

Рублевые корпоративные облигации

20 декабря 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- AiRUnion RRJ: комментарий к размещению » *стр. 2*
- Интегра: потенциал для закрепления успехов » *стр. 4*

Индикаторы

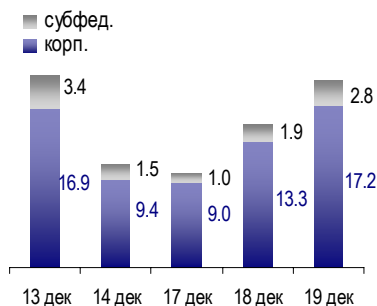
Долларов США за Евро	1.4377	- 0.2 %
Рублей за доллар США	24.7275	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 91.80	+ 1.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.51%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.55%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	153	+ 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	686.5	+ 61.1
Остатки на д/с, млрд руб.	166.4	- 0.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 12.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск Провиант Финанс-1 (1 млрд руб.) размещен под 13.95% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

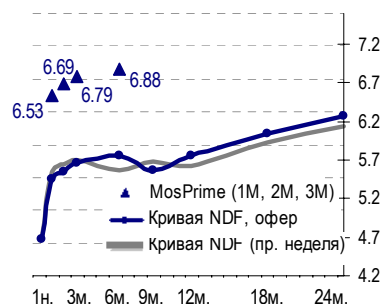


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

20 дек	Размещение ЭйрЮнион Эр Эр Джи-1 (2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Аукцион ОБР-4 (100 млрд руб., погашение 16 июня 2008)
	Уплата НДС
25 дек	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
28 дек	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	99.80	+ 90	2.8	8.16%
ГидроОГК-1	102.35	+ 15	3.0	7.46%
Мосэнерго-1	100.05	+ 15	1.6	*7.64%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Карусель-1	99.50	+ 35	0.7	*10.69%
Кокс-1	99.05	+ 25	1.4	9.84%
ХКФБ-2	96.40	+ 20	1.3	*12.48%

Лидеры падения

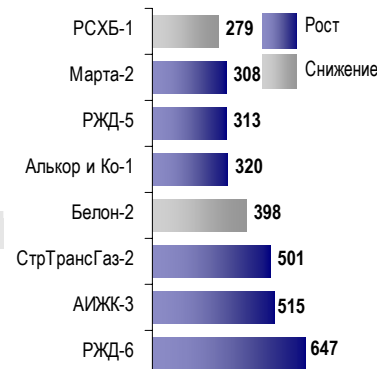
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-2	98.65	- 23	2.3	8.47%
Мосэнерго-2	99.71	- 19	3.6	*7.88%
ОГК-5	99.00	- 5	1.7	*8.27%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	96.00	- 80	5.6	9.47%
ВолгаТел-4	99.90	- 60	1.6	*8.30%
Зенит-2	98.55	- 35	1.1	9.95%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

AiRUnion RRJ: комментарий к размещению

Ориентир по ставке купона 1-го выпуска ЭйрЮнион Эр Эр Джи: 13-14%

Сегодня начнется размещение 1-го выпуска ЭйрЮнион Эр Эр Джи (2 млрд руб., оферта через 1.5 года). Поручительство по выпуску предоставлено Авиакомпанией Красэйр, которая входит в число 5 крупнейших российских авиаперевозчиков. Мы отмечаем сравнительно высокую долговую нагрузку компании, при этом финансовые расходы Красэйра и других участников альянса ЭйрЮнион будут увеличиваться в связи с обновлением авиапарка.

Доходность выпуска, рассчитанная исходя из такой ставки купона – ниже доходности первого выпуска ЭйрЮнион, имеющего похожую структуру и сравнимого по дюрации

На рынке представлен выпуск ЭйрЮнион-1 (1.5 млрд руб., дюрация 1.4 года), поручителем по которому также выступает Красэйр. Облигации ЭйрЮнион в настоящий момент торгуются с доходностью 15.30% годовых, при этом организаторы займа ЭйрЮнион Эр Эр Джи-1 ориентируют рынок на ставку купона 13-14%. Мы сдержанно оцениваем кредитное качество Красэйра и считаем, что текущий уровень доходности выпуска ЭйрЮнион-1 в большей степени соответствует риску компании. Поэтому мы считаем, что заявленный диапазон не является привлекательным для участия в аукционе.

Красэйр – основной участник альянса ЭйрЮнион

Красэйр является основным авиаперевозчиком альянса ЭйрЮнион, в состав которого также входят Домодедовские Авиалинии, Самара, Омскавиа и Сибавиатранс: все компании имеют общих частных акционеров. ЭйрЮнион занимает 3-е место после Аэрофлота и S7 Airlines по объему пассажирских авиаперевозок. Маршрутная сеть альянса представлена главным образом внутренними рейсами (около 70% перевозок), основная часть международных рейсов – чартеры. Авиапарк ЭйрЮниона состоит из 72 ВС, в том числе 14 лайнеров Boeing и 9 новых самолетов российского производства (Ту-204/214, Ил-96).

Создание альянса ЭйрЮнион в 2004 году было связано с необходимостью координации деятельности авиакомпаний, совладельцами которых стали частные акционеры Красэйра. Суммарный объем пассажирских перевозок участников альянса практически не изменился к 2006 году, в то время как рынок вырос на 13%. Однако компаниям удалось существенно повысить операционную эффективность за счет оптимизации расписания и маршрутной сети. По данным менеджмента, альянсу удалось существенно увеличить среднегодовую загрузку рейсов (до 74%), что превышает среднее по отрасли значение – 69%.

Консолидация компаний альянса начнется в 2008 году

Дальнейшее развитие альянса ЭйрЮнион связано с объединением его участников в рамках единой авиакомпании, в апреле 2007 г. был подписан соответствующий Указ Президента. Сегодня в прессе сообщается о назначении учредительного собрания ОАО «ЭйрЮнион» в январе 2008 г., таким образом можно ожидать консолидации пяти перевозчиков в обозримом будущем. Создание крупной авиакомпании приведет к объединению воздушного парка и маршрутной сети участников альянса, в результате чего появятся дополнительные возможности для повышения эффективности. Тем не менее, корпоративные процедуры и получение разрешительной документации потребуют значительного времени, поэтому мы не ожидаем существенного эффекта на операционные результаты от слияния в ближайшие 1-2 года.

Главная проблема перевозчиков – устаревший авиапарк, расходы на его обновление будут сдерживать рост финансовых показателей

Одной из основных проблем ЭйрЮниона, как и большинства российских авиакомпаний, является устаревший воздушный парк. Эксплуатация неэффективной техники приводит к снижению рентабельности перевозок из-за роста цен на авиакеросин, а также ограничивает географию использования самолетов в связи с общей тенденцией ужесточения экологических требований. В течение года альянс планирует вывести из эксплуатации 4 самолета Ил-86 и заменить их лайнерами Boeing, кроме того, в 2009 году начнется поставка 15 региональных SSJ. В целом, масштабы программы обновления авиапарка ЭйрЮнион не предполагают его существенного расширения, поэтому мы не видим оснований для заметного роста операционных показателей альянса в среднесрочной перспективе. При этом мы отмечаем, что приобретение новых судов в лизинг приведет к увеличению процентных расходов.

Финансовые результаты Красэйра и альянса ЭйрЮнион (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
ЭйрЮнион 2006*	22 797	1 452	6.4%	8 207	5.7	1.8
Красэйр 9М2007 РСБУ	10 715	1 207	11.3%	6 523	4.1	2.1

* – управленческая отчетность альянса ЭйрЮнион

Долговая нагрузка по консолидированным данным 2006 года – 5.7x Долг/ЕБИТДА

Финансовый профиль альянса ЭйрЮнион характеризуется достаточно высокой долговой нагрузкой: консолидированный показатель Долг/ЕБИТДА составил 5.7x по итогам 2006 года, при этом показатель ЕБИТДА превысил процентные расходы лишь в 1.8 раза. По нашему мнению, приобретение в лизинг новых самолетов приведет к дальнейшему росту финансовых расходов компании. При этом возможности альянса по увеличению операционной прибыли в среднесрочной перспективе будут сдерживаться дефицитом эффективной техники.

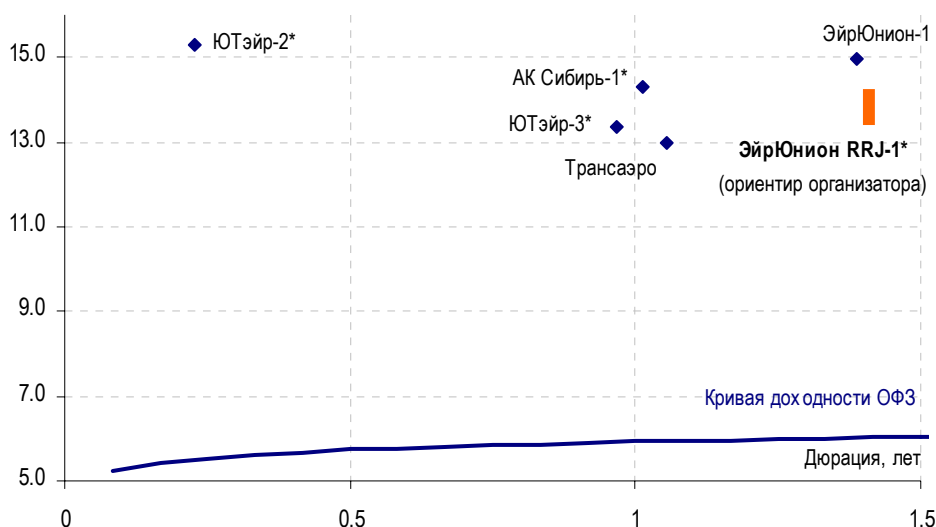
Спорные ситуации в отношениях с кредиторами ослабляют кредитный профиль

Мы также отмечаем значительный объем кредиторской задолженности поручителя (6.9 млрд руб.). Ранее в прессе сообщалось о судебных исках к Красэйру со стороны кредиторов компании на 1 млрд руб. Кроме того, в октябре компания разместила выпуск CLN на 3 млрд руб., одной из целей которого являлось погашение задолженности перед поставщиками. На наш взгляд, наличие споров с кредиторами может стать косвенной причиной разрастания долга, и соответственно, ослабления кредитного профиля компании.

Структура нового выпуска облигаций фактически подразумевает прямой кредитный риск Красэйра, основного держателя имущества альянса (в т.ч. парка самолетов). Выручка Красэйра (12.8 млрд руб за 2006 год по РСБУ) формирует около 56% от совокупной выручки группы. Вполне логично, что Красэйр также берет на себя большую часть долговых обязательств для финансирования деятельности альянса. Мы ожидаем повышения финансовой прозрачности группы после завершения консолидации компаний.

Предлагаемый уровень доходности представляется несколько заниженным

В настоящее время на рынке представлен выпуск ЭйрЮнион-1, который также обеспечен только поручительством Авиакомпании Красэйр. На наш взгляд, текущий уровень доходности этого выпуска (около 15% УТР, дюрация 1.39) соответствует кредитному профилю компании в большей степени, чем заявленный организаторами ориентир по ставке купона выпуска ЭйрЮнион Эр Эр Джи (13-14%) при сравнимой дюрации.

Доходность облигаций на 19 декабря

Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Интегра: потенциал для закрепления успехов

Предварительные результаты Интегры за 9 месяцев не разочаровали

Вчера нефтесервисная группа Интегра раскрыла обновленные операционные результаты, а также отдельные финансовые показатели за 9 месяцев 2007 года. Результаты подтверждают основные тенденции 1-го полугодия, прежде всего, стремительный рост выручки и операционной прибыли как за счет органического развития, так и за счет приобретений. Компании пока не удалось повысить рентабельность, однако в целом мы позитивно оцениваем финансовый профиль Интегры. На наш взгляд, в сегменте корпоративных бумаг с доходностью выше 11% второй выпуск Интегры выглядит сейчас одним из наиболее привлекательных с точки зрения риск/доходность.

Основные финансовые показатели Интегры по МСФО за 9М2007:

- Выручка: \$803 млн (\$325 млн за 9М2006);
- EBITDA \$130 млн, маржа EBITDA: 16.1% (16.8% по итогам 9М2006);
- Долг/EBITDA: около 1.3x

Рост выручки связан прежде всего со стабильно высоким спросом на буровые и сейсмические мощности, интегрированное управление проектами и ряд технологических сервисов. Каждый из трех основных сегментов бизнеса Интегра показал как минимум удвоение выручки.

Контракт с Газпромом позволяет рассчитывать на улучшение показателей машиностроительного дивизиона

В относительном выражении наиболее впечатляюще выглядят результаты машиностроительного дивизиона, выручка которого увеличилась на 211% по сравнению с 9М2006 (с \$66 млн до \$206 млн) благодаря крупным контрактам с дочками Газпрома и Роснефти. Более половины выручки сегмента пришлось на 3-й квартал, после полномасштабного начала работ по контракту с Газпромом. Однако рентабельность машиностроительного сегмента по-прежнему ниже, чем в других дивизионах (16.4% против 27.9% в сегменте сейсмоки и геофизики и 21% в сегменте бурения, ремонта скважин и технологических сервисов), что объясняется высокой долей аутсорсинга.

Последний квартал должен стать самым успешным

Невысокая маржа в машиностроительном сегменте и реструктуризация бурового направления привели к незначительному снижению консолидированной маржи EBITDA группы. Тем не менее, мы полагаем, что в 4-м квартале Интегра имеет хорошие шансы повысить рентабельность и еще более существенно нарастить выручку, поскольку значительная доля контрактов «закрывается» в последние 3 месяца.

Вновь отмечаем позитивную динамику портфеля заказов

Компания рассчитывает на хорошую динамику и в следующем году. Период заключения контрактов на 2008 год стартовал: по состоянию на середину декабря группа подписала контракты на сумму около \$416 млн (на 2007-й – более \$1 млрд). Общий портфель заказов на 2008 год уже сейчас составляет \$963 млн, включая выигранные тендеры на \$547 млн, по которым контракты пока не подписаны.

Важный фактор кредитного профиля – сделки M&A

Мы отмечаем, что рост EBITDA группы за 9М2007 (+\$75млн) на 49% сформирован за счет M&A. По прогнозу менеджмента приобретение компании «Обьнефтеремонт» принесет Интегре около \$9 млн EBITDA за 2008 год, «Геотехсистем» - более \$2 млн. Компания рассматривает новые объекты для поглощений, в т.ч. в Казахстане, поэтому M&A-активность, по нашему мнению, останется в среднесрочной перспективе ключевым фактором кредитного профиля группы.

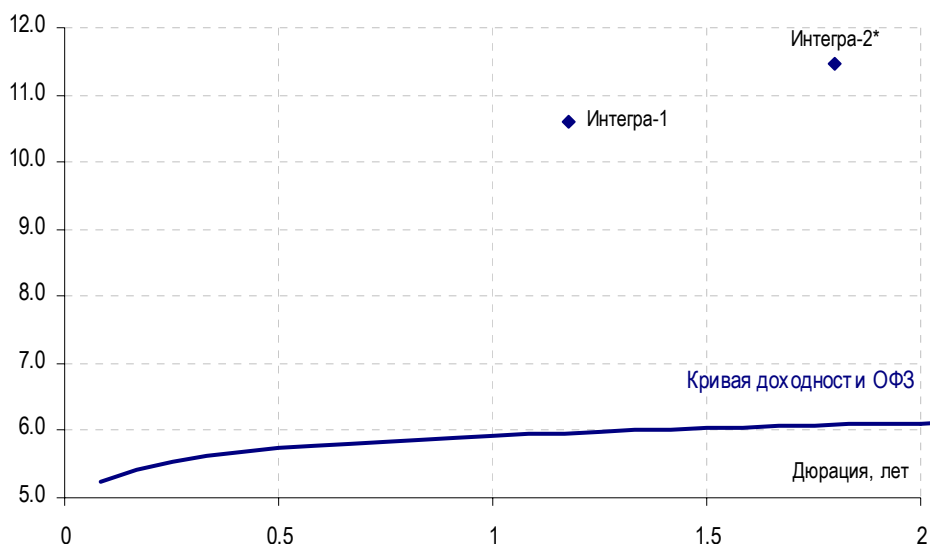
Долговая нагрузка остается на приемлемом уровне после IPO

Капитальные затраты Интегры за 9 месяцев составили \$115 млн, однако мы полагаем, что по итогам 2007 года объем капвложений может увеличиться примерно до \$200 млн. По нашим оценкам, значительная часть капзатрат может быть покрыта за счет аккумулированных денежных средств и операционного денежного потока. По нашим оценкам, показатель Долг/EBITDA на конец 2007 года не превысит 1.5-2.0x (около 1.3x по итогам 9М2007), что является приемлемым уровнем для компании, находящейся в активной инвестиционной фазе. Однако долговая нагрузка, вероятнее всего, заметно вырастет в 2008 году, и ее уровень будет во многом определяться затратами на дальнейшую экспансию.

**Облигации Интегры
интересны с
доходностью выше 11%**

Доходность более короткого 1-го выпуска облигаций Интегры (дюрация 1.2 года) опустилась за последние недели ниже 11%. Выпуск торгуется выше номинала, и потенциал роста цены, на наш взгляд, практически исчерпан. Поэтому больший интерес в настоящее время представляет 2-й выпуск (цена 99.20-99.50%, дюрация 1.8). Мы считаем, что среди корпоративных бумаг со сравнимым уровнем доходности, облигации 2-го выпуска Интегры по фундаментальным характеристикам выглядят достаточно привлекательно.

Доходность облигаций Интегры на 19 декабря



Источник: ММБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.