

# Рублевые корпоративные облигации

15 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ПМЗ: результаты I полугодия » стр. 2

### РЫНОК ОФЗ

- Выше 8% » стр. 4

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ВЧЕРА

- Выпуск Сибирьтелеком-8 (2 млрд руб.) размещен под 9.99% годовых к оферте через 1.5 года
- Выпуск Вестер-1 (1.5 млрд руб.) размещен под 15.83% годовых к оферте через 1 год

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

|        |                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 15 авг | Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов<br>Уплата ½ суммы акцизов                                                                                                                                                                         |
| 20 авг | Размещение Ашинский метзавод-1 (2 млрд руб., годовая оферта)<br>Размещение Хортекс-1 (1 млрд руб., оферта через 4 года)<br>Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (10 млрд руб., дюрация 4.4 года)<br>Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.6 года) |
| 25 авг | Уплата НДС, ½ суммы акцизов                                                                                                                                                                                                               |
| 28 авг | Уплата налога на прибыль                                                                                                                                                                                                                  |

### Лидеры роста

#### 1 эшелон

|          | Цена,<br>% ном. | Изм.<br>цены, б.п. | Дюрация,<br>лет | Доходн.<br>% |
|----------|-----------------|--------------------|-----------------|--------------|
| ФСК-5    | 99.69           | + 42               | 1.2             | 7.58%        |
| ЛУКОЙЛ-4 | 95.95           | + 35               | 4.4             | 8.53%        |
| РСХБ-4   | 100.08          | + 8                | 0.2             | *7.69%       |

#### 2 эшелон

|               | Цена,<br>% ном. | Изм.<br>цены, б.п. | Дюрация,<br>лет | Доходн.<br>% |
|---------------|-----------------|--------------------|-----------------|--------------|
| Мечел-2       | 93.30           | + 140              | 1.7             | *12.97%      |
| Кокс-1        | 98.80           | + 20               | 0.9             | 10.60%       |
| РусСтандарт-6 | 98.60           | + 20               | 0.5             | *11.44%      |

\*к оферте

### Лидеры падения

#### 1 эшелон

|       | Цена,<br>% ном. | Изм.<br>цены, б.п. | Дюрация,<br>лет | Доходн.<br>% |
|-------|-----------------|--------------------|-----------------|--------------|
| ОГК-6 | 96.85           | - 30               | 1.6             | *9.83%       |
| РЖД-8 | 99.50           | - 30               | 2.6             | 8.88%        |
| ФСК-4 | 96.70           | - 17               | 2.8             | 8.69%        |

#### 2 эшелон

|              | Цена,<br>% ном. | Изм.<br>цены, б.п. | Дюрация,<br>лет | Доходн.<br>% |
|--------------|-----------------|--------------------|-----------------|--------------|
| ВБД-2        | 99.40           | - 35               | 2.1             | 9.50%        |
| ХКФБ-5       | 100.70          | - 13               | 0.7             | *11.91%      |
| ОбКондитер-2 | 100.20          | - 10               | 0.7             | *10.30%      |

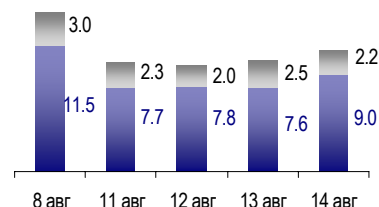
## Индикаторы

|                        |           |          |
|------------------------|-----------|----------|
| Долларов США за Евро   | 1.4919    | + 0.1 %  |
| Рублей за доллар США   | 24.3087   | - 0.6 %  |
| Нефть Brent, USD/барр. | \$ 112.61 | + 2.4 %  |
| Москва-39, дох. % год. | 8.77%     | + 7 б.п. |
| Россия-30, дох. % год. | 5.66%     | + 2 б.п. |

|                           |        |        |
|---------------------------|--------|--------|
| Остатки на к/с, млрд руб. | 662.1  | - 39.2 |
| Остатки на д/с, млрд руб. | 115.2  | - 27.0 |
| Сальдо операций с ЦБ      | - 51.5 |        |

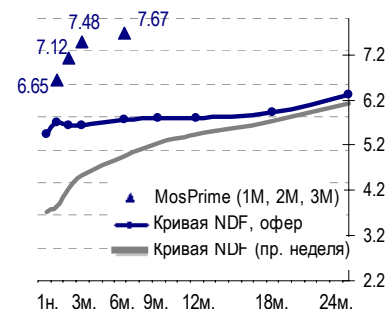
## Объем торгов на ММВБ

■ субфед.  
■ корп.



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры по оборотам

|               |     |          |
|---------------|-----|----------|
| ОГК-5         | 207 | Рост     |
| Иркут-3       | 209 | Снижение |
| Газпром-4     | 262 |          |
| ФСК-5         | 308 |          |
| Карусель-1    | 317 |          |
| Энергоцентр-1 | 419 |          |
| КомплексФин-1 | 439 |          |
| ВТБ-6         | 459 |          |

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### ПМЗ: результаты I полугодия

Вчера Пермский моторный завод опубликовал отчетность по РСБУ за I полугодие. Основные финансовые показатели демонстрируют достаточно стабильную динамику: рост выручки отражает увеличение заказов на двигатели, при этом рентабельность EBITDA остается в пределах 5.5-7.5% на протяжении последних 2.5 лет. Повышение долговой нагрузки в середине года характерно для ПМЗ и связано в первую очередь с увеличением запасов и продукции в производстве: большая часть двигателей отгружается во II полугодии.

Слабые кредитные характеристики ПМЗ (Долг/EBITDA 6.5х), по нашему мнению, во многом компенсируются поддержкой Оборонпрома и возможностью рефинансировать текущий долг с помощью кредитов госбанков.

**Оборонпром намерен существенно повысить рентабельность ПМЗ, ...**

Напомним, в марте 2008 года сменился ключевой акционер ПМЗ – им стал Оборонпром после выкупа 72% акций у АФК Система. В июне госкомпания сформулировала для менеджмента ПМЗ ряд задач на ближайшее будущее, ключевой из которых, на наш взгляд, является повышение рентабельности завода. Поскольку увеличение себестоимости производства газовых турбин связано в первую очередь с ростом цен на металлы, то компания планирует пересмотреть отношения с поставщиками и, возможно, перейти на долгосрочные контракты. Этому, в частности, способствует наличие портфеля заказов на авиадвигатели на ближайшие 3 года, а также высокий спрос на турбины со стороны газовой отрасли (см. *ежедневный обзор от 23.05.2008*).

**...однако на это потребуется время**

Оборонпром может получить дополнительные возможности оказывать влияние на цену исходных материалов в случае перехода на консолидированные закупки для своих предприятий. Однако для этого необходимо разработать общую стратегию развития заводов и планы производства, что потребует значительного времени. Поэтому, учитывая сохранение роста стоимости металлов, мы не ожидаем существенного повышения рентабельности ПМЗ в краткосрочной перспективе.

#### Финансовые результаты ПМЗ по РСБУ (млн руб.)

| Период | Выручка | EBITDA | Рентабельность по EBITDA | Валовый долг | Долг / EBITDA, раз | EBITDA / Проценты, раз |
|--------|---------|--------|--------------------------|--------------|--------------------|------------------------|
| 2005   | 6 574   | 553    | 8.4%                     | 2 777        | 5.0                | 2.3                    |
| 2006   | 7 418   | 452    | 6.1%                     | 2 920        | 6.5                | 2.0                    |
| 2007   | 8 583   | 616    | 7.2%                     | 3 081        | 5.0                | 2.3                    |
| 1H2007 | 3 361   | 230    | 6.8%                     | 3 439        | 7.5                | 1.9                    |
| 1H2008 | 4 651   | 303    | 6.5%                     | 3 972        | 6.5                | 2.1                    |

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Повышение инвестиционной активности ПМЗ**

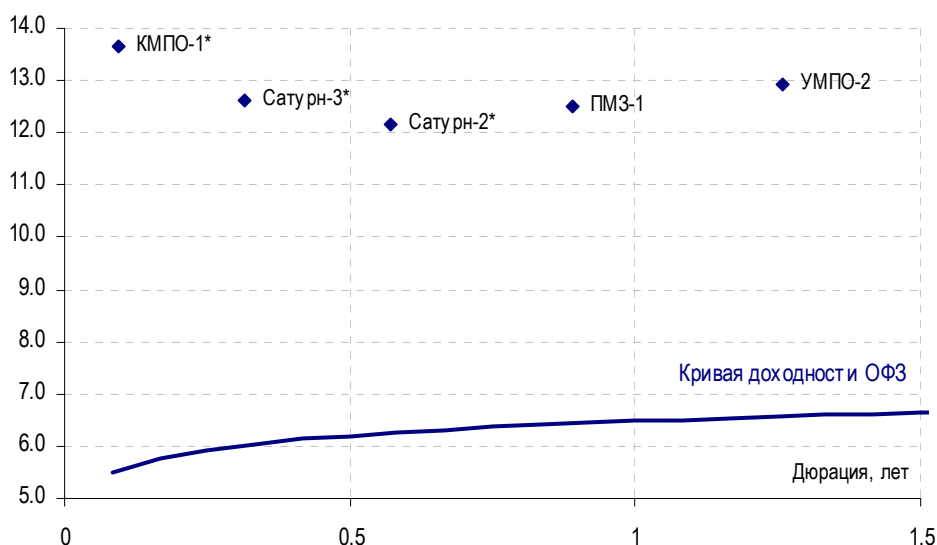
Объем долга ПМЗ оставался достаточно стабильным на протяжении последних 3 лет, дополнительные средства привлекались в основном в связи с необходимостью пополнения оборотного капитала. Так, величина запасов и продукции в производстве выросла с начала 2008 года на 1.6 млрд руб., что частично было профинансировано за счет увеличения кредиторской задолженности (+1.1 млрд руб.). Однако мы отмечаем повышение инвестиционной активности ПМЗ: капитальные расходы в 1H2008 компании составили около 500 млн руб. Мы ожидаем сохранения этой тенденции во II полугодии, исходя из заявленного объема общей инвестпрограммы предприятий Пермского моторостроительного комплекса (1.8 млрд руб.).

**Кредитный профиль ПМЗ в долгосрочной перспективе будет зависеть от стратегии Оборонпрома**

В долгосрочной перспективе кредитный профиль ПМЗ будет определяться стратегическими планами акционеров и способами привлечения финансирования. Для создания нового конкурентоспособного двигателя компании потребуются значительные инвестиции, часть которых, скорее всего, будет профинансирована за счет бюджетных средств. Объем федеральной целевой программы на развитие двигателестроения на 5 лет составляет 84 млрд руб. Однако подробности станут известны лишь после принятия правительством (до конца 2008 г.) стратегии развития отрасли.

Несмотря на высокую долговую нагрузку, мы в целом позитивно оцениваем кредитное качество ПМЗ, учитывая поддержку Оборонпрома и возможность рефинансирования за счет взаимодействия с государственными банками. Облигации ПМЗ, по нашему мнению, являются наиболее привлекательными в секторе двигателестроения.

#### Доходность облигаций на 14 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## РЫНОК ОФЗ

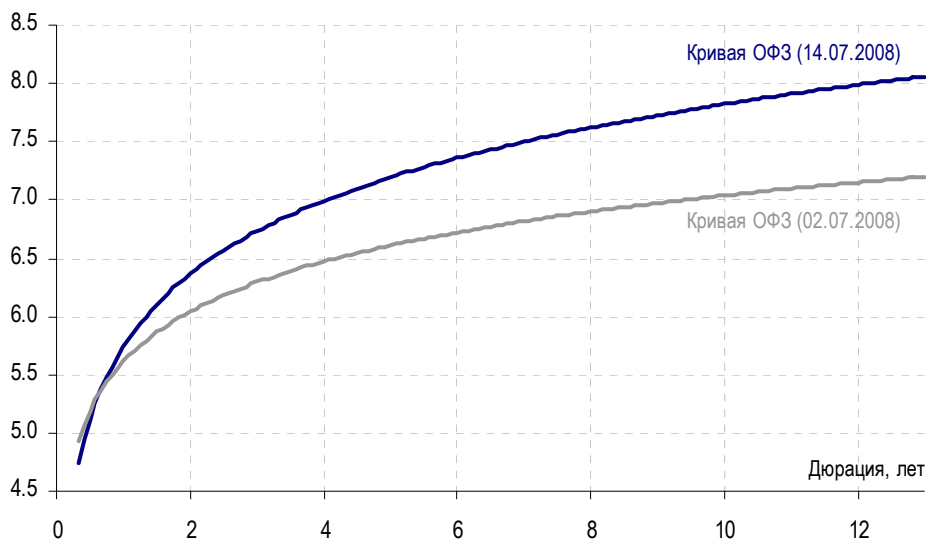
### Выше 8%

На этой неделе на рынке госбумаг случилось знаменательное событие: доходность бумаги 46020, самого длинного выпуска ОФЗ, превысила 8% на больших оборотах. Похоже, наиболее ликвидные выпуски ОФЗ, хотя и с опозданием, но все же следуют общей рыночной тенденции повышения доходности, наметившейся с конца июня. За это время доходности бумаг 46020 и 46018 увеличились на 80 б.п. Таким образом, цены ОФЗ все-таки реагируют на изменения конъюнктуры. По-нашему мнению, это говорит о том, что ценообразование на рынке ОФЗ хотя бы отчасти носит рыночный характер.

В следующую среду Минфин проведет очередной аукцион по размещению ОФЗ, в том числе и выпуска 46020 на 6 млрд. руб. Поэтому наблюдавшиеся на этой неделе продажи бумаг 46020 могут быть связаны с ожиданиями участников рынка, что на аукционе они смогут приобрести их дешевле. Минфин заранее готовит к доходности 8% по этому выпуску. И на наш взгляд, он может согласиться на такое снижение цен. Весной Минфин долго не мог смириться с ростом доходности ОФЗ после февральского повышения ставок ЦБ. Однако в последние месяцы он старался размещать бумаги по кривой вторичного рынка. Правда, если в предшествующие аукциону дни происходило значительное повышение доходности размещаемой бумаги, премии к рынку не предоставлялось.

По нашему мнению, размещение выпуска 46020 будет показательным. Если Минфин даст доходность выше 8%, то существует надежда на оживление этого сегмента рынка в обозримом будущем. Правда, для этого кривой доходности ОФЗ предстоит еще длинный путь вверх. К примеру, спрэд бумаг Москвы к коротким выпускам ОФЗ сейчас составляет около 150 б.п.; до августа 2007 года он составлял 20-30 б.п. Что касается длинных ОФЗ, то, судя по ставкам NDF, эти бумаги должны торговаться на уровне 9%.

Кривые доходности ОФЗ



Источник: ММВБ, 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 | 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.