

ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

- Российские бонды стабильны, ажиотаж в **Evrax 15**
- Инфляция за апрель: появятся ли надежды на снижение ставки ФРС? ([стр. 2](#))

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

- После объявления об увеличении резервов котировки немного снизились
- Но премии на аукционах маловероятны
- А1: радости и разочарования ([стр. 3](#))

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Корсчета увеличиваются за счет сокращения депозитов
- Нормативы обязательных резервов в ЦБ увеличиваются с 1 июля 2007 г. ([стр. 3](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- Главе РуссНефти (NR) Гуцериеву предъявлено обвинение в незаконном предпринимательстве
- ОАО «Ситроникс» отчиталось за 2006 г. по US GAAP
- ТГК-8, Сэтл Групп кредитный комментарий ([стр. 4-8](#))

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- Покупать **Gazprombank 15** – спреды к **VTB 35 (put)** и **Gazprom 13** серьезно расширились, и **Gazprombank 15** выглядит забытым, потенциал сужения спреда - 15-20 бп
- Покупать субординированные евробонды: **Alfa 15, Alfa 17, Nomos 16, Sibac 11**, – спреды к «старшим» долгам слишком широки
- Покупать **Locko Bank 10**. Эмитент переплачивает за скромный размер банка и неизвестность рынку. «Справедливая» доходность выпуска не превышает 9.50%
- Покупать облигации **Alfa bank Ukraine 09**. Выпуск торгуется с премией к **Alfa Bank 09** выше 150 бп. Ее справедливое значение, на наш взгляд, – 75 бп
- Покупать **РосИнт-3** на фоне планируемого IPO в июне. Потенциал сужения спреда к ОФЗ около 50 бп.
- Покупать **Энергомаш-Финанс-1**: компания входит в структуру Федерального Агентства Роскосмос, 80% акций принадлежат государству. Доходность выше 10.00% годовых.
- Покупать **ЦУН-2**: премия к **Миракс-1** 80-90 бп при аналогичном рейтинге. Премия на внешнем рынке – 50-60 бп.
- «Золотая» идея - **Хайленд Голд**. Облигации торгуются на уровне УТМ 12.41%. Потенциал снижения доходности – 115-165 бп
- Покупать облигации **УМПО** и **Сатурн-2**: потенциал сужения спредов к ОФЗ до 230-240 бп в результате создания объединенного авиадвигателестроительного холдинга Рособоронэкспортом и Системой
- Покупать облигации **СИБУР Холдинг**. Спред к **Газпром-6** около 80-90 бп, тогда как справедливый - не более 50 бп

СЕГОДНЯ

- Состоится размещение облигаций **ТД Полесье, Сибкадемстрой**
- Начинаются торги в списке А1 облигациями **Нижегородской обл., ТМК-2, ТМК-3, МКБ-2, ПАВА-2**

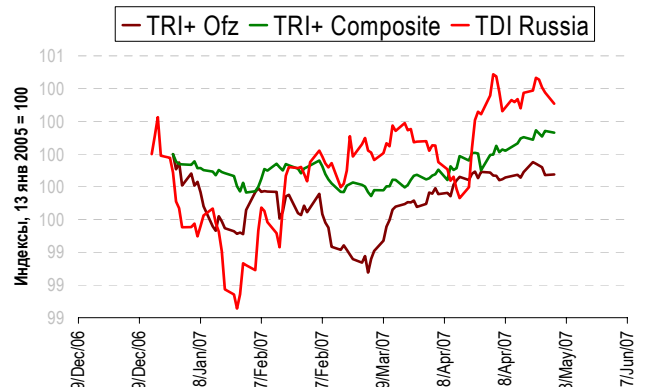
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus Spread	↔ 93.00	0.00	-3.00	-3.00
EMBI+ Spread	↔ 163.00	0.00	3.00	-6.00
ML High Yield Index	↑ 180.07	0.20	2.54	8.23
Russia 30 Price	↓ 113.56	-0.16	0.67	0.35
Russia 30 Spread	↔ 94	-	-3	-
Gazprom 13 Price	↓ 119 1/8	- 1/8	+1	- 5/8
Gazprom 13 Spread	↓ 109	-2	-14	+2
UST 10y Yield	↑ 4.696	+0.02	-0.07	-0.01
BUND 10y Yield	↑ 4.269	+0.05	+0.04	+0.33
UST10y/2y Spread	↔ -4	-	-3	+7
Mexico 33 Spread	↓ 114	-1	-17	-28
Brazil 40 Spread	↓ 325	-1	+2	-20
Turkey 34 Spread	↓ 238	-2	-6	-11
ОФЗ 46014	↔ 6.28	-	-0.06	-0.11
Москва 39	↔ 6.49	-	-0.05	-0.18
Мособласть 5	↓ 6.52	-0.01	-0.15	-0.03
Газпром 5	↓ 5.42	-0.36	+0.35	-0.70
Центел 4	↓ 7.32	-0.05	-0.15	-0.46
Руб / \$	↓ 25.788	-0.033	-0.015	-0.522
\$ / EUR	↑ 1.355	+0.002	+0.002	+0.035
Руб. / EUR	↑ 34.940	+0.025	+0.022	+0.205
NDF 6 мес.	↓ 25.720	-0.030	-0.050	-0.550
RUR Overnight	↑ 2.75	n/a	n/a	n/a
Корсчета	↑ 444.90	+61.60	+31.10	-30.70
Депозиты в ЦБ	↓ 1028.40	-63.80	+441.00	+685.80
Сальдо опер. ЦБ	↑ +35.90	n/a	n/a	n/a
RTS Index	↑ 1851.22	+0.31%	-7.51%	-3.68%
Dow Jones Index	↑ 13346.78	+0.15%	+5.82%	+7.09%
Nasdaq	↓ 2546.44	-0.62%	+2.19%	+5.43%
Золото	↓ 669.75	-0.15%	-2.30%	+5.17%
Нефть Urals	↑ 63.12	+0.00	-0.03	+0.14

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 171.69	0.01	0.79	2.77
TRIP Composite	↑ 177.15	0.06	0.88	3.22
TRIP OFZ	↑ 163.01	0.06	0.65	2.47
TDI Russia	↓ 162.29	-0.01	1.17	2.77
TDI Ukraine	↓ 158.57	-0.01	1.58	3.67
TDI Kazakhs	↓ 141.96	-0.02	0.59	1.30
TDI Banks	↑ 157.04	0.03	1.21	3.22
TDI Corp	↑ 167.74	0.02	1.28	3.28

TRUST Dollar and Rouble Bond Indices





ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Развивающиеся рынки – в ожидании CPI

Вчера спреды еврооблигаций стран с переходной экономикой практически не изменились, в то время как котировки слегка снизились вслед за динамикой американских Treasuries. Спред **EMBI+** остался на уровне 163 бп. Котировки **Turkey 30** и **Brazil 40** стояли приблизительно на 1/8 ниже, чем в прошлую пятницу. Несмотря на отсутствие ярко выраженной динамики, активность была довольно неплохой. Видимо, участники рынка готовили свои позиции к сегодняшней публикации американского CPI.

Неплохо себя чувствовали долги Эквадора (**EMBI+ Ecu** –6 бп) – после того, как правительство страны подтвердило, что направило US\$30.6 млн. на выплату купона по бондам, которая должна состояться сегодня. Напомним, когда новый президент страны Рафаэль Корреа вступил в должность, он угрожал ввести мораторий на платежи по внешнему долгу. Бонды Венесуэлы, наоборот, вели себя хуже рынка, снизившись в среднем на 0.5 п.п. на фоне уменьшения ВВП страны.

Российские бонды стабильны, ажиотаж в Evraz 15

В понедельник обстановка на российском долговом рынке была весьма спокойной, несмотря на негативную динамику казначейских нот. Котировки **Russia 30** снизились в пределах 3/16 п.п. и стояли поздно вечером около 113.5625%, правда, спред к десятилетней ноте вновь сузился (-3 бп) и составил 94 бп.

В корпоративном сегменте активность была посредственной, и все самое интересное происходило в бондах **Evraz 15** (YTM 7.46%), которые подросли более чем на 0.5 п.п. на фоне очень высокой торговой активности, в то время как по большинству остальных бумаг ценовые изменения преимущественно не вышли за рамки +/-10 бп.

Подобный интерес к **Evraz 15** можно объяснить только сверхудачным размещением пятилетних бондов шахты «Распадская» (Ва3/В+) накануне по доходности 7.50%, которые сразу после размещения подросли до 101% от номинала. Напомним ЕвразХолдинг (Ва3/ВВ-/ВВ) имеет эффективный контроль приблизительно над 40% акций шахты «Распадская». Видимо, удачное размещение Распадской заставило инвесторов по-новому взглянуть на бонды Евраза, которые в последнее время торговались с избыточно широким спредом к **Severstal 14**. Вчера в Распадской, наоборот, наблюдалась фиксация прибыли, и цены снизились до 100.5%.

Мы убираем **Evraz 15** из наших рекомендаций к покупке, так как после вчерашнего роста этот бонд стал смотреться гораздо менее привлекательно. Тем не менее, фиксировать прибыль в уже имеющихся позициях, на наш взгляд, не стоит. Спред **Evraz 15** – **Severstal 14** сейчас составляет около 30 бп, а это по-прежнему на 10-15 бп шире, чем его средние исторические значения.

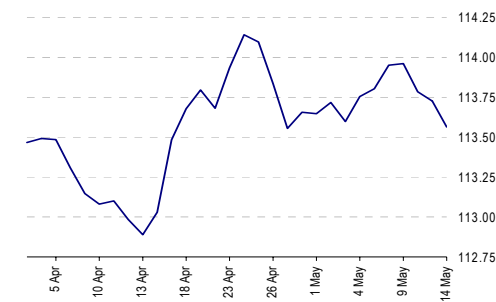
Инфляция за апрель: появятся ли надежды на снижение ставки ФРС?

Доходность UST подросла на 2-3 бп вдоль всей кривой без внятных на то причин, – похоже, исключительно из солидарности с европейским рынком. Немецкие Bunds вчера активно продавались из-за опасения повышения ставки ЕЦБ на следующем заседании. Доходность **UST10** составила 4.69%. **UST2** – 4.73%. Вероятно, также имело место закрытие длинных позиций в Treasuries перед сегодняшними данными по потребительской инфляции.

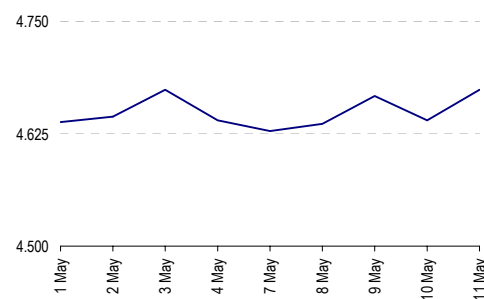
Публикация апрельского CPI станет ключевым событием сегодняшнего дня. Причем в свете нулевого прироста базового CPI и PCE в марте, а также низкого Core PPI за апрель сегодняшняя публикация кажется особенно интересной. Неужели Core CPI опять окажется ниже ожидаемых +0.2%? В таком случае снижение инфляции уже можно будет по праву назвать тенденцией, и у рынка появятся реальные основания ожидать снижения ставки ФРС.

Рынок Treasuries между тем, продолжает колебаться в отсутствие всякого тренда, и на цифры по инфляции он может среагировать как ростом, так и падением доходности в пределах 5-6 бп. В зависимости от того, какими они выйдут.

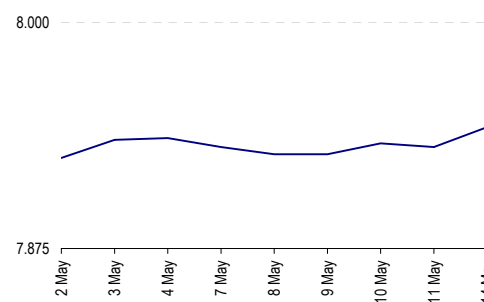
Russia 30 (Price)



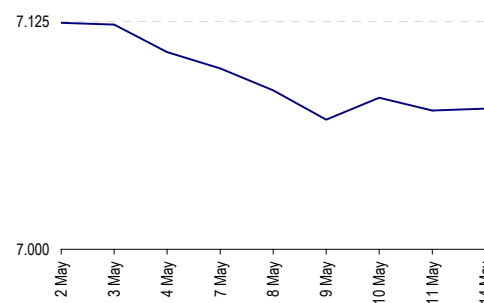
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)



Павел Пикулев
☎ 208-20-24



РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

После объявления об увеличении резервов...

Вчера рынок рублевых облигаций находился под давлением в результате решения Банка России об увеличении нормы обязательных резервных отчислений (по обязательствам перед физическими лицами с 3.5% до 4.0% и нормы резервирования по другим видам обязательств с 3.5% до 4.5%) и в рамках подготовки к размещениям этой недели. Однако снижение котировок было неагрессивным.

...котировки немного снизились

На госсекции прошло по 2-3 сделки в наиболее ликвидных выпусках, и суммарный торговый оборот составил всего RUR490 млн. Котировки были выставлены на 0.05-0.1 п.п. ниже уровня пятничного закрытия. В корпоративном сегменте также была понижена активность, как это часто случается по понедельникам. Торговый оборот был ниже среднего уровня и составил RUR6.14 млрд.

РЖД-6 и **РЖД-7** незначительно потеряли в цене – около 0.05 п.п. и 0.03 п.п. соответственно. Облигации **ЛУКОЙЛа** тоже оценивались рынком немного ниже, чем в конце прошлой недели: **ЛУКОЙЛ-3** –0.05 п.п., **ЛУКОЙЛ-4** –0.03 п.п. Выпуск **МОЭСК** закрылся на 0.07 п.п. ниже, чем днем ранее – мы считаем эту бумагу интересной. При этом выпуски Газпрома чувствовали себя более уверенно: **Газпром-4** +0.04 п.п., **Газпром-9** +0.03 п.п. Спрос также присутствовал в некоторых муниципальных облигациях.

Но премии на аукционах маловероятны

В целом рынок сохраняет устойчивость котировок на фоне рекордного – почти полутратиллионного – объема ликвидности в банковской системе и низких ставок МБК, которые по-прежнему если и превышают 3% годовых, то ненадолго.

На сегодня запланировано лишь 2 размещения символического объема: **Сибкадемстрой-1** и **Полесье-1** по RUR500 млн. А основной объем выпусков придется на завтра и послезавтра. Завтра состоится размещение **ОФЗ 46021** объемом RUR 15 млрд. и **Русфинанс Банк-3** объемом RUR4 млрд. Маловероятно, что при текущем уровне ликвидности на аукционе удастся получить премию. Мы считаем интересным участие под доходность не ниже 6.50% годовых.

A1: радости и разочарования

Сегодня в котировальном списке A1 начнут торговаться выпуски **Пава-1** и **МКБ-2** – об этом было известно еще на прошлой неделе, однако сегодня выпуски станут доступны пенсионным управляющим, что может положительно сказаться на котировках. Кроме того, в A1 включаются выпуски **ТМК-2** и **ТМК-3** и **Нижегородская область-3**. На эти облигации будет предъявлен повышенный спрос. К сожалению, среди объявленных выпусков нет облигаций **Газпром-8** и **Московская область-6**, хотя эти бумаги удовлетворяют условиям списка. Мы считаем их включение вопросом времени. Кроме того, рекомендуем помнить об облигациях ФСК – нам кажется удивительным, что они не включены в список A1 и ломбардный список Банка России.

Марина Власенко ☎ 208-22-78

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

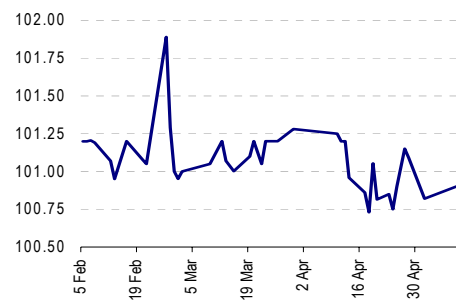
По мере наступления налоговых платежей (а сегодня – 15 мая – участники рынка должны платить аванс по ЕСН в бюджет) сумма остатков на корсчетах в ЦБ увеличивается. Сегодня с утра они составили RUR444.9 млрд., что заметно больше вчерашнего объема – RUR383.3 млрд. При этом рост корсчетов происходит за счет снижения депозитов – к сегодняшнему утру они сократились до RUR1028.4 млрд. (вчера RUR1092.2 млрд.) Напомним, увеличиваться корсчета могут и из-за регистрации проспекта эмиссии ВТБ.

Ситуация на денежном рынке вчера была спокойной. Ставки, как обычно, невысоки.

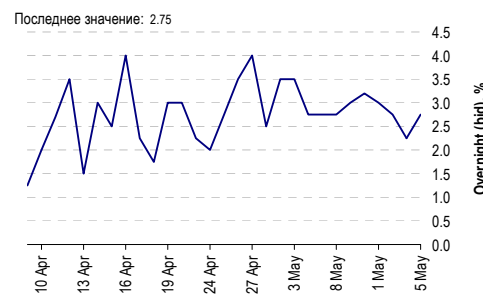
Вчера Банк России объявил об увеличении нормативов обязательных резервов с 3.5% до 4.0% по обязательствам банков перед физическими лицами в валюте РФ и до 4.5% – по остальным обязательствам. Новые нормативы вступят в силу с 1 июля 2007 года. Мы полагаем, что это изменение, хотя и несильно, но понизит конкурентоспособность банковского сектора и немного сократит темпы роста предложения денег.

Евгений Надоршин ☎ 208-20-18

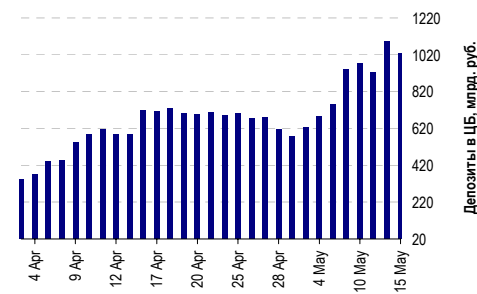
Газпром-5 Price



Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

Главе РуссНефти (NR) Гуцериеву предъявлено обвинение в незаконном предпринимательстве

Сегодня практически все деловые газеты сообщили о том, что вчера стало известно, что сотрудники следственного комитета при МВД России предъявили обвинения президенту ОАО «НК «РуссНефть» Михаилу Гуцериеву, а также еще трем топ-менеджерам этой компании и руководителям входящих в нее структур. Все им инкриминируется «незаконное предпринимательство, сопряженное с извлечением дохода в особо крупном размере». Само обвинение было предъявлено еще 4 мая с.г.

Для обвиняемых в качестве меры пресечения была выбрана подписка о невыезде.

КОММЕНТАРИЙ

Напомним, что конфликт вокруг РуссНефти продолжается около полугода. О реальных мотивах конфликта приходится только догадываться, версия об экономических злоупотреблениях со стороны представителей нефтекомпании занимает далеко не первые строки в списке версий. Проблемы у РуссНефти впервые появились в ноябре прошлого, когда ряду топ-менеджеров дочерних компаний РуссНефти были предъявлены обвинения в незаконном предпринимательстве, далее в ноябре прошли обыски в офисах РуссНефти, и на допрос был вызван Михаил Гуцериев. В последний раз конфликт получил публичную огласку в первой половине апреля, когда стало известно о проведенных ранее обысках в ряде банков, сотрудничающих с РуссНефтью.

Потенциальная сумма претензий к НК «РуссНефть» не разглашается и оценивается нами, по информации из СМИ, на уровне RUR7.7 млрд. Согласно нашим оценкам, данный объем претензий для компании с оборотом более US\$4 млрд. является несущественным.

На наш взгляд, наиболее «правдоподобной» версией атак правоохранительных органов является давление на собственников компании из-за неуступчивости на переговорах о продаже бизнеса (или его части) одной из госкомпаний.

Мы считаем, что негативный новостной фон по-прежнему будет основным фактором риска для держателей облигаций, и нынешняя информационная атака в СМИ может вызвать дальнейшее проседание котировок. До последнего времени облигации компании торговались на уровне порядка 85% от номинала, что составляет доходность к оферте в декабре 2008 г. более 20%. Мы считаем, что в случае дальнейшего снижения котировок выпуск может быть интересен участникам рынка, имеющим высокий аппетит к риску. Мы склонны считать, что ситуация вокруг РуссНефти будет развиваться по сценарию отличному от «юкосовского» (банкротство), и стороны конфликта смогут достичь компромисса.

Возможный рост котировок мы связываем либо с урегулированием налоговых и всех остальных претензий, либо с продажей компании более сильному инвестору (ранее в ряде СМИ появилась информация о возможной продаже компании либо Газпрому, либо Роснефти).

Алексей Демкин ☎ 208-20-38

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Южная генерирующая компания ТГК-8 (NR): комментарий к размещению

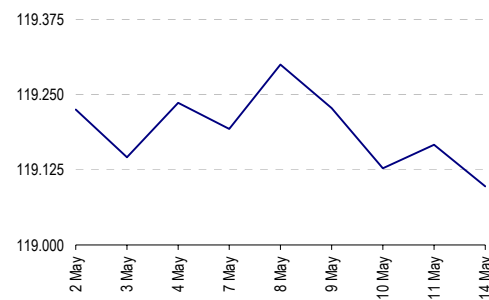
В четверг (17 мая) состоится размещение дебютного облигационного займа ЮГК ТГК-8, объемом RUR3.5 млрд., сроком обращения 5 лет и офертой через два года по номиналу.

Организатор ориентирует на уровень доходности к оферте УТР 8.10-8.25%, что соответствует купону в размере 7.95-8.10%.

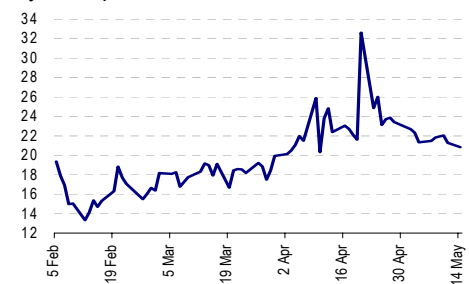
КОММЕНТАРИЙ

ОАО «ЮГК ТГК-8» является крупнейшей энергокомпанией Юга России. Ее суммарная установленная электрическая мощность составляет 3.6 ГВт, установленная тепловая мощность – 13,433 Гкал/ч. Компания охватывает 6 субъектов Российской Федерации: Астраханскую, Волгоградскую, Ростовскую области, Краснодарский и Ставропольский

Gazprom 13 Price



РуссНефть YTW





края и Республику Дагестан. Доля ТГК-8 на региональном рынке электроэнергетики составляет порядка 22.7%, на рынке тепла, в зависимости от региона, – варьируется от 28% до 98%. В структуре выручки реализация электроэнергии составляет 62%, реализация тепла – 34%.

В настоящий момент PAO EЭС принадлежит контрольный пакет акций компании (50.01%). Стратегическим акционером с долей 32% акций является компания ЗАО «Промрегион Холдинг» (является партнером НК «ЛУКОЙЛ» по проектам в области энергетики). На осень 2007 г. запланирована допэмиссия акций ТГК-8, в ходе которой на цели финансирования инвестпрограммы предполагается привлечь RUR21-24 млрд. Ожидается, что по итогам допэмиссии контроль над ТГК-8 перейдет ЗАО «Промрегион Холдинг»; доля PAO EЭС составит не менее 14.8%.

Увеличение присутствия сильного акционера в лице ЛУКОЙЛа мы рассматриваем как основной фактор, поддерживающий кредитное качество ТГК-8. В частности, мы считаем, что данное партнерство обеспечит ТГК-8 необходимыми ему поставками газа. В топливном балансе доля газа составляет 92%, доля мазута – 8%. В структуре генерирующих мощностей ТГК-8 преобладают тепловые станции (порядка 92%), на гидрогенерацию приходится 8% установленных электромощностей.

ТГК-8 начала осуществлять операционную деятельность с июля 2005 г., а реорганизация и присоединение генерирующих компаний состоялось только в июне 2006 г. Реформирование ТГК-8 будет завершено с присоединением ОАО «Кубанская генерирующая компания». В частности, ожидается, что к июню 2007 г. ОАО «ТГК-8» приобретет не менее 48% акций ОАО «Кубанская генерирующая компания».

Так как в течение 2005 г. и в 2006 г. компания находилась в процессе реорганизации, отчетность за эти периоды в полной мере не отражает реальные результаты деятельности компании. Тем не менее, исходя из имеющихся данных, мы оцениваем кредитное качество компании как слабое. По итогам 2006 г. выручка ТГК-8 составила RUR14.6 млрд. Низкий уровень показателя рентабельности по EBITDA (2.4% в 2006 г.), компания объясняет аномально холодной зимой 2005/2006 г., что повлекло за собой повышенное потребление газа и мазута. По итогам 2007 г. компания ожидает увидеть рост данного показателя до 5.4%.

Долговая нагрузка ТГК-8 находится на очень высоком уровне: показатель «Долг/EBITDA» по итогам 2006 г. составил 10.1x, показатель «Чистый долг/EBITDA» – 9.0x. С учетом облигационного займа компания прогнозирует, что по итогам 2007 г. долг составит RUR4.6 млрд., что, согласно нашей оценке, повлечет за собой снижение показателя «Долг/EBITDA» до 5.1x. Средства, вырученные от облигационного займа, компания планирует направить на рефинансирование (RUR1.5 млрд.) и развитие (RUR2 млрд.).

Инвестпрограмма ТГК-8 на период до 2010 г. запланирована на уровне RUR35 млрд. Основной объем инвестпрограммы компания планирует профинансировать за счет допэмиссии (RUR21-24 млрд.).

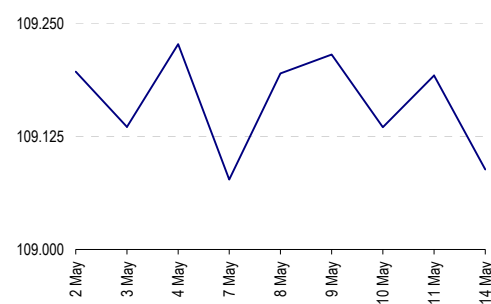
Таблица. Основные финансовые показатели

РСБУ, RUR млн	ТГК-8		ТГК-6	ТГК-1	Мосэнерго	
	2005	2006	2007 П	2006 О	2006 О	2006 МСФО
Выручка	4,505	14,556	16,630	16,115	20,439	67,243
EBITDA	н.д.	345	902	600	2,861	16,849
Чистая прибыль	4	41	139	-544	539	8,596
Совокупный долг	666	3,494	4,600	2,340	6,393	21,018
Собственный капитал	14	11,049				39,114
Всего активы	1,568	16,681		33,000		75,958
Показатели						
EBITDA margin (%)	н.д.	2.4%	5.4%	3.7%	14.0%	25.1%
EBITDA/проценты (x)	н.д.	2.2				32.0
Долг/EBITDA (x)	н.д.	10.1	5.1	3.9	2.2	1.2
Чистый долг/EBITDA (x)	н.д.	9.0		3.4		0.9
Долг/Собственный капитал (x)	48.5	0.3				0.5

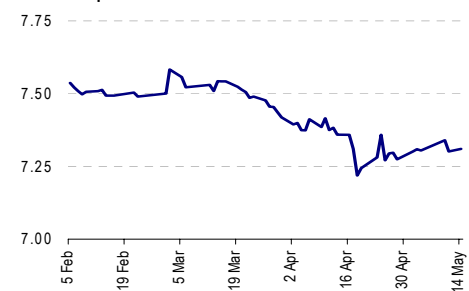
Источник: данные компаний, оценка ИБ «ТРАСТ»

По уровню выручки и установленных мощностей компания ТГК-8 больше всего сопоставима с ТГК-6: по итогам 2006 г. выручка ТГК-8 составила RUR14.6 млрд., выручка ТГК-6 – RUR16.1 млрд.; установленная мощность ТГК-8 равна 3.6 ГВт, ТГК-6 – 3.1 ГВт. Акционерную структуру ТГК-6 мы рассматриваем как более слабую (PAO EЭС – 61.75%, КЭС-Холдинг – около 20%).

Evraz 09 Price



Мосэнерго-2 YTW



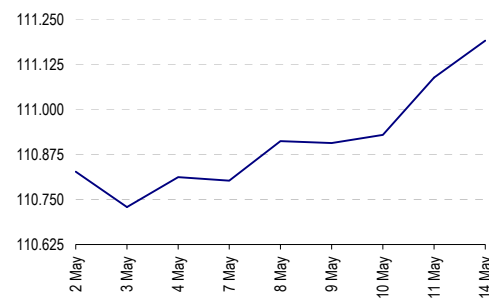


Тем не менее, из всех ТГК, присутствующих на рынке облигаций (ТГК-1, ТГК-6, Мосэнерго), финансовые показатели ТГК-8 являются одними из самых слабых. По итогам 2006 г. ТГК-8 обладал самыми худшими показателями долговой нагрузки и рентабельности. В то же время мы оцениваем перспективы развития ТГК-8 более предпочтительными по сравнению с ТГК-6.

Учитывая слабые финансовые показатели ТГК-8, мы считаем, что его дебютный выпуск должен предлагать незначительную премию на уровне не менее 25 бп к кривой доходности, образуемой ТГК-1 – ТГК-6, что соответствует верхней границе ориентира организатора. На сегодняшний день выпуск ТГК-6 обращается с доходностью к годовой оферте на уровне УТР 7.60%. Доходность ТГК-1 на текущий момент составляет УТР 7.85%. Доходность нового выпуска ТГК-8 мы оцениваем в 8.00%. В случае успешного проведения IPO и консолидации Кубанской генерирующей компании не исключен дополнительный рост котировок ТГК-8.

Алексей Демкин
Виктория Кибальченко
☎ 789-36-09

Severstal 14 Price



ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Ситроникс ((P)B3/NR/B-): финансовые результаты 2006 г. (US GAAP)

КОММЕНТАРИЙ

ОАО «Ситроникс» объединяет высокотехнологичные предприятия АФК «Система» (B3/BV-/B+), владеет рядом компаний на территории России, Украины, Чехии и Греции, работающих в сфере телекоммуникационных и информационных технологий, а также микроэлектроники. АФК «Система» контролирует 64.4% акций Ситроникс.

В 2006 г. Ситроникс вышел на рынки 35 новых стран, среди которых страны бывшего СССР, Египет, Иордания, ОАЭ, Турция, Польша и др. За счет расширения рынков сбыта, а также благодаря приобретению греческой телекоммуникационной компании Intracom Telescom выручка Ситроникс в отчетном периоде возросла на 68.7%, составив RUR1.6 млрд. Большая часть дохода группы в 2006 г. пришлось на долю телекоммуникационного сегмента (US\$0.7 млрд. или 44% совокупной выручки).

Благодаря консолидации Intracom Telescom выручка Ситроникс выросла на 68.7% до US\$1.6 млрд., в то же время операционная рентабельность компании снизилась. В 2006 г. показатель «EBITDA margin» составил 11.4% (против 16.2% в 2005 г.). Показатель «EBITDA» вырос всего на 18.5% или до US\$184 млн.

В 2006 г. объем долга увеличился в 4.5 раза – со US\$118 млн. до US\$536 млн. по причине привлечения кредита на покупку Intracom Telescom в размере US\$218 млн., а также за счет размещения еврооблигаций на сумму US\$200 млн. По итогам 2006 г. показатель долговой нагрузки «Долг/EBITDA» возрос до 2.9х, «Чистый долг/EBITDA» - до 2.4х.

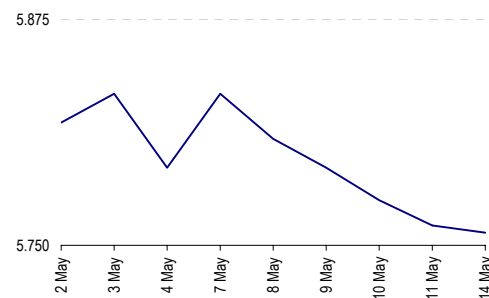
Величина капитальных вложений в 2006 г. составила US\$87.8 млн. (+85% к уровню 2005 г.). В 2007 г. объем инвестиций практически удвоится – до US\$150 млн. и будет финансироваться за счет средств, привлеченных в ходе IPO.

Таблица. Основные финансовые показатели ОАО «Ситроникс»

US GAAP (US\$, млн.)	2004	2005	2006	Изменение
Выручка	488	955	1 611	68.7%
EBITDA	46	155	184	18.5%
Чистая прибыль	19	70	61	-12.4%
Активы	304	568	1 647	190.0%
Собственный капитал	70	169	625	269.8%
Совокупный долг	87	118	536	354.1%
Чистый долг	48	24	446	1758.4%
EBITDA / Выручка	9.4%	16.2%	11.4%	
Долг / EBITDA	1.9	0.8	2.9	
Чистый долг / EBITDA	1.0	0.2	2.4	
EBITDA / Проценты	6.5	15.2	5.7	
Долг / Собст. капитал	1.2	0.7	0.9	

Источник: данные компании, ТРАСТ

ALROSA 08 YTM





В прошлом году компания провела два дополнительных размещения акций в пользу действующих акционеров на общую сумму US\$287 млн., что привело к росту собственного капитала компании. В феврале 2007 г. Ситроникс провел IPO, в ходе которого было привлечено US\$356 млн., часть из которых будет направлена на финансирование инвестиционной программы.

Компания не намерена осуществлять выплаты дивидендов до 2009 г. включительно.

Мы по-прежнему считаем выпуск **Sitronics 09** (YTM 7.00%) привлекательным для покупки. Помимо успешно проведенного IPO благоприятное влияние на кредитное качество компании оказывает наличие сильного акционера в лице АФК «Система». Дополнительный комфорт держателям облигаций компании «Ситроникс» предоставляют условия выпуска **Sistema 11** (YTM 6.91%), в соответствии с которыми между Системой и principal subsidiaries, к которым относится Ситроникс, существует кросс-дефолт.

В настоящее время выпуск **Sitronics 09** предлагает премию порядка 55-60 бп к кривой доходности Системы, которая близка к историческим минимумам, достигнутым накануне IPO. На наш взгляд, справедливая премия не должна превышать 40 бп.

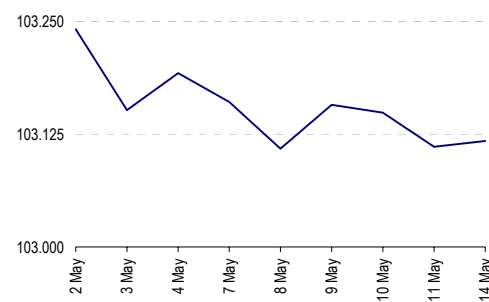
Алексей Демкин

☎ 208-20-38

Екатерина Семенова

☎ 208-22-78

NorNickel 09 Price



Сэтл Групп (NR): комментарий к размещению

На 22 мая запланировано размещение облигаций ООО «Сэтл Групп» объемом RUR1.0 млрд. сроком на 5 лет. По выпуску предусмотрена оферта через год по цене 101% от номинала.

Поручителями по займу выступают предприятия группы – ООО «Сэтл Сити», ООО «Центр развития проектов «Петербургская недвижимость» и ООО «Пальмира».

Средства, привлеченные в ходе размещения облигаций, будут направлены на развитие адресной программы (40%) и рефинансирование кредитного портфеля (60%).

Ориентир организатора по доходности – YTP 13.40-13.60%.

КОММЕНТАРИЙ

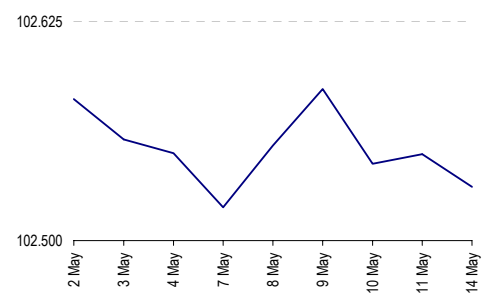
Специализация Сэтл Групп – строительство, девелопмент, поставки строительных материалов и управление объектами недвижимости на территории Санкт-Петербурга. Кроме того, компания осуществляет строительство загородной недвижимости в курортных районах Финляндии. Большая часть инвестиционного портфеля эмитента приходится на жилую недвижимость бизнес-класса (35%) и коммерческую недвижимость (37%). По итогам 2006 г. доля Сэтл Групп на строительном рынке Санкт-Петербурга составила порядка 1.6%. Конечные собственники бизнеса – топ-менеджеры: Максим Шубарев (60%), Ян Изак (20%) и Вячеслав Семененко (20%).

Таблица. Основные финансовые показатели Сэтл Групп

RUR млн., МСФО	2005	2006 O	2007 П
Выручка	2 358	2 309	3 241
ЕБИТДА	348	385	618
Чистая прибыль	162	217	427
Проценты	-49	-41	-31
Долг	582	1 435	2 420
Чистый долг	468	1 351	2 348
Собственный капитал	876	897	963
Всего активы	3 752	4 262	6 369
ЕБИТДА margin (%)	14.8%	16.7%	19.1%
Долг/ЕБИТДА (x)	1.7	3.7	3.9
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.3	3.5	3.8
ЕБИТДА / Проценты (x)	7.1	9.4	19.8
Долг / Собственный капитал (x)	0.7	1.6	2.5

Источник: данные компании, ТРАСТ

ММК 08 Price





Сэтл Групп является одной из немногих прозрачных для инвесторов строительных компаний, представленных на долговом рынке. Группа обладает холдинговой структурой и с 2005 г. готовит консолидированную отчетность по МСФО, аудированную KPMG. В конце 2007 г. эмитент рассчитывает получить рейтинг от Moody's. К преимуществам компании мы также относим диверсификацию портфеля недвижимости и деятельность на рынке Санкт-Петербурга, который характеризуется меньшей степенью концентрации участников и более либеральными, по сравнению с Москвой, требованиями городских властей по отношению к строительным компаниям. Отметим также, что поручители по облигационному займу – ООО «Сэтл Сити», ООО «Центр развития проектов «Петербургская недвижимость» – генерируют порядка 80% консолидированной выручки группы (ООО «Пальмира» в отчетности не консолидируется).

Недостатками компании, на наш взгляд, являются небольшие масштабы бизнеса и сравнительно высокая долговая нагрузка.

По оценкам компании, консолидированная выручка в 2006 г. составила RUR2.3 млрд. Обратим внимание, что в соответствии с учетной политикой Сэтл Групп доходы от реализации недвижимости учитываются в составе выручки только после сдачи объектов Госкомиссии.

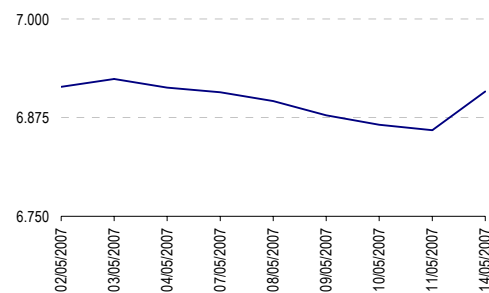
Рентабельность по EBITDA в 2006 г. составила 16.7%, а долговая нагрузка (Долг/EBITDA) находилась на уровне 3.7x. По прогнозам эмитента, в период до 2008 г. соотношение «Долг/EBITDA» не превысит 5.0x, а после 2008 г. – снизится до 3.0x.

В настоящее время на рынке представлены долги петербургских девелоперов «Адамант» и «ЛенСпецСМУ». Компания «Адамант» специализируется на девелопменте коммерческой недвижимости и характеризуется более низким уровнем прозрачности по сравнению с эмитентом. ЛенСпецСМУ же, как и Сэтл Групп, обладает холдинговой структурой собственности и раскрывает консолидированную отчетность по МСФО. Оба предприятия характеризуются умеренно высокой долговой нагрузкой, однако масштабы бизнеса ЛенСпецСМУ существенно больше, чем у Сэтл Групп (10.1% и 1.6% петербургского рынка недвижимости по итогам 2006 г. соответственно).

Предлагаемый организатором ориентир доходности выпуска на уровне YTP 13.40-13.60% предлагает премию порядка 320-340 бп к облигациям ЦУН-1 (YTP 10.20%) и выглядит, на наш взгляд, привлекательно.

Екатерина Семенова
☎ 208-22-78

Sistema 11 YTM





Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения / оферты	УТМ / УТР, %
Интурист, ВАО, 1	1 000	9.00	3	9.20
КД Авиа Финанс	1 000	13.00	3 / 1.5	NA / 13.43
Ленэнерго, 3	3 000	8.02	5	8.18
ЮЛК Финанс, 1	1 000	14.00	3 / 2	NA / 14.76
Мос. Обл., 7	16 000	8.00	7	8.16
Томск Инвест, 1	500	12.50	3 / 1.5	NA / 13.10
Связь Банк, 1	2 000	8.90	4 / 2	NA / 9.20
ПИВДОМ, 1	1 000	13.00	3 / 1.5	NA / 13.43
ОГК 6, 1	5 000	7.55	5 / 3	NA / 7.69
Якутия, 35002	2 500	7.80	7	7.74

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 мая	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
21 мая	НДС
25 мая	Акцизы, НДС
28 мая	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения / оферты
15 Май 07	Сибкадемстрой, 1	500	TBD	2 / 1
15 Май 07	Полесье, 1	500	TBD	3 / 1
16 Май 07	Русфинанс Банк, 3	4 000	TBD	2
17 Май 07	Челябэнерго, 1	600	TBD	3 / 1.5
17 Май 07	ЮГК ТГК 8, 1	3 500	TBD	5 / 2
17 Май 07	Мособлгаз, 1	2 500	TBD	4 / 1.5
22 Май 07	Сэтл Груп, 1	1 000	TBD	5 / 1
23 Май 07	Объединенные кондитеры, 1	3 000	TBD	5 / 3
30 Май 07	БЖФ, 2	1 350	TBD	1

Купоны, оферты и погашения

Дата	Выпуск	Событие	Сумма	Ставка
15 Май	Краснод.Кр.	6 купон	49.86	10.00%
15 Май	Краснод.Кр.	Погашение	1 000.00	100.00%
15 Май	Рус.Прод. 4	8 купон	15.30	13.95%
15 Май	Рус.Прод. 4	Погашение	440.00	100.00%
15 Май	СалаватНОС 2	5 купон	149.58	10.00%
15 Май	ХКФ Банк 2	4 купон	127.14	8.50%
16 Май	ЕБРР	8 купон	58.20	4.67%
16 Май	Нидан 2	4 купон	53.85	10.80%
16 Май	Нидан 2	Погашение	1 000.00	100.00%
16 Май	Нидан 2	Погашение	1 000.00	100.00%
16 Май	ОФЗ 28004	9 купон	-	10.00%
16 Май	ОФЗ 46017	9 купон	889.98	8.50%
16 Май	Пятерочка	4 купон	85.64	11.45%
17 Май	Амтел	7 купон	74.80	12.50%
17 Май	Балтимор 3	4 купон	46.47	11.65%
17 Май	Москва 43	11 купон	121.90	10.00%
17 Май	Спурт	10 купон	13.75	11.03%
17 Май	Якутия 6	8 купон	49.86	10.00%
20 Май	Москва 31	15 купон	121.90	10.00%
20 Май	Москва 31	Погашение	5 000.00	100.00%
20 Май	РусАл Фин. 2	8 купон	198.35	8.00%
20 Май	РусАл Фин. 2	Погашение	5 000.00	100.00%
21 Май	НСММЗ	4 купон	60.33	12.10%
22 Май	АЦБК 2	8 купон	14.71	11.80%
22 Май	Балтика	6 купон	43.63	8.75%
22 Май	ЛУКОЙЛ 2	5 купон	216.90	7.25%
22 Май	ПИК 5	8 купон	36.30	13.00%
22 Май	ПИК 5	Оферта	1 120.00	100.00%
22 Май	ПИК 5	Оферта	1 120.00	100.00%
22 Май	ПИК 5	8 купон	36.30	13.00%
22 Май	ПИК 5	Оферта	1 120.00	100.00%
22 Май	Элемтэ	9 купон	6.73	13.50%
22 Май	Элемтэ	9 купон	6.73	13.50%
22 Май	Элемтэ	9 купон	6.73	13.50%
23 Май	КОМИ 7	5 купон	49.59	10.00%
23 Май	КОМИ 7	5 купон	49.59	10.00%
23 Май	КОМИ 7	5 купон	49.59	10.00%

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



ДИРЕКЦИЯ ПРОДУКТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Директора

Пиотр Пьеха +7 (495) 647-25-95
Майкл Воркман +7 (495) 207-75-28

Департамент исследований долговых рынков

Телефон +7 (495) 208-22-78
Факс +7 (495) 647-23-85
E-mail research.debtmarkets@trust.ru

Группа кредитного анализа +7 (495) 208-20-38

Алексей Дёмкин
Леонид Игнатьев
Виктория Кибальченко
Екатерина Семенова

Группа стратегического анализа +7 (495) 208-20-24

Павел Пикулев
Александр Щуриков
Марина Власенко

Группа количественного анализа и разработки продуктов

Тимур Семенов
Арсений Куканов

Макроэкономика +7 (495) 208-20-18

Евгений Надоршин

Выпускающая группа +7 (495) 208-20-59

Татьяна Андриевская
Стивен Коллинз
Камилла Шарафутдинова

Департамент торговли

Телефон +7 (495) 647-25-95
Факс +7 (495) 647-28-77
E-mail sales@trust.ru

Петр Тер-Аванесян
Дмитрий Игумнов

Андрей Лифшиц +7 (495) 647-25-92

Евгений Гарипов
Роман Приходько +7 (495) 789-99-06
Андрей Шуринов +7 (495) 647-25-97
Андрей Миронов +7 (495) 647-25-97

Департамент клиентской торговли

Валентина Сухорукова +7 (495) 647-25-90
Наталия Шейко +7 (495) 647-28-39
Илья Бучковский +7 (495) 540-95-78
Джузеппе Чикателли +7 (495) 647-25-74
Себастьян де Толмес де Принсак
Юлия Тонконогова

Департамент РЕПО и производных инструментов

Наталия Храброва +7 (495) 789-36-14
Барвара Пономарёва +7 (495) 789-98-29

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: <http://www.trust.ru>

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений АКБ «ТРАСТ» («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанных с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранцы инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентом Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентом Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.