

Рублевые корпоративные облигации

30 июля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- Промтрактор: комментарий к размещению» стр. 2

Индикаторы

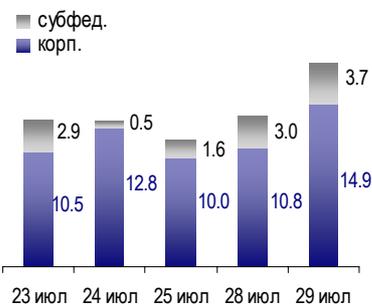
Долларов США за Евро	1.5584	- 1.0 %
Рублей за доллар США	23.3261	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 121.95	- 2.5 %
Москва-39, дох. % год.	7.86%	+ 22 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	- 0 б.п.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск Жилсоципотека-3 (1.5 млрд руб.) размещен под 14.38% годовых к оферте через 1.5 года
- Выпуск Северная казна-2 (1.5 млрд руб.) размещен под 13.10% годовых к оферте через 1 год
- Банк Стройкредит-1 (1 млрд руб.) размещен под 13.69% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

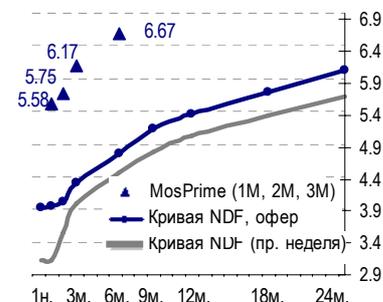


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

30 июл	Размещение Промтрактор-3 (5 млрд руб., годовая оферта)
31 июл	Размещение МОЭК-1 (6 млрд руб., 9-месячная оферта) Аукцион ОБР-6 (30 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
1 авг	Размещение Банк Москвы-1 (10 млрд руб., 3 года)
7 авг	Размещение Группа ЛСР-2 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта) Размещение Городской супермаркет-2 (2 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	89.49	+ 49	5.3	10.69%
ОГК-5	98.95	+ 25	1.1	*8.62%
ФСК-2	100.25	+ 10	1.8	8.26%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-7	100.49	+ 29	0.6	*7.71%
Петроком-2	99.00	+ 20	1.0	9.70%
7Континент-2	98.60	+ 14	0.9	*9.69%

Лидеры падения

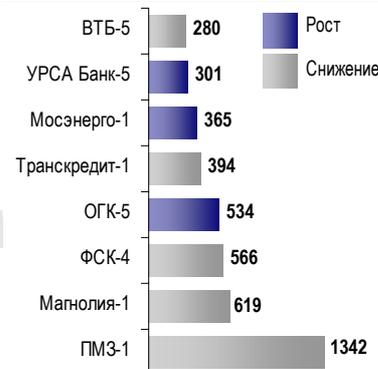
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	95.36	- 94	3.1	*9.41%
АИЖК-7	89.20	- 80	4.9	10.40%
Газпром-6	99.50	- 45	1.0	7.60%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	91.01	- 159	1.8	*14.47%
Тюменьэн-2	95.10	- 115	1.6	*11.27%
ТМК-2	99.26	- 59	0.6	8.96%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Промтрактор: комментарий к размещению

При оценке риска обращаем внимание на сложную структуру группы, в которую входят неоднородные по кредитному качеству предприятия

Сегодня состоится размещение выпуска Промтрактор-Финанс-3 (объем 5 млрд руб., оферта через 1 год). Структура займа включает в себя поручительства ряда предприятий Концерна Тракторные заводы, специализирующихся на выпуске промышленных тракторов и железнодорожной продукции. Компании-поручители обеспечивают существенную часть совокупной выручки группы (46%) и демонстрируют достаточно высокую рентабельность (маржа EBITDA – 15.7%).

Мы обращаем внимание на тот факт, что в состав КТЗ также входят менее эффективные предприятия с высоким уровнем долга. Вместе с тем, с учетом этих структурных особенностей ориентир организаторов по доходности 3-го выпуска Промтрактора (12.36-12.63% YTP) в целом соответствует кредитному риску группы. Для держателей бумаг других представителей машиностроения – в частности, Уралвагонзавода - новый выпуск Промтрактора является, на наш взгляд, вполне достойной альтернативой.

КТЗ вошла в число лидеров российского машиностроения...

Концерн Тракторные заводы (КТЗ) объединяет 16 производственных площадок в тракторостроении, железнодорожном машиностроении и оборонной промышленности. В некоторых сегментах – тяжелых тракторах (от 200 л.с.), лесозаготовительной технике, боевых машинах пехоты и десанта – КТЗ является монополистом. Кроме того, концерн реализует ряд проектов по производству грузовых вагонов, что позволит ему в обозримом будущем стать одним из ведущих игроков этого рынка. По объему выручки (\$1.4 млрд в 2007 году) группа КТЗ входит в число крупнейших отечественных машиностроителей, заметно отставая лишь от производителей автомобилей - ГАЗа, АвтоВАЗа и КамАЗа.

...во многом благодаря высокому спросу на продукцию транспортного машиностроения

В последние 3-5 лет на российском рынке сложилась исключительно благоприятная конъюнктура для транспортного машиностроения. Увеличение объемов капитального строительства и необходимость модернизации изношенного оборудования привели к существенному росту спроса практически на все виды промышленной техники. Это позволило ряду крупных предприятий отрасли наращивать производство на 20-30% в год и при этом не испытывать серьезного давления со стороны конкурентов. Подобная ситуация, по нашим ожиданиям, сохранится в среднесрочной перспективе и будет, в частности, способствовать росту выручки КТЗ.

Бизнес концерна состоит из следующих основных продуктовых сегментов:

- **Промышленные тракторы** (32% от совокупной выручки) представлены в первую очередь бульдозерами и трубоукладчиками, которые применяются в нефтегазовой и горнодобывающей отраслях, лесной промышленности, а также инфраструктурном строительстве. Завод Промтрактор специализируется на выпуске тракторов тяжелого класса (от 200 л.с.) и является их единственным крупным производителем в стране. Высокие темпы роста производства на Промтракторе (CAGR 25% с 2002 года) демонстрируют наличие стабильного спроса на эту продукцию. При этом иностранные игроки пока создают серьезную конкуренцию КТЗ только в сегменте лесозаготовительной техники. Более того, около 19% продукции Промтрактора идет на экспорт благодаря спросу на тракторы со стороны развивающихся стран.
- **Железнодорожное литье и производство вагонов** (22% от выручки). Промтрактор-Промлит является крупнейшим российским предприятием по выпуску вагонного литья. Объем производства неизменно увеличивался в последние несколько лет (CAGR 7% с 2004 г.) и достиг 75 тыс. тонн в 2007 году, компания планирует увеличить этот показатель до уровня 100 тыс. тонн в год. Недостаток мощностей по производству литья на сегодняшний день является ключевым ограничителем роста производства грузовых вагонов, что создает для предприятий существенный задел для увеличения выпуска литья. Также КТЗ реализует два крупных проекта по

созданию производства грузовых вагонов: Канашском вагоноремонтном заводе и на базе Красноярского завода комбайнов. Общий выпуск вагонов на двух предприятиях должен достичь уровня 12 тыс. единиц к 2010 году. В результате концерн станет значимым игроком на рынке вагоностроения. Для сравнения, в 2007 году на Уралвагонзаводе произведено 16.7 тыс вагонов, на Алтайвагоне – 7.9 тыс.

- **Сельскохозяйственная и коммунальная техника** (21% от выручки). Красноярский завод комбайнов является вторым крупнейшим производителем комбайнов (доля рынка около 30%) после Ростсельмаша. По заявлениям руководства, высокий спрос позволит нарастить в 2008 году в 1.8 раза до 3000 единиц. В этом сегменте КТЗ занимает менее уверенные позиции из-за высокой конкуренции со стороны белорусских производителей. Однако высокий спрос на эту продукцию оставляет возможности для входа на рынок новым компаниям, о чем свидетельствуют недавние приобретения КамАЗа и ГАЗа тракторостроительных активов.

Финансовые результаты КТЗ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз
2006 (поручители)	11 604	1 948	16.8%	5 383	2.8
2007 (поручители)	14 991	2 353	15.7%	5 919	2.5
2007 (упр. отчетность)	32 913	3 676	11.2%	16 359	4.5

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Финансовая прозрачность группы останется невысокой – ждем публикации аудированной отчетности по МСФО

Структура КТЗ в последние годы претерпевала изменения, поэтому до сих пор аудированные финансовые результаты по МСФО не раскрывались. В сентябре компания планирует опубликовать первую отчетность по МСФО (за 2007 год), однако в настоящий момент доступны лишь управленческие данные, а также консолидированные результаты по РСБУ трех поручителей по облигационному займу – Промтрактора, Челябинского агрегатного завода и Промтрактор-Промлита. В 2007 году эти предприятия обеспечили 46% от общей выручки группы и 64% ЕБИТДА.

Финансовое состояние поручителей по займу по ряду показателей лучше чем у группы в целом

Финансовый профиль компаний КТЗ, не входящих в структуру займа, отличается низкой операционной рентабельностью и большим объемом долга. В результате долговая нагрузка группы КТЗ в целом (4.5x Долг/ЕБИТДА) существенно превышает аналогичный показатель у поручителей (2.5x). Кроме того, значительная часть инвестиционной программы КТЗ приходится на предприятия вне кредитной базы облигационного займа.

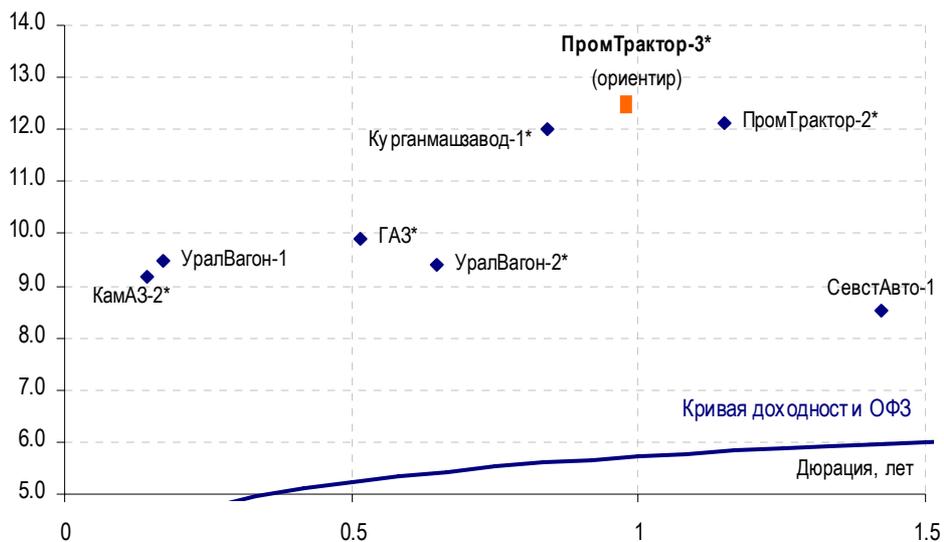
Прогноз долговой нагрузки: 5-6 Долг/ЕБИТДА

Инвестиционная программа поручителей по выпуску составляет 3.5-4 млрд руб. на 2008 год. Еще около 3.5 млрд руб. будет направлено на организацию производства грузовых вагонов на Канашском вагоноремонтном заводе, до 4 млрд руб. – на заводе в Красноярском крае. По нашим оценкам, при условии сохранения рентабельности на уровне 2007 г. и достижения компанией собственного ориентира по выручке в 44 млрд руб., долговая нагрузка по итогам 2008 года составит 5-6x Долг/ЕБИТДА.

Новый выпуск Промтрактора интересен на фоне других представителей сегмента машиностроения, хотя с учетом высокой долговой нагрузки рассчитывать на рост цены не стоит

Несмотря на лидирующие позиции концерна в производстве транспортной техники промышленного назначения и благоприятную рыночную конъюнктуру, высокая долговая нагрузка не позволяет поставить КТЗ в один ряд с крупнейшими автомобилестроителями. Среди представленных на долговом рынке машиностроительных компаний с более слабым кредитным качеством мы выделяем, прежде всего, Уралвагонзавод (выручка 40 млрд руб., Долг/ЕБИТ 24x). Выпуски УВЗ торгуются с доходностью 9.40-9.50%, что отчасти объясняется их низкой ликвидностью. На этом фоне ориентир организаторов по доходности 3-го выпуска Промтрактора (12.36-12.63% к годовой оферте) выглядит весьма привлекательным, хотя и не подразумевает существенного потенциала роста цены. Соответственно, держателям бумаг УВЗ мы рекомендуем воспользоваться возможностью переложиться в более доходные бумаги Промтрактора.

Доходность облигаций на 29 июля



Источник: ММББ, 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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrahin@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	tfazullin@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.