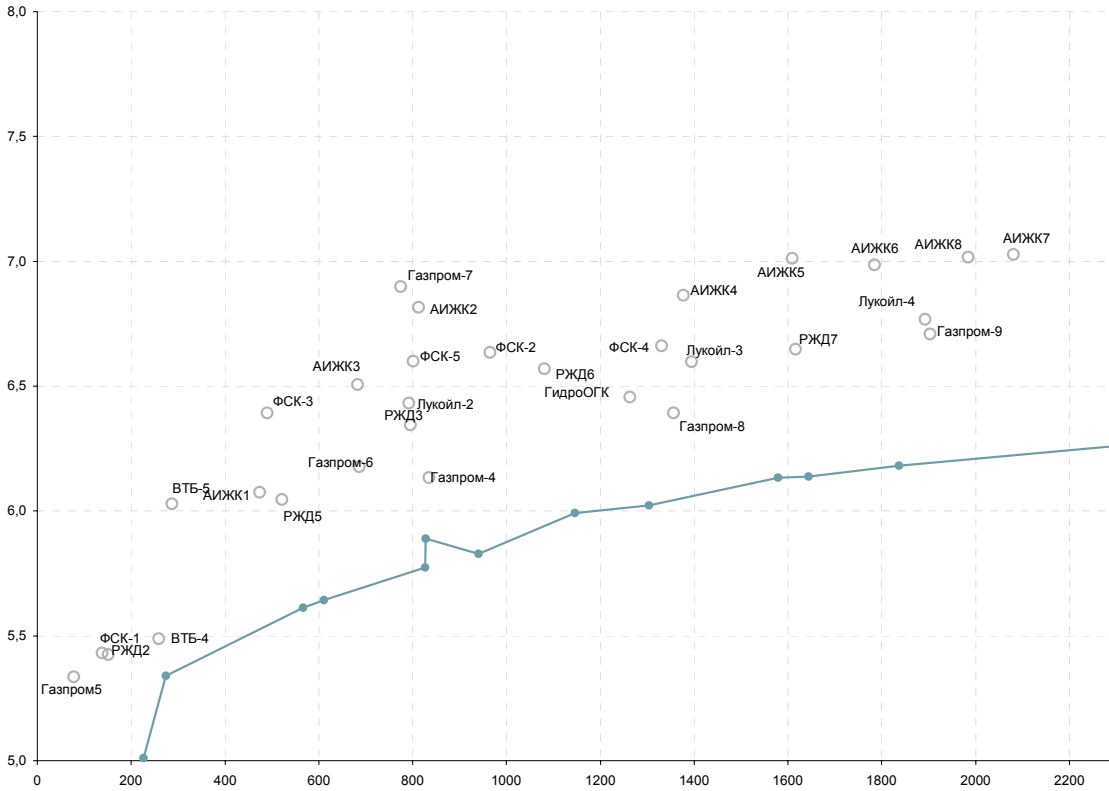
Источник: данные компании

С фундаментальной точки зрения, мы оцениваем компанию как достаточно качественного заемщика, среди преимуществ которого можно выделить подготовку консолидированной отчетности по МСФО с 2003 г., а также хорошую диверсификацию портфеля брэндов по ценовым сегментам. Заявленное намерение провести IPO до конца текущего года, в случае его реализации, позитивно повлияет на кредитный профиль компании, однако пока эти планы выглядят отдаленными. Тем не менее, учитывая специфику бизнеса, основные риски носят общеотраслевой характер и выражаются в потенциальном ужесточении государственного регулирования оборота лицензированной продукции, повышении ставок акцизных налогов, и т.п. Таким образом, во многом будущая динамика развития будет зависеть от способности компании своевременно реагировать на изменение законодательных норм.

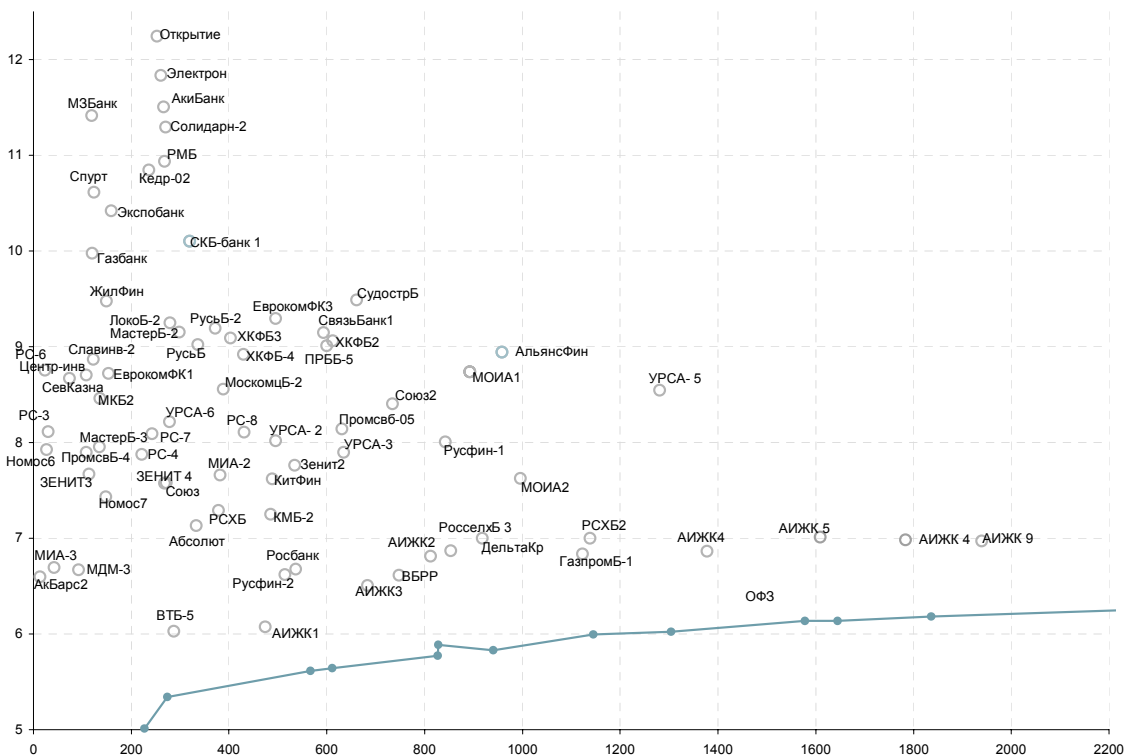
К сопоставимым аналогам, разместившим долговые обязательства, относятся Заводы Гросс, также являющиеся региональным холдингом. При сопоставимой рентабельности, Заводы Гросс в полтора раза уступают Синергии по масштабу бизнеса, неся при этом более высокую долговую нагрузку (Чистый долг/Еbitda по итогам 9 мес. 2006 г. составил 3.4х по сравнению с 2.9х у Синергии). Бумаги аналога торгуются со среднемесячным спредом в 760 б.п. Более хороший кредитный профиль Синергии может заслуживать дисконта в 140-160 б.п. Таким образом, справедливый уровень доходности мы видим на уровне 11.55%-11.75% к полугодовой оферте.

Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

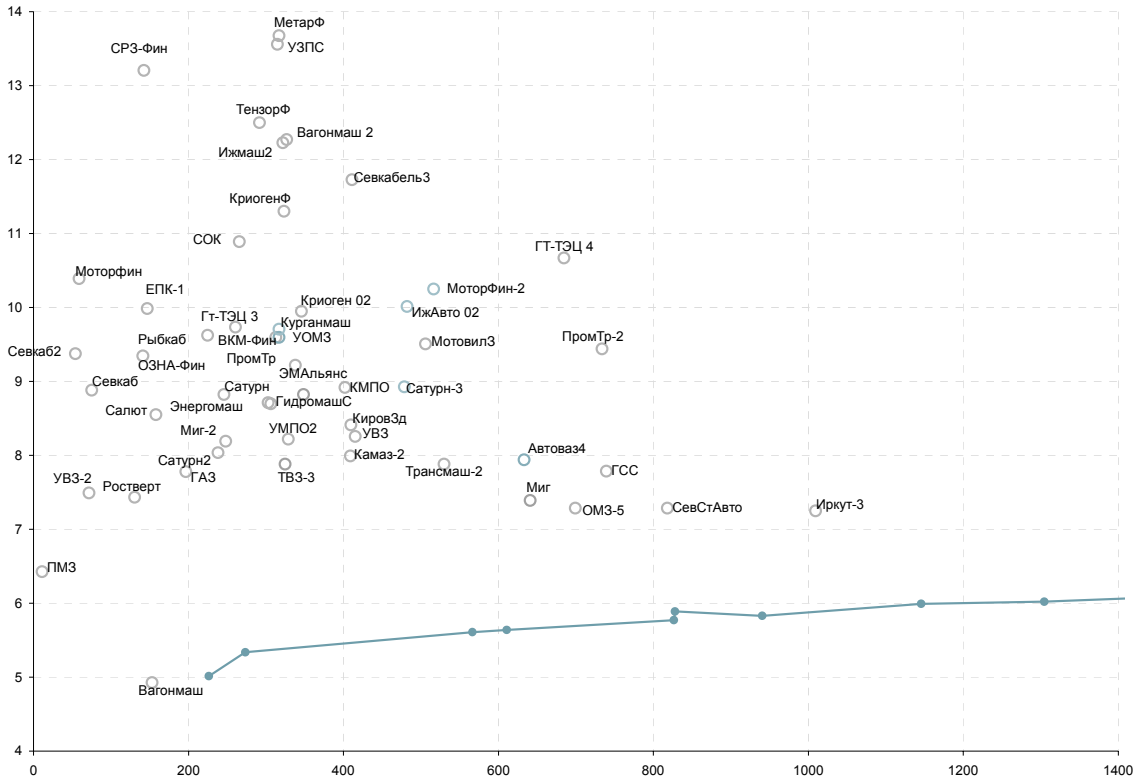
Blue chips



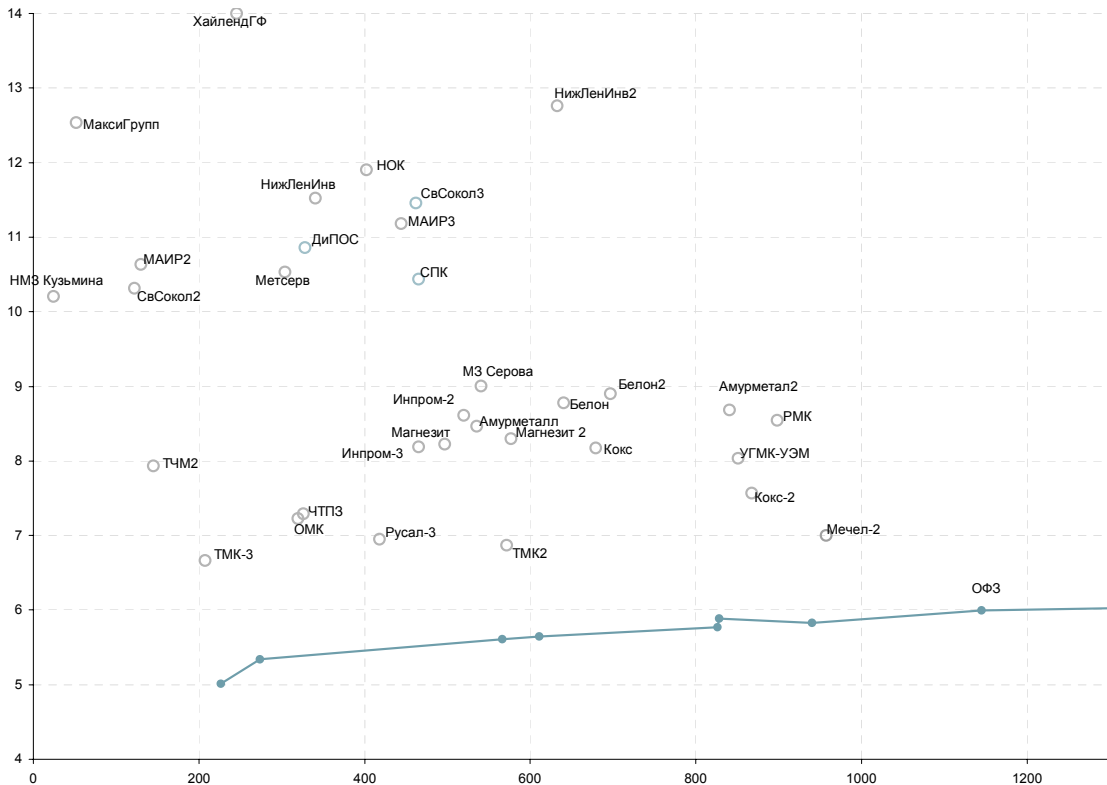
Банки, финансовые услуги



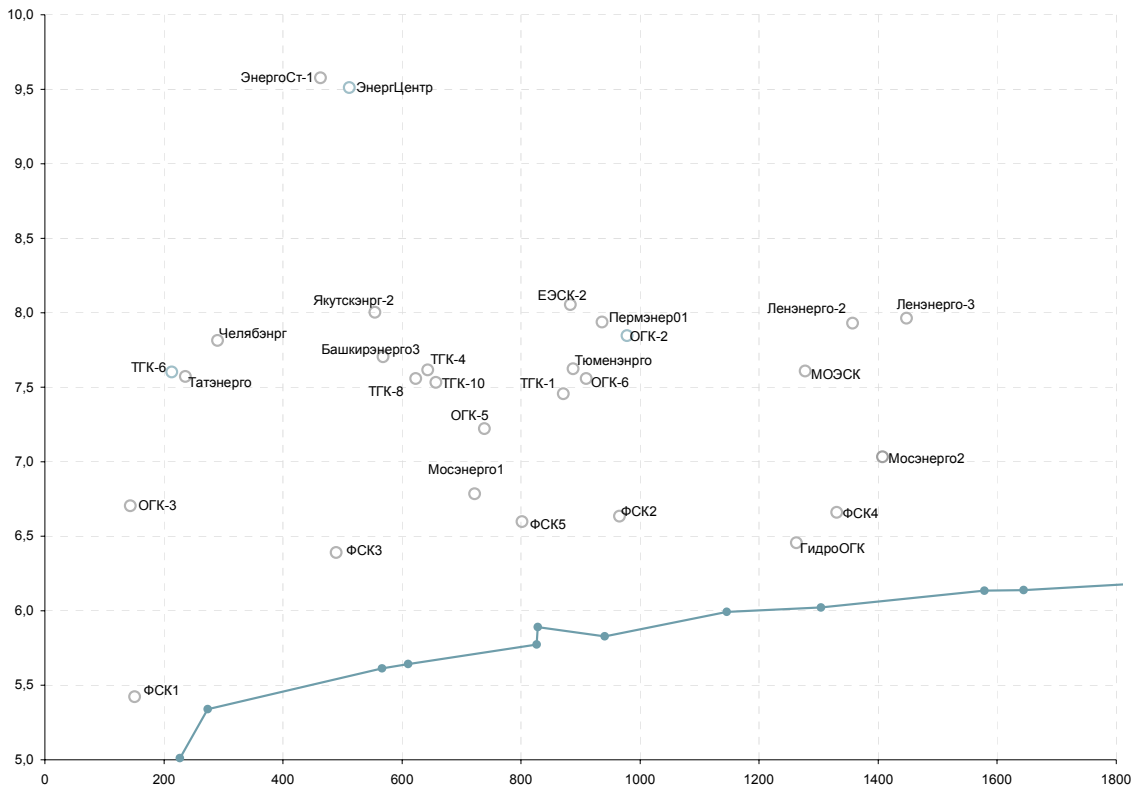
Машиностроение



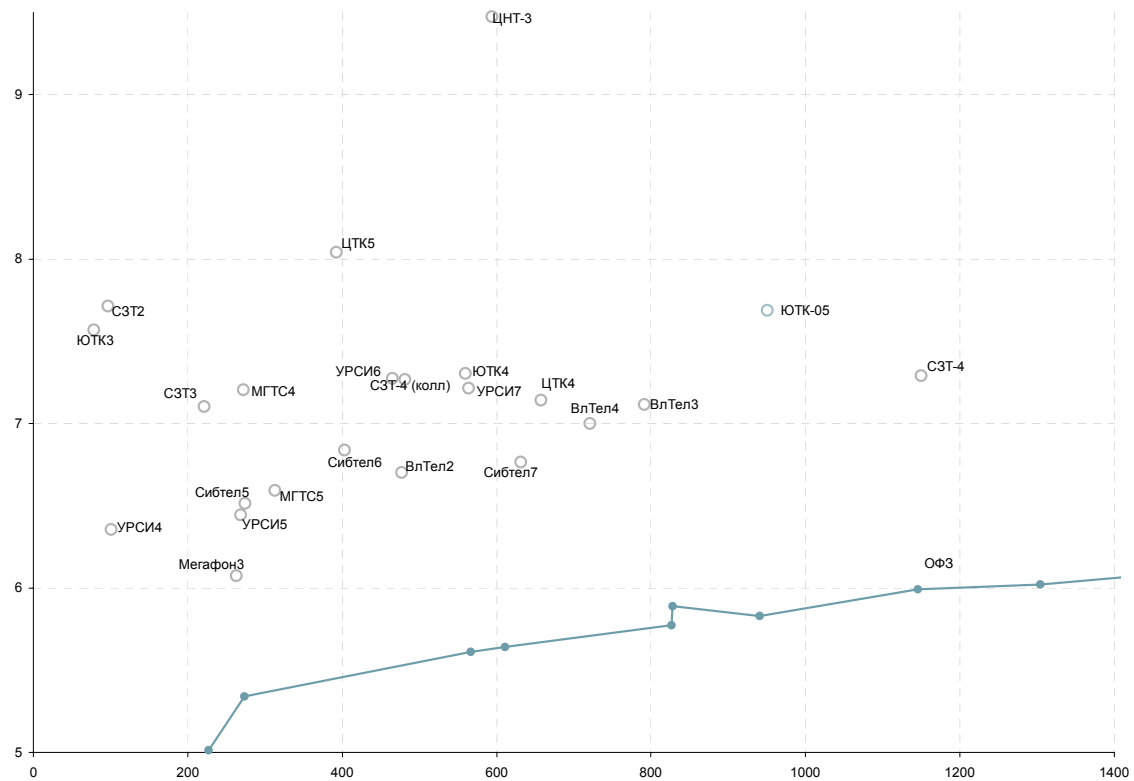
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



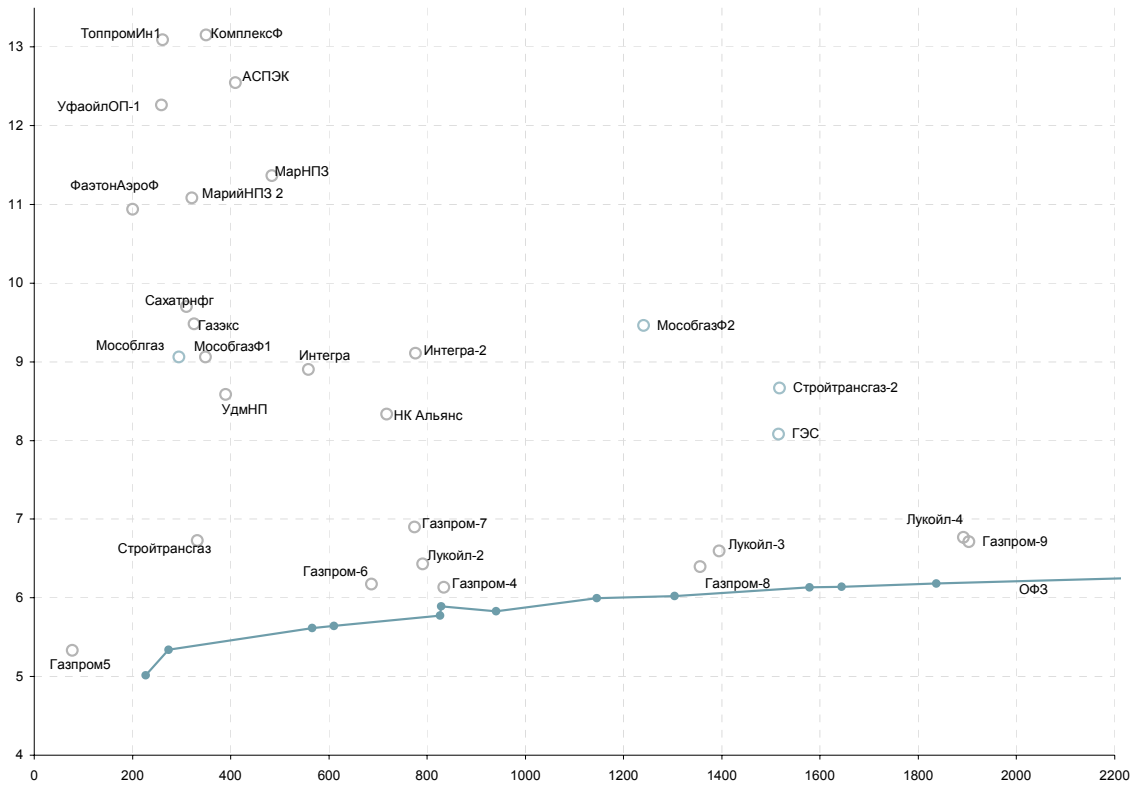
Энергетика



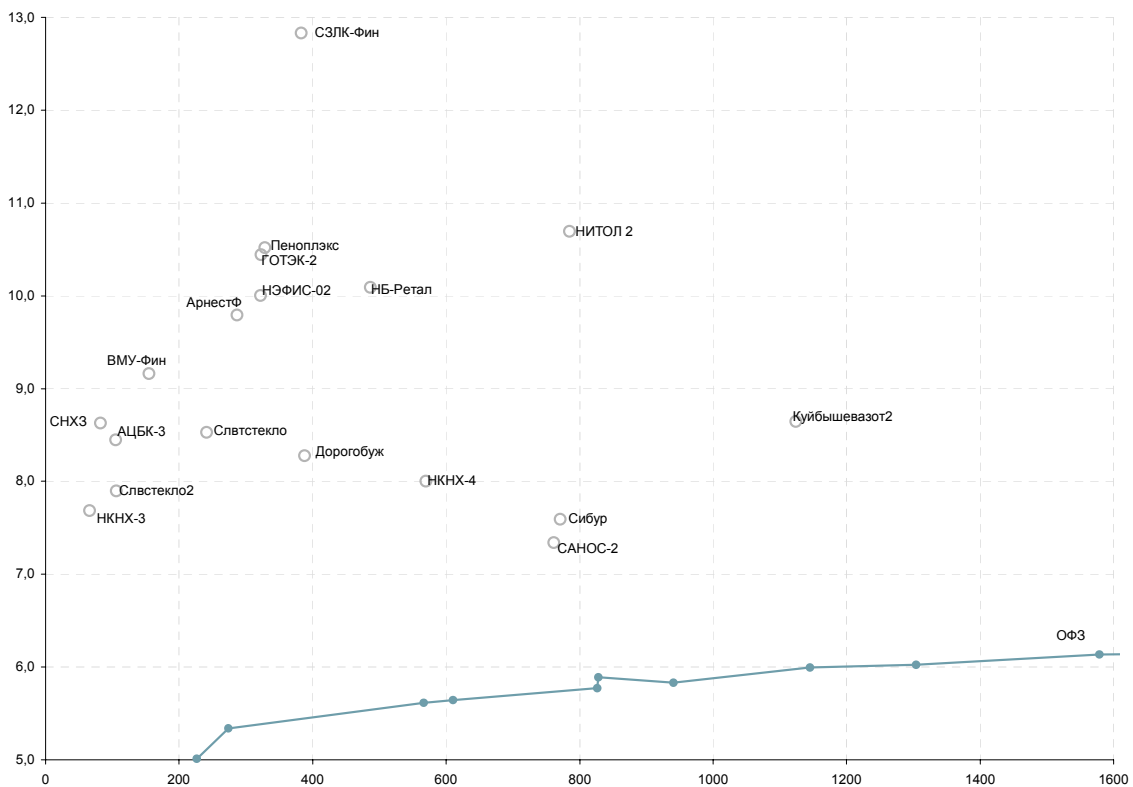
Телекомы



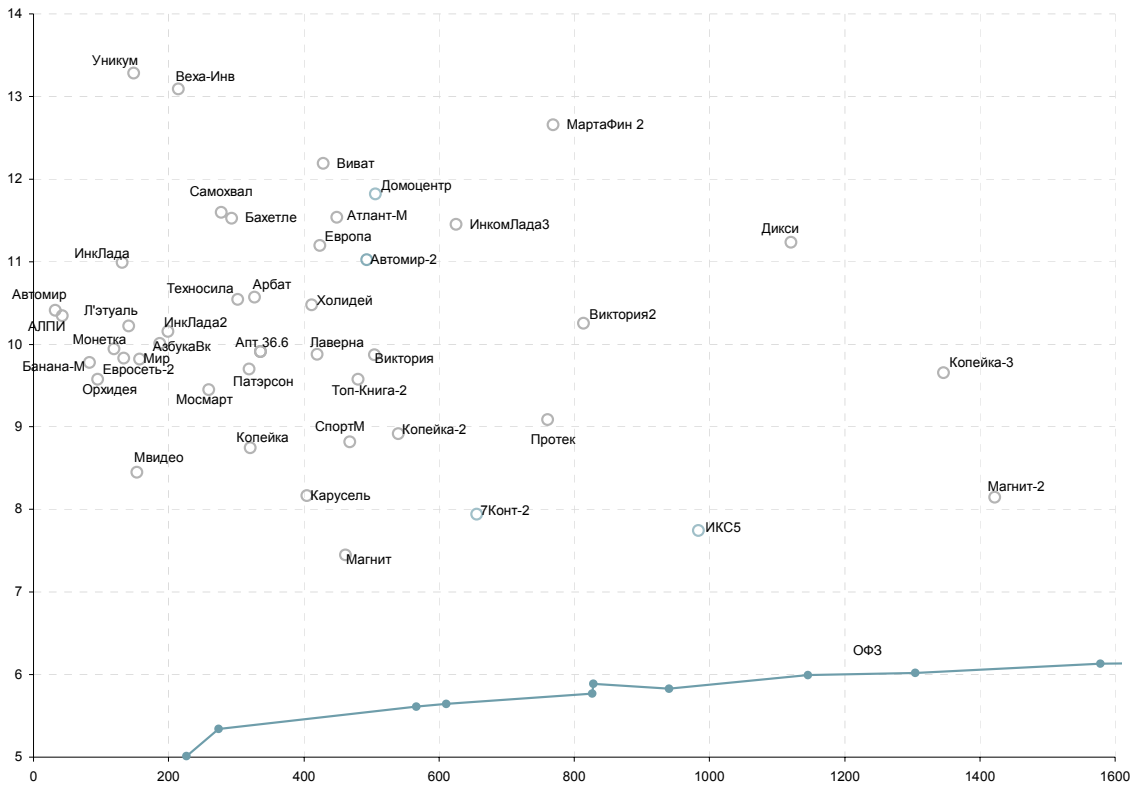
Нефтегазовая отрасль



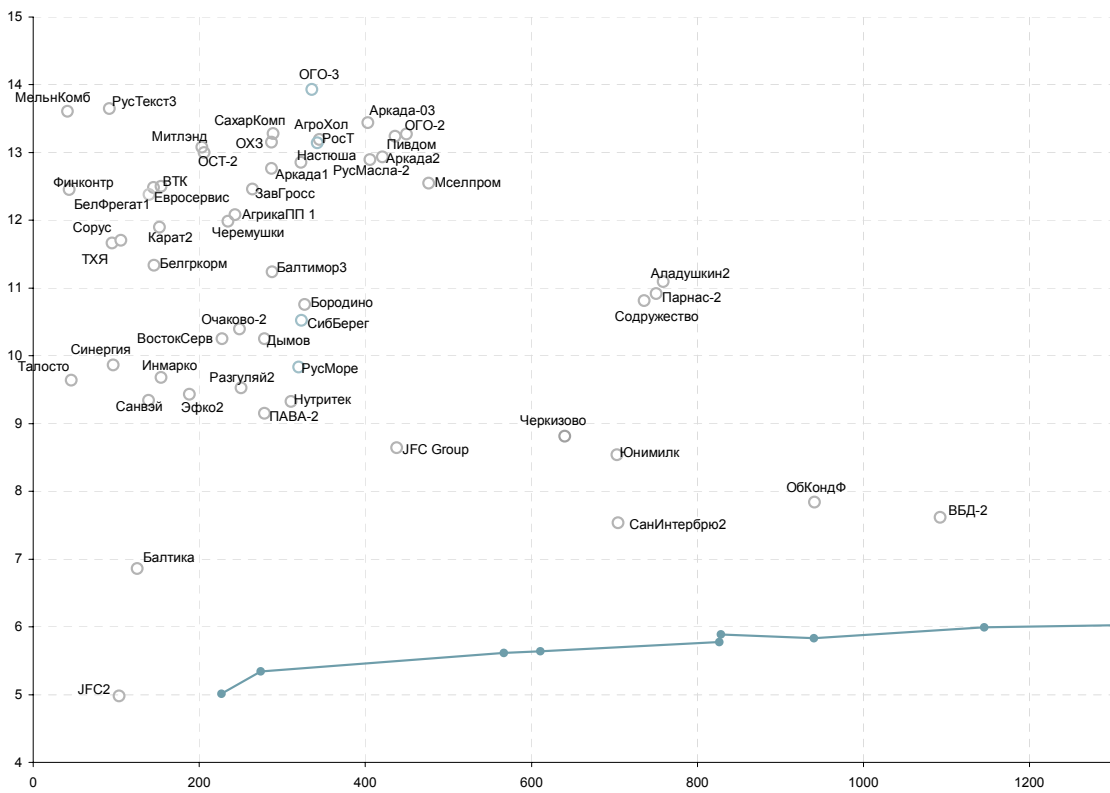
Химия и ЛПК



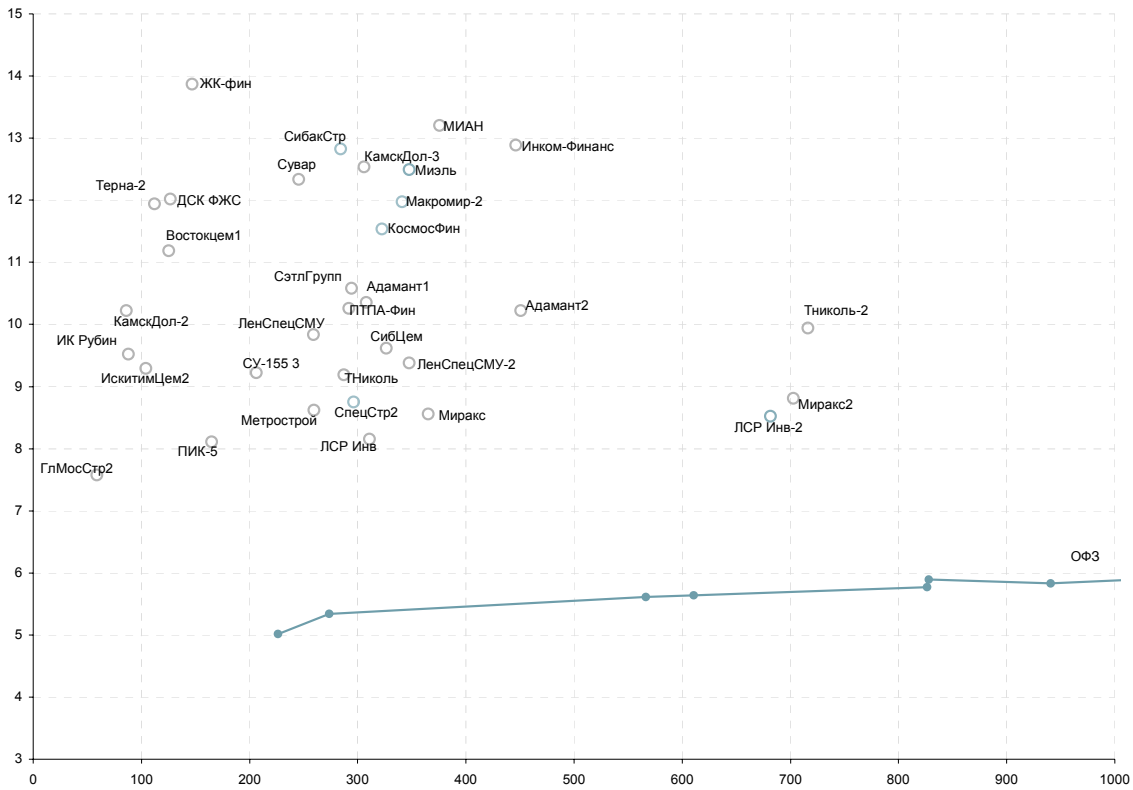
Ритейл



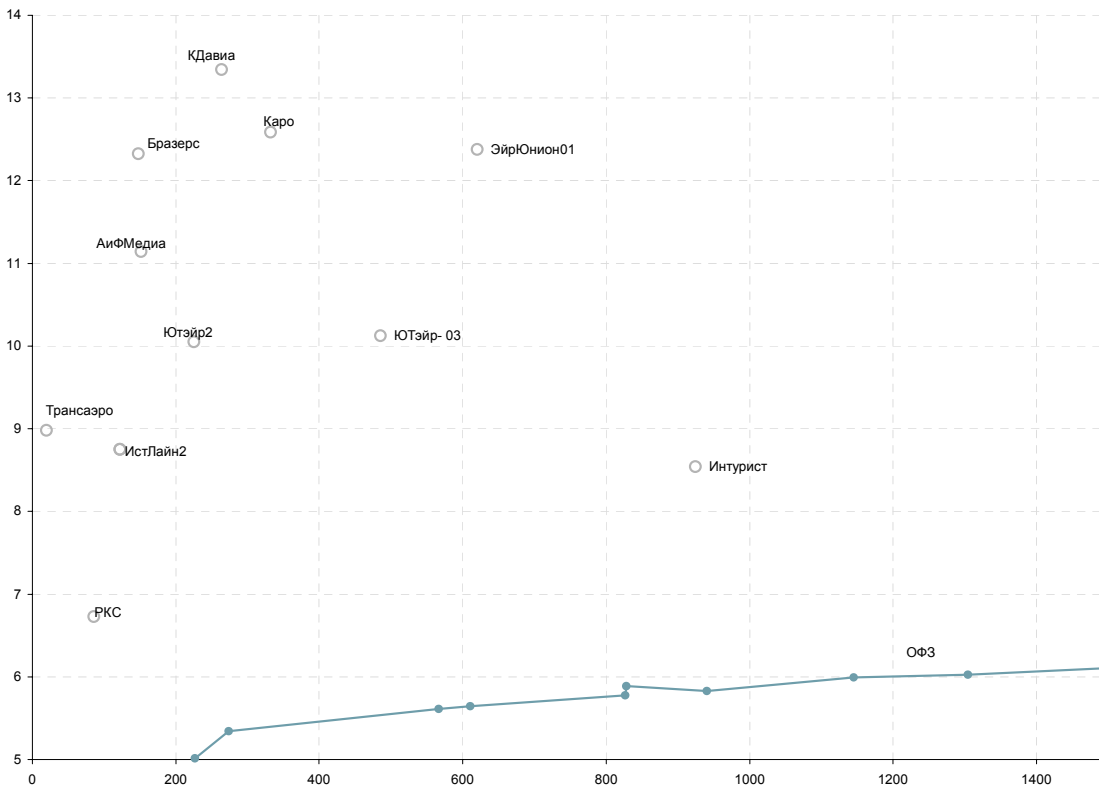
Пищевая промышленность и АПК



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.