Рублевые корпоративные облигации

17 июля 2007 г. **Ежедневное обозрение**

ГЛАВНОЕ

- ТГК-4: увеличение инвестпрограммы – это нестрашно » *стр. 3*
- Пермские моторы: новый купон » *стр. 4*
- Магнит: результаты за 1 полугодие » *стр. 5*
- Moody's повысило рейтинг Вимм-Билль-Данна с B1 до Ba3 (Stable), также присвоило ФК Еврокоммерц рейтинг B2 (Stable)

Индикаторы

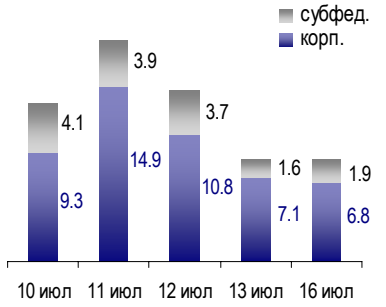
Долларов США за Евро	1.3770	– 0.1 %
Рублей за доллар США	25.4684	– 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	$ 79.21	– 0.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.30%	– 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.06%	– 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	101	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	443.4	– 8.2
Остатки на д/с, млрд руб.	689.1	– 17.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 54.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СЕГОДНЯ

- Размещение МИЭЛЬ-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

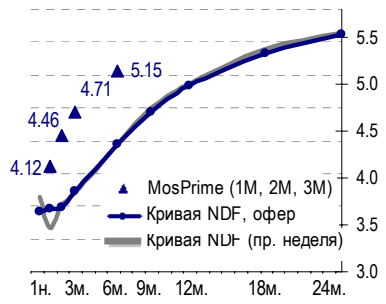


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

18 июл	Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (11 млрд руб., дюрация 4.3 года)
19 июл	Размещение Моторостроитель-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение ЛСР-Инвест-2 (3 млрд руб., 2-летняя оферта)
	Размещение Банк Россия-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
20 июл	Размещение Стройтрансгаз-2 (5 млрд руб., 5 лет)
	Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	104.50	+ 33	3.5	6.90%
РСХБ-2	103.20	+ 10	3.1	7.01%
ФСК-2	104.50	+ 8	2.7	6.65%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СибирьТел-6	101.33	+ 23	1.1	*6.75%
ВБД-2	104.50	+ 18	3.0	7.62%
МОЭСК-1	101.60	+ 15	3.5	7.73%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	103.90	– 15	4.8	*7.00%
Газпром-9	103.01	– 9	5.2	6.77%
ФСК-5	101.57	– 3	2.2	6.58%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
КамАЗ-2	100.55	– 16	1.1	*8.09%
Иркут-3	104.40	– 10	2.8	7.29%
Ленэнерго-3	100.75	– 10	4.0	7.98%

**к оферте*

Лидеры по оборотам

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

Raiffeisen BANK

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спрэда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	101.00	100.50	7.07	1.58	148	180	⇔
ТМК-3	05/09	Держать	100.80	100.70	6.65	0.58	159	180	⇔
ОМК	10/04	Держать	101.65	101.90	7.41	0.89	212	180	⇔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.10	102.20	7.23	0.90	194	180	⇔
Белон: *«фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х*									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.25	8.87	1.76	322	350	↑ 30
МОЭСК: *«фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180 б.п. к ОФЗ*									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.65	101.35	7.72	3.52	171	180	↑ 10
Башкирэнерго: *привлекательная премия к генерирующим компаниям*									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.88	1.58	229	210-230	⇔
Сибур: *премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.*									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.40	7.52	2.13	177	140	↓ 35
УРСА Банк: *не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента*									
Сибакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.60	1.76	296	-	↑
Сибакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.10	-	8.77	3.52	276	-	↑
ЮТК: *несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.*									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.45	103.30-103.60	7.31	1.54	174	230-250	↑ 55-75
Уралэлектромедь: *фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности*									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.25-100.50	8.10	2.35	230	240-250	↑ 10-20
Интегра: *общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.*									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.60	103.20-103.50	8.98	1.54	340	280-300	↓ 40-60
Интегра-2	19/06	Покупать	103.45	104.50-104.90	9.25	2.15	350	280-300	↓ 50-70
ОГК-5: *«фиксировать прибыль», бумага сильно переоценена относительно других ОГК*									
ОГК-5	06/07	Фиксировать прибыль	100.65	100.40	7.30	2.04	158	170	↑ 10
ОГК-6: *бумага оценена адекватно, но премия остается привлекательной*									
ОГК-6	06/07	Купить и держать	100.15	-	7.62	2.51	179	170	↓
ТГК-1: *«покупать» на ожиданиях о результатах допэмиссии*									
ТГК-1	06/07	Покупать	100.50	-	7.67	2.40	187	180	↓
ТГК-10: *недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК*									
ТГК-10	06/07	Покупать	100.25	100.45	7.59	1.82	193	180	↓ 15
ТГК-4: *недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК*									
ТГК-4	06/07	Покупать	100.25	100.40	7.59	1.78	194	185	↓ 10

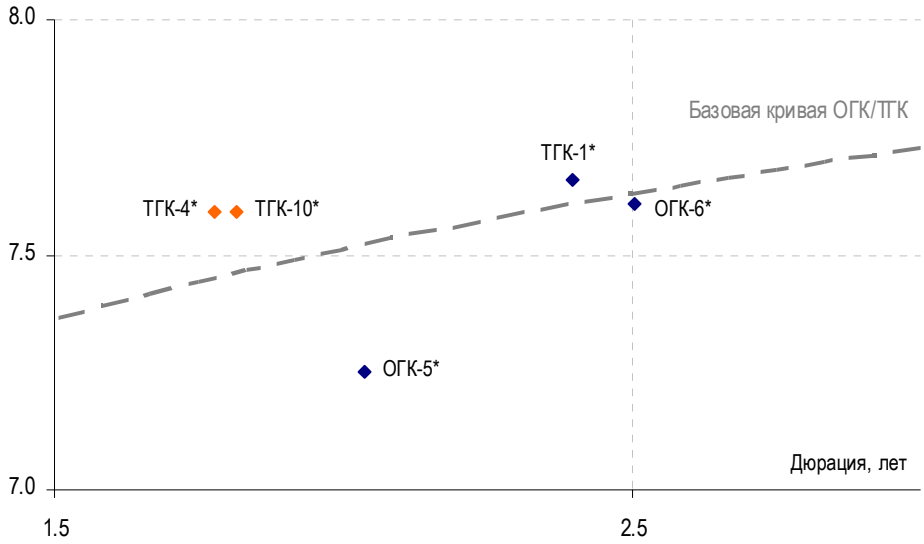
ТГК-4: увеличение инвестпрограммы – это нестрашно

ТГК-4 увеличивает инвестпрограмму на 17 млрд руб. Это вызовет увеличение долга, но кредитное качество компании сильно не пострадает.

Вчера представители РАО ЕЭС сообщили о том, что размер инвестпрограммы ТГК-4 существенно изменяется в большую сторону. При этом также планируется увеличить объем допэмиссии акций компании более чем на 40% (с 12 до 17 млрд руб). Мы отмечаем, что предполагаемое увеличение инвестпрограммы приведет к росту долговой нагрузки, однако не считаем это событие критичным с точки зрения кредитного качества компании.

По нашему мнению, спрэды облигаций компании все еще имеют потенциал сужения, поэтому мы сохраняем рекомендацию «покупать» по бумагам ТГК-4.

Доходность облигаций на 16 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Ленты новостных агентств сообщили об увеличении инвестпрограммы вдвое. На самом деле, реальный рост инвестиций будет не столь существенным: к плану по капитальным вложениям добавляются затраты на сумму 17 млрд руб. Соответственно, размер инвестиций на период до 2010 г. должен составить не 45 млрд, а 62 млрд руб. (+40%).

Основная причина увеличения инвестиций: рост топливной эффективности новых блоков

По комментариям руководства ТГК-4, увеличение инвестиционных планов связано с пересмотром технических характеристик строящихся новых блоков в сторону увеличения их мощности и топливной эффективности. Напомним, что в основе инвестпрограммы ТГК-4 лежала замена оборудования на старых станциях на новые ПГУ, что должно было существенно уменьшить расход топлива на выработку энергии.

В сообщениях новостных агентств со ссылкой на неназванные источники также приводятся предположения о том, что в рамках увеличения инвестпрограммы предусмотрено строительство энергоблоков, которые первоначально не были включены в планы компании. При этом приводятся аргументы о том, что новые мощности строятся под потребности крупных потребителей (НЛМК). На наш взгляд, этот факт позволяет предположить, что новые мощности не столкнутся с дефицитом спроса на энергию, а, следовательно, достаточно быстро начнут генерировать денежный поток.

Долговая нагрузка на горизонте 2 лет, видимо, выйдет за рамки 2х Долг/EBITDA…

Несмотря на то, что вместе с ростом бюджета по инвестициям также планируется увеличить и объем допэмиссии акций компании, основная часть новых инвестиций, судя по всему, все же будет финансироваться за счет долговых источников. По нашим оценкам, с учетом увеличения инвестпрограммы потребность компании в долге на 2007-2010 гг. может составить 30-35 млрд руб. Соответственно, долговая нагрузка, скорее всего, выйдет за рамки нашего первоначального прогноза в 3х Долг/EBITDA на горизонте ближайших 2 лет.

… но мы не считаем это серьезной проблемой для ТГК-4

Однако мы не видим существенных проблем в увеличении долга: ТГК-4 является достаточно эффективным генератором, станции компании выгодно расположены в регионах с высоким спросом. Соответственно, мы ожидаем, что рентабельность ТГК-4 будет существенно расти по мере либерализации рынка электроэнергии.

Облигации ТГК-4 все еще недооценены. Наш ориентир по цене: 100.40-100.50%

Несмотря на ожидаемое увеличение долговой нагрузки, мы позитивно оцениваем кредитный профиль ТГК-4 и считаем облигации компании несколько недооцененными относительно кривой ОГК. В связи с этим мы сохраняем рекомендацию «покупать» по бумагам ТГК-4 с ориентиром по цене в 100.40-100.50% (текущая цена: 100.20-100.30%).

Бумаги ТГК-10 также пока выглядят дешевыми

Также недооцененными остаются бумаги ТГК-10: мы рекомендуем их к покупке с ориентиром 100.50-100.60% (текущая цена: 100.20%).

Пермские моторы: новый купон

Новая ставка купона ПМЗ будет предлагать премию к бумагам двигателестроителей

Вчера Пермский Моторный Завод установил ставку купона в 9.70% до следующей годовой оферты. Новая ставка соответствует доходности 9.95% годовых и спрэду 470 б.п. к ОФЗ. В результате спрэды бумаг ПМЗ будут существенно шире других эмитентов двигателестроительной отрасли, представленных на долговом рынке, поэтому облигации могут оказаться привлекательными. Мы считаем, что предлагаемая доходность адекватна рискам займа, а цена после прохождения оферты может вырасти в результате сужения спрэдов к облигациям других двигателестроителей.

Планы на 2007 г.: роста объемов выпуска пока не наблюдается

В июне собранием акционеров был утвержден отчет ПМЗ за 2006 год, в нем представлены результаты по основным направлениям деятельности, а также бизнес-план на текущий год. Новый план не подразумевает существенного увеличения выручки (+7% за 2007 г.). Мы полагаем, что в течение ближайших лет спрос на продукцию ПМЗ может вырасти, однако на период до следующей оферты этот фактор не окажет значимого влияния на финансовые результаты компании.

Финансовые результаты ПМЗ по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2004	7 397	637	8.6%	2 369	3.7	2.7
2005	6 573	553	8.4%	2 777	5.0	2.3
2006	7 418	452	6.1%	2 919	6.4	2.0

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Основной фактор кредитного качества ПМЗ – высокая долговая нагрузка

Главной проблемой кредитного качества ПМЗ остается очень высокая долговая нагрузка: более 6х Долг/EBITDA по итогам 2006 г. При этом у компании сохраняются инвестиционные потребности, связанные с разработкой нового двигателя, что может привести к дальнейшему росту долга. Поэтому текущий кредитный профиль ПМЗ выглядит весьма агрессивно. Однако мы отмечаем, что в течение ближайших 3 лет у ПМЗ есть перспективы по наращиванию объемов производства и финансовых показателей.

Есть перспективы роста выручки в сегменте авиадвигателей…

Авиационные двигатели.

В ближайшие годы ожидается существенный рост производства новых самолетов ТУ-204/214, что может привести к увеличению спроса на двигатели ПМЗ. Однако данный спрос не гарантирован, т.к. для этого семейства самолетов могут также использоваться двигатели иностранных производителей (Rolls-Royce). В любом случае, предполагаемое увеличение выпуска самолетов ТУ-204/214 очень велико (99 судов на период 2008-2012 гг. по сравнению с 5-10 самолетами в год в настоящий момент). Поэтому мы практически уверены, что значительная часть спроса на двигатели все же достанется ПМЗ.

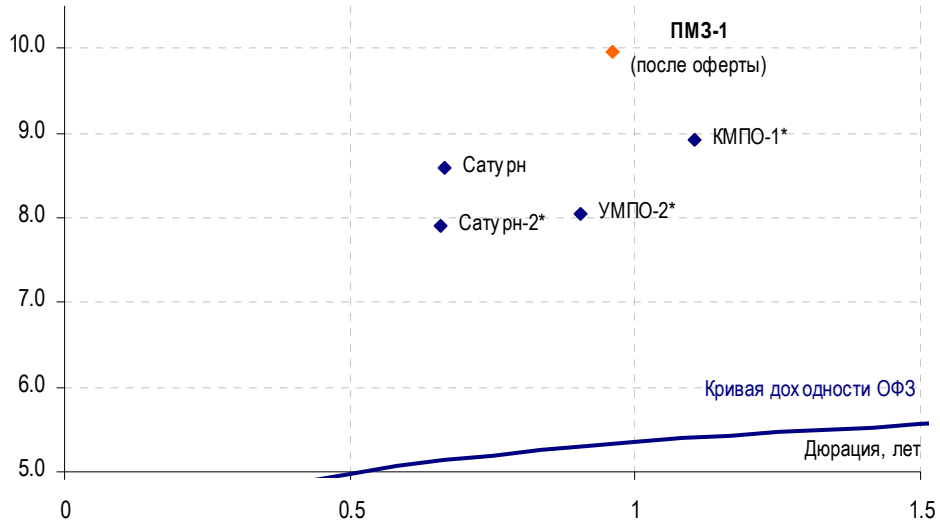
...и промышленных турбин

Турбины промышленного назначения.
Недавно Газпром принял новую программу развития газотранспортной системы. Она подразумевает значительный рост как нового строительства (ориентировочно – в 10 раз), так и модернизации существующих мощностей (более чем в 3 раза). Реализация этих планов способна вызвать существенный рост спроса на промышленные газовые турбины. Однако, как и в случае с авиадвигателями, ПМЗ не является эксклюзивным поставщиком этого класса оборудования, но позиции компании очень сильны в сегменте турбин высокой мощности для магистралей с повышенным рабочим давлением газа.

Планы новых акционеров компании пока не озвучены

Мы считаем, что в течение года следующей оферты по выпуску, кредитное качество ПМЗ существенно не изменится. Основным риском ПМЗ остается высокая долговая нагрузка, а фактором поддержки – наличие стратегического акционера в лице АФК «Система». При этом мы отмечаем, что до настоящего момента новый акционер так и не озвучил своих планов в отношении развития ПМЗ.

Доходность облигаций на 16 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Магнит: результаты за 1 полугодие

Сильные результаты за 1 п/г, но облигации компании уже оценены справедливо

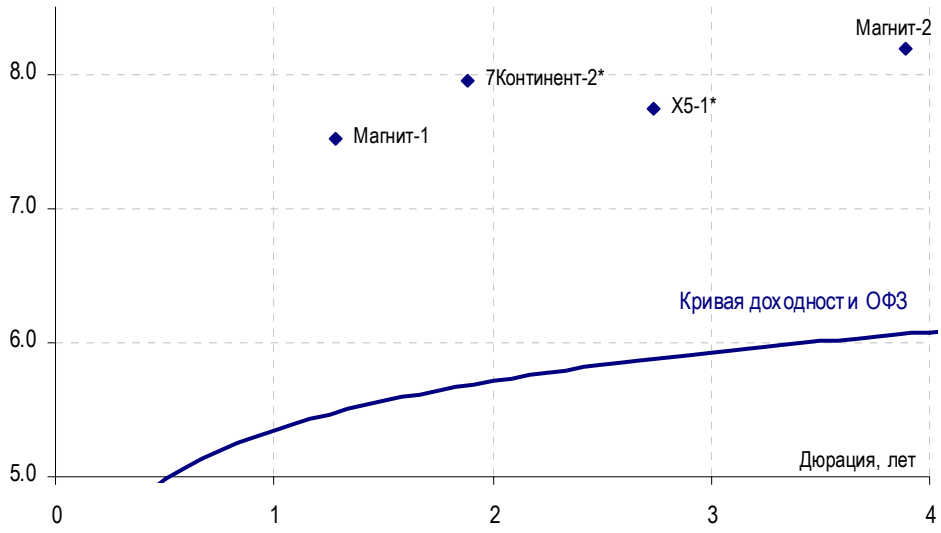
Сегодня утром Магнит опубликовал операционные показатели за 1 полугодие. Динамичный рост выручки компании продолжается даже при некотором замедлении темпов расширения сети. При этом динамика сопоставимых продаж (like-for-like) остается очень сильной. Мы очень позитивно оцениваем кредитное качество Магнита, но считаем облигации компании оцененными справедливо: потенциал сужения спрэдов составляет не более 5-10 б.п.

Основные результаты Магнита за 1 п/г 2007:

- выручка: $1.62 млрд (+54% в долларовом выражении);
- like-for-like (RUB): +16%.

Мы оцениваем «справедливый» спрэд бумаг Магнита в 200 б.п. к ОФЗ. Текущий спрэд первого выпуска Магнита составляет около 205 б.п.; второй выпуск торгуется с более широкими спрэдами, но мы рассматриваем их как премию за колл-опцион.

Доходность облигаций на 16 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Максим Раскоснов	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
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

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

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.