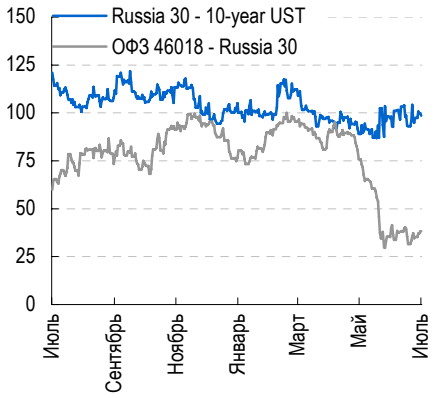
МДМ Банк — Утренний комментарий

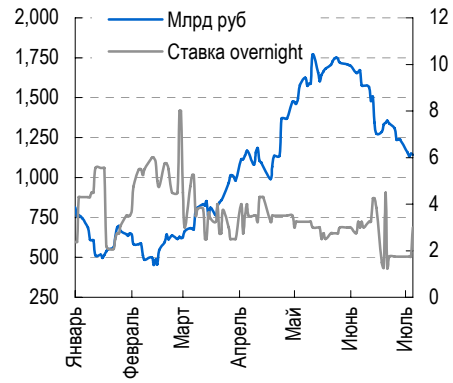
ДОЛГОВОЙ РЫНОК РОССИИ И СНГ

четверг, 19 июля 2007 г.

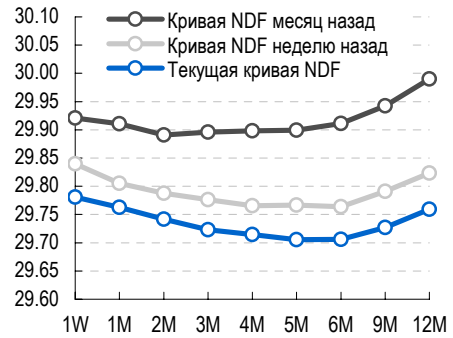
Спрэд Russia 30-10-year UST и 46018-Russia 30



Корсчета и депозиты в ЦБ, рублевый overnight



NDF по корзине 0.55 долар+0.45 евро(в рублях)



Календарь событий

19 июля	Стенограмма июньского заседания FOMC
19 июля	Размещение руб.обл. ЛСР-Инвест-2
19 июля	Размещение руб.обл. Моторостроитель-2
19 июля	Размещение руб.обл. Банк Россия-1
19 июля	Размещение руб.обл. Липецк.Обл-25005
20 июля	Уплата НДС
20 июля	Размещение руб.обл. Стройтрансгаз-2
24 июля	Размещение руб.обл. ЛР-Инвест-1

Рынок еврооблигаций

- **Интерпайп** – один из самых перспективных выпусков еврооблигаций (стр.2)

Рынок рублевых облигаций

- Доразмещение **ОФЗ 26199** прошло успешно. Покупки в электроэнергетических бумагах. Обращаем внимание на выпуски **Мособласти** (стр. 2)

Новости, комментарии и идеи

- **Моторостроитель и Стройтрансгаз**: комментарии к размещениям (стр.3-4).
- **Вкратце: Один из крупнейших фондов прямых инвестиций – TPG Capital –** договаривается о приобретении около 50% компании «7К-инвестхолдинг», владеющей 74.8% акций сети Седьмой континент (NR) и 99.4% акций аффилированного держателя недвижимости – компании Мкапитал (NR). Если сделка состоится, то, согласно договоренностям, в течение девяти лет TPG вложит в развитие Седьмого континента USD5-7 млрд. (Источник: Коммерсантъ). В силу того, что речь идет не о допэмиссии, а о продаже акций нынешних акционеров, мы пока оцениваем новость скорее как нейтральную для кредитного профиля Седьмого континента и МКапитала. Некоторые позитивные изменения возможны в связи с повышением качества корпоративного управления в этих компаниях. Что станет источником обозначенных инвестиций в развитие Седьмого континента (USD5-7 млрд.), пока неясно. На наш взгляд, сужение спрэдов выпусков Седьм.Конт-2 (7.95%) и Мкапитал-1 (7.9%) более чем на 5-10бп на этих новостях было бы неоправданным.
- **Вкратце: Розничная сеть ДИКСИ (NR) в 1-м полугодии 2007 г. увеличила выручку на 44% до USD652 млн.** Было бы интересно взглянуть на показатели операционной рентабельности и долговой нагрузки по итогам 1-го полугодия, но эти данные пока недоступны. В любом случае, выпуск облигаций ДИКСИ (11.16%; 95.2 по цене), на наш взгляд, является одним из самых привлекательных на рынке с точки зрения потенциала роста цены.
- **Вкратце: Аптечная сеть 36.6 (NR)** объявила о приобретении нескольких сетей аптек. Наша оценка стоимости инвестиций – около USD30 млн. Сделка была профинансирована с баланса недавно созданного СП компании с банками. Новости не меняют наше восприятие кредитного профиля 36.6 – он достаточно уязвим из-за высокой долговой нагрузки, а облигации выглядят дорого (10.1%).
- **Вкратце: СЗТ (BB-) отчитался по МСФО за 2006 г.** Показатель Долг/EBITDA составил 1.5х. Результаты не повлияют на котировки облигаций СЗТ.
- **Вкратце: Moody's повысило рейтинг ТМК до Ba3.**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ РЫНКА

	Закрытие	Изменение		
		1 день	1 месяц	С начала года
UST 10 Year Yield, %	5.03	-0.02	-0.11	+0.33
EMBI+ Spread, бп	176	+8	+25	+7
EMBI+ Russia Spread, бп	103	+7	+8	+7
Russia 30 Yield, %	6.03	-0.02	-0.08	+0.38
ОФЗ 46018 Yield, %	6.41	-0.01	-0.05	-0.11
Корсчета в ЦБ, млрд руб.	463.9	+15.8	+3.1	-202.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	678	-23.9	-520.9	+563.3
Сальдо ЦБ, млрд руб.	38.8	-	-	-
MOSPRIME O/N RUB, %	3.29	-0.21	-	-
RUR/Бивалютная корзина	29.81	+0.01	-0.12	+0.13
Нефть (брент), USD/барр.	76.8	+1.3	+5.0	+16.1
Индекс РТС	2037	-18	+150	+127

Источники: оценки МДМ, DataStream, Bloomberg, данные компаний

Рынок еврооблигаций

Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Доходность **10-летних UST** вчера снизилась до 5.03% (-2бп). Причиной тому стала речь Б.Бернанке в Конгрессе. По его мнению, базовая инфляция будет снижаться, а вот проблемы на рынке жилья никуда не денутся. Причем, с его точки зрения, это негативно отразится на экономическом росте США. Вышедшая вчера статистика не оказала заметного влияния на котировки. Сегодня вечером выходит стенограмма июньского заседания ФРС, а также индекс опережающих показателей.

Спрэд **EMBI+** вчера расширился до 176бп, хотя котировки большинства индикативных выпусков не изменились. Движения американского рынка не привели к оживлению сегмента российских еврооблигаций, активность довольно низка. Выпуск **RUSSIA 30** (YTM 6.03%) подорожал примерно на 3/16, четко сохраняя спрэд к UST на уровне 100бп. В корпоративном сегменте по-прежнему тихо.

НОВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ

На первичном рынке вчера ньюсмейкерами были украинские эмитенты. Завершилось размещение евробондов компании **Интерпайп** (B+/B+). Купон по 3-летнему выпуску составил 8.75%, что на 1/8 ниже первоначальных ориентиров. Размещение ниже ориентиров – само по себе необычное событие для такого слабого рынка. На наш взгляд, это подтверждает исключительную привлекательность выпуска. Мы слышали о высокой переподписке. Предлагаемая доходность по **INPIP 10** крайне интересна: премия к более длинному выпуску заметно более слабой Азовстали **AZOVTL 11** (YTM 8.53%) по итогам размещения составила около 25бп. Мы полагаем, что сейчас **INPIP 10** является одним из самых перспективных выпусков еврооблигаций в России/СНГ.

Банк Пивденный (B1/B-) закрыл сделку по размещению дебютного 3-летнего выпуска евробондов. Ставка купона составила 10.25%. На наш взгляд, размещение прошло с некоторой премией к справедливому уровню: выпуски сходных по кредитному рейтингу банков **FICBUA 10** (YTM 9.77%) и **FUIB 10** (YTM 9.33%) торгуются ниже по доходности.

Рынок рублевых облигаций

Аналитики: Максим Коровин, Михаил Галкин, e-mail: Maxim.Korovin@mdmbank.com

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК

Центральным событием вчерашнего дня стало доразмещение выпуска **ОФЗ 26199**. Аукцион прошел несколько лучше наших ожиданий – спрос превысил предложение в 2.5 раза, весь объем (11 млрд. рублей) был размещен, доходность по цене отсечения сложилась на уровне 6.17% (средневзвешенная 6.15%). Реакция в остальных выпусках ОФЗ была довольно сдержанной. Мы отметили покупки в длинных выпусках, но цены выросли не более, чем на 5-10бп.

В корпоративном сегменте второй день подряд мы отмечаем высокий спрос на бумаги электроэнергетических компаний – **ТГК-1-1** (+24бп; YTP 7.53%), **ТГК-10-1** (+12бп; YTP 7.52%), **ГидроОГК-1** (+11бп; YTM 6.86%), **ТГК-4-1** (+6бп; YTP 7.59%). В первом эшелоне наступило в некотором роде затишье, более-менее активно торговались лишь облигации АИЖК – **АИЖК-6** (+15бп; YTM 6.96%), **АИЖК-7** (+18бп; YTM 7.00%). С точки зрения «relative value» в первом эшелоне, на наш взгляд, сейчас интересны **ГидроОГК-1**, **МосОбласть-6** (YTM 6.62%) и **МосОбласть-7** (YTM 6.92%) – идея не нова, но до сих пор полноценно не реализована.

МОТОРОСТРОИТЕЛЬ (NR): комментарий к размещению

Аналитики: Денис Воднев, Михаил Галкин, e-mail: Denis.Vodnev@mdmbank.com

Сегодня состоится размещение второго облигационного займа ООО «Моторостроитель-Финанс» объемом 1 млрд. рублей сроком на 3 года с полуторагодовой офертой. Поручителем по выпуску выступает ОАО «Моторостроитель».

Моторостроитель является одной из ведущих компаний оборонно-промышленного комплекса России. Корпорация – единственный производитель двигателей для ракет-носителей Союз и Союз-2. Помимо этого, Моторостроитель занимается выпуском и ремонтом авиадвигателей для стратегической авиации России. Основу выручки компании составляет гособоронзаказ. Ключевыми заказчиками выступают Министерство обороны РФ и ФГУП «ЦСКБ «Прогресс». Компания контролируется государством (50.67% акций принадлежат РФФИ). Другим крупным акционером является группа КАСКОЛ, которой принадлежат 28.35% акций.

На рынке облигаций достаточно хорошо представлен сегмент машиностроительных предприятий, специализирующихся на высокотехнологичной продукции и имеющих (в той или иной степени) стратегическое значение для государства. Это такие компании, как МиГ, Иркут, УМПО, НПО Сатурн, ЭМальянс, ПМЗ, КМПО, Протон и некоторые другие.

Для всех этих компаний характерны общие черты кредитного профиля. Среди слабых сторон – низкая диверсификация бизнеса (в т.ч. портфеля заказов), длинный производственный цикл, высокие потребности в оборотном капитале, давление на рентабельность из-за укрепления рубля и достаточно высокая (как правило, растущая) долговая нагрузка. Среди сильных сторон – повышенное внимание государства (в т.ч. поддержка через кредиты госбанков) и рост оборонного заказа.

Из всех перечисленных компаний, Моторостроитель более всего напоминает нам компанию Протон (см. наш комментарий от 18 июня). Это два сопоставимых по величине выручки предприятия, занимающихся производством уникального авиакосмического оборудования. Правда, по показателям долговой нагрузки и рентабельности Протон заметно уступает Моторостроителю.

Облигации Протона были размещены около месяца назад с купоном 8.5%. Остальные облигации сегмента «оборонного машиностроения» торгуются с доходностью в диапазоне 7.75-9.25%. В этом смысле, невиданной щедростью выглядит доходность на уровне 11.8%, прогнозируемая организаторами выпуска Моторостроителя. Возможно, столь высокая доходность продиктована уровнями по первому выпуску компании (около 11.6% к оферте в сентябре 2007 г.). Так или иначе, мы считаем новый выпуск Моторостроителя одним из лучших предложений в сегменте.

Ключевые финансовые показатели, РСБУ

	Моторостроитель			Протон	УМПО
Млн. руб.	**2005**	**2006**	**1 кв. 2007**	**2006**	**2006**
Выручка	2 592	3 019	462.0	2 238	14 996
EBITDA	499	697	148	267	2 365
Чистая прибыль	8	8	1	68	1 486
Финансовый долг	1 304	2 172	2 432	2 056	8 672
Собственный капитал	1 273	1 214	1 207	612	12 037
Ключевые показатели					
Рентабельность EBITDA	19.3%	23.1%	32.0%	11.9%	15.8%
Рентабельность чистой прибыли	1.6%	1.2%	0.8%	2.9%	9.9%
Финансовый долг/EBITDA годовая (x)	2.6	3.1	4.1	7.7	3.7
Финансовый долг/Собственный капитал (x)	1.0	1.8	2.0	3.3	0.7

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Стройтрансгаз (NR): комментарий к размещению

Аналитики: Ольга Николаева, Михаил Галкин e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Завтра состоится размещение второго облигационного займа группы компаний Стройтрансгаз объемом 5 млрд. руб. с погашением через 5 лет. Оферта по бумагам не предусмотрена. Эмитентом выступает непосредственно головная компания группы.

ОАО «Стройтрансгаз» – группа строительно-инжиниринговых компаний, специализирующихся на инфраструктурном строительстве в нефтегазовом и энергетическом секторах. Она объединяет 29 предприятий, осуществляющих свою деятельность в России и за рубежом. Доля Стройтрансгаза на рынке нефтегазового строительства России составляет около 5% (2006 г.). Бóльшую часть выручки в 2006 г. (77%) компания получила от строительства трубопроводов, оставшуюся – за счет возведения наземных сооружений. Основным заказчиком по итогам 2006 г. стал Газпром, на долю которого в 2006 г. пришлось примерно две трети выручки. Ожидается, что в 2007 г. его доля сократится до 25%. При этом, доля зарубежных контрактов составит 30%. В процессе реализации строительных проектов Стройтрансгаз выступает в качестве генерального подрядчика, осуществляя строительство как собственными силами, так и привлекая сторонние организации. Инвестиционная программа (2.5 млрд. руб. в 2007 г.) направлена на расширение спектра работ, осуществляемых самостоятельно (а не за счет субподрядчиков). Официально компания не раскрывает конечных бенефициаров. Косвенные признаки указывают на связь с Газпромом. Стратегия Стройтрансгаза предусматривает постепенное смещение в сторону энергетического строительства, что разумно, учитывая гигантские капвложения, запланированные в этой отрасли.

Среди достоинств кредитного профиля Стройтрансгаза мы отмечаем большие размеры и впечатляющий портфель выполненных проектов (очень важная характеристика для «инфраструктурных строителей»), хорошие отношения с Газпромом, прекрасные перспективы роста рынка (впереди крупные проекты нового строительства и модернизации в российском ТЭКе), а также простая юридическая структура компании (все основные денежные потоки и активы сконцентрированы на головной компании).

Основными недостатками кредитного профиля группы мы считаем непрозрачность структуры собственности, достаточно низкую диверсификацию портфеля заказов, а также длинный производственный цикл и волатильность денежных потоков. Кроме того, компания имеет достаточно высокую долговую нагрузку. По итогам 2007г., соотношение Долг/EBITDA может превысить 4.5х.

Прямых аналогов эмитента на рынке мы не нашли. Для сравнения можно привести холдинг КЭС-ЭСИ, занимающийся строительством энергетических и электросетевых объектов. На наш взгляд, из-за значительно меньших маштабов и более слабого портфеля выполненных проектов, кредитный профиль КЭС-ЭСИ слабее, чем у Стройтрансгаза. Облигации КЭС-ЭСИ торгуются сейчас с доходностью 9.7% к оферте через полтора года. Доходность первого выпуска Стройтрансгаза составляет сейчас 7.9% к погашению в начале следующего года. Справедливую доходность второго выпуска мы оцениваем на уровне 8.9-9.1%.

Основные финансовые показатели ОАО «Стройтрансгаз», РСБУ

млн. руб.	2005 г.	2006 г	2007П
Выручка	23 380	45 923	37 524
Прибыль от продаж	1 656	2 665	1 740
EBITDA	2 090	2 854	3 732
Чистая прибыль	319	669	104
Финансовый долг (с учетом лизинга)	12 277	12 448	17 086
Собственный капитал	25 077	19 071	18 875
Активы	49 978	46 285	50 184
Основные коэффициенты			
Рентабельность EBITDA	8.9%	6.2%	9.9%
Чистая рентабельность	1.4%	1.5%	0.3%
Финансовый долг/EBITDA	5.9	4.4	4.6
Финансовый долг/Капитал	0.49	0.65	0.9
Капитал/Активы	0.5	0.41	0.38

Источник: данные компании, оценка МДМ-банка

Финансовая группа МДМ
Инвестиционный департамент
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Управления торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян
Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com
Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.