

# Рублевые корпоративные облигации

20 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- КМПО: с небес на землю » стр. 3
- Новости по РСХБ: ложная тревога? » стр. 5
- Магнит: результаты за 2 месяца » стр. 5

## Индикаторы

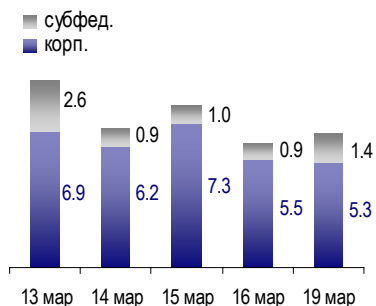
Долларов США за Евро	1.3300	- 0.1 %
Рублей за доллар США	26.0452	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 60.70	+ 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.66%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	107	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	605.9	- 5.6
Остатки на д/с, млрд руб.	72.8	+ 0.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 58.8	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- 23 марта состоится размещение Разгуляй-Финанс-3 (3 млрд руб., oferta через 2 года)

## Объем торгов на ММВБ

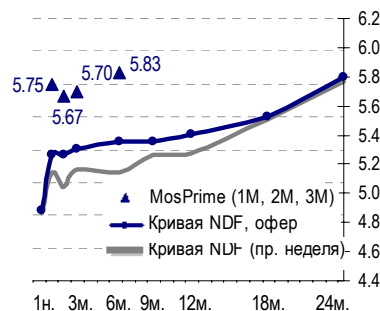


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 20 мар Размещение дебютного выпуска ТГК-1 (4 млрд руб., oferta через 3 года)  
Размещение КМПО-1 (1 млрд руб., oferta через 1.5 года)  
Уплата НДС
- 21 мар Размещение Восточный экспресс банк-1 (1.5 млрд руб., oferta через 1 год)
- 22 мар Размещение Кокс-2 (5 млрд руб., oferta через 3 года)
- 23 мар Размещение Разгуляй-Финанс-3 (3 млрд руб., oferta через 2 года)
- 26 мар Уплата акцизов, НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	102.70	+ 15	3.6	7.48%
Мосэнерго-2	101.10	+ 10	4.2	*7.52%
РЖД-5	100.00	+ 10	1.8	6.77%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Татэнерго	101.80	+ 10	1.0	7.87%
Зенит-3	100.20	+ 5	0.6	*8.27%
Магнит	102.35	+ 5	1.5	7.96%

## Лидеры падения

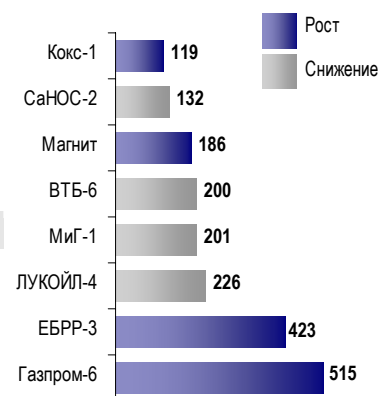
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	100.90	- 10	5.7	7.74%
ФСК-1	101.97	- 8	0.7	6.14%
Газпром-4	104.05	- 5	2.6	6.77%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	102.27	- 28	2.4	7.69%
Копейка-2	98.95	- 15	1.8	*9.63%
ЦентрТел-4	114.00	- 8	2.1	7.52%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к offerте

## Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
<b>Трубные компании</b>									
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.40	7.51	0.90	171	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.65	7.90	1.17	201	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.40	102.05	7.58	1.19	168	200	↔
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.30	7.99	0.88	220	250	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.45	9.19	2.00	309	350	↑ 40
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.73	1.19	283	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.50	100.25	8.07	3.84	173	180	↑ 5
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.50-99.65	8.71	1.43	274	290-300	↑ 15-25
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	99.85-100.30	8.68	2.26	253	240-260	↔
<b>Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска</b>									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.35	100.75	7.52	2.24	138	120	↓ 20
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	100.35-100.70	8.36	1.83	229	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.10	100.65	7.80	2.37	164	140	↓ 25
<b>Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.30	99.05	8.90	3.42	260	300	↑ 40
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	100.95	100.20-100.40	10.44	1.22	453	500-520	↑ 50-65
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.30	-	9.13	2.00	303	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.65	-	9.82	3.65	350	-	↑

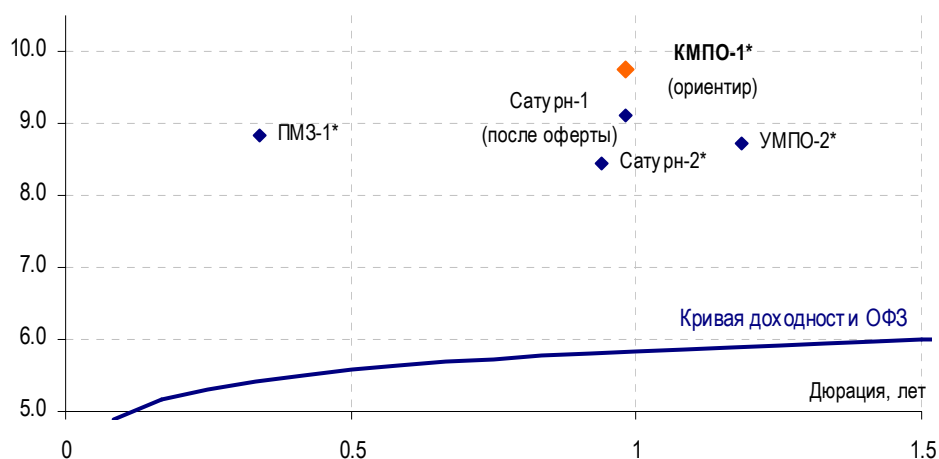
## КМПО: с небес на землю

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска Казанского моторостроительного производственного объединения (КМПО) объемом 1 млрд руб. и 1.5-годовой офертой. Основными рисками для кредиторов, на наш взгляд, значительная концентрация бизнеса на одном виде продукции, а также высокий уровень конкуренции со стороны более крупных компаний отрасли. Организаторы займа ориентируют участников на доходность КМПО в 9.70% годовых, что соответствует спреду около 375 б.п. к ОФЗ. Мы считаем, что премия в 90-100 б.п. к кривой «Пермские Моторы-Сатурн-УМПО» недостаточна для бумаг КМПО и рекомендуем участвовать в аукционе по доходности не менее 10.00% (купона от 9.75%).

**Правительство Татарстана – крупнейший акционер КМПО**

Крупнейшим акционером КМПО является принадлежащий правительству Татарстана «Связьинвестнефтехим», его доля составляет около 44%. Помимо этого Татарстан владеет золотой акцией, которая позволяет блокировать принятие стратегически значимых для компании решений. С одной стороны, наличие крупного акционера в лице республиканских властей, а также социальная значимость КМПО (на предприятии трудятся около 9 тыс человек) позволяют предприятию рассчитывать на некоторую степень поддержки. Однако мы считаем, что вероятность поддержки для КМПО существенно меньше, чем для других двигателестроителей, представленных на долговом рынке.

### Доходность облигаций на 19 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Авиационное направление представлено достаточно слабо**

Как и многие российские представители газотурбинного машиностроения, КМПО изначально специализировался на производстве авиадвигателей, однако на сегодняшний день этот вид продукции практически не выпускается. Авиационное направление деятельности КМПО представлено только услугами по ремонту и сервисному обслуживанию авиадвигателей, доход от которых в 2006 г. составил всего около 10% от общего объема выручки.

**КМПО – один из ведущих производителей промышленных газовых турбин...**

Основным же направлением бизнеса КМПО является производство газотурбинной техники для газовой отрасли (77% выручки за 9М2006). Ассортимент выпускаемой продукции представлен главным образом двигателями для газоперекачивающих агрегатов (ГПА). В этом сегменте компания входит в число ведущих российских игроков: около 30% используемых в стране приводов ГПА произведено на КМПО. Мы считаем, что в ближайшее время предприятию будет тяжело удержать рыночные позиции по следующим причинам:

**...однако удержать рыночные позиции будет непросто**

- **Высокая конкуренция в отрасли.** Производство промышленных газовых турбин начало активно развиваться в 1990х гг. в связи с падением спроса на новые самолеты и, как следствие, авиадвигатели. Поэтому многие производители авиационных моторов диверсифицировали свой бизнес за счет выпуска промышленных турбин, созданных на базе уже имеющихся двигателей для авиации. В результате, сопоставимые с продукцией КМПО по мощности приводы ГПА (15-18 МВт) на сегодняшний день производят Пермский Моторный Завод и украинский Зоря-Машпроект.

- *Низкая эффективность двигателей КМПО.* Приводы КМПО существенно уступают по своей эффективности продукции пермских и украинских производителей. Так, КПД двигателей КМПО находится в пределах 29-31%, в то время как у конкурентов этот показатель достигает 35-36%. Поэтому на фоне роста цен на газ двигатели КМПО, несмотря на относительно низкую стоимость в своем классе мощностей, постепенно теряют в привлекательности.

В планы компании входит запуск серийного производства недавно разработанных двигателей, которые по своей эффективности смогут оказать конкуренцию предлагаемым на рынке моделям. На это, в частности, планируется направить 35% от привлеченных в результате размещения займа средств (49% – на рефинансирование краткосрочной задолженности). Однако даже в случае успешной реализации проекта, производственные мощности позволят компании лишь частично перейти на выпуск новой продукции.

#### Финансовые результаты КМПО (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	3 456	341	8.2%	115	0.3	9.0
9М2006	2 843	317	11.1%	625	1.5	6.5
2006*	4 171	539	15.6%	578	1.1	8.2

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка; \* – предварительные данные эмитента

**Меньшие масштабы бизнеса по сравнению с лидерами отрасли**

По масштабам бизнеса КМПО существенно уступает лидерам рынка газовых турбин и авиадвигателей – Сатурну, Пермским Моторам и УМПО в 1.5-2.5 раза. В связи с высокой конкуренцией на рынке турбин для ГПА, мы не ожидаем существенного роста выручки КМПО и сокращения разрыва с лидерами рынка в ближайшие годы.

**Долговая нагрузка умеренная и не вызывает опасений**

Долговая нагрузка компании находится на умеренном уровне: соотношение Долг/ЕБИТДА за 9М2006, по нашим оценкам, составило около 1.5х. В результате размещения займа размер долга вырастет, т.к. около половины привлеченных средств планируется направить на инвестиции. Мы предполагаем, что долговая нагрузка в 2007 году останется на приемлемом уровне: при условии сохранения операционных результатов на уровне 9М2006, соотношение Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 года не должно выйти за пределы 3х.

**В цены бумаг ПМЗ, Сатурна и УМПО уже включен фактор господдержки**

На сегодняшний день на долговом рынке обращаются выпуски крупных российских производителей газотурбинных двигателей: НПО Сатурн, Пермский Моторный Завод, УМПО; их спрэды находятся в пределах 270-340 б.п. к ОФЗ. Исходя из финансового состояния этих компаний, их облигации должны торговаться с более высокой доходностью. Однако в текущий уровень цен заложены ожидания относительно создания на базе этих компаний национального двигателестроительного холдинга, в котором государство будет одним из ключевых акционеров.

**Однако включение КМПО в двигателестроительный холдинг существенно менее вероятно**

Однако, даже в случае реализации этого сценария, мы считаем, что скорое включение КМПО в состав холдинга достаточно маловероятно. Дело в том, что идея реформирования двигателестроения обсуждается в контексте развития всей российской авиастроительной отрасли. Поскольку КМПО специализируется на турбинах промышленного назначения, то возможность его включение в состав госхолдинга не является очевидным решением. Таким образом, фактор ожидаемой господдержки для кредитного качества КМПО имеет существенно меньшее значение, чем для ПМЗ, УМПО и Сатурна.

**«Справедливая» доходность КМПО: от 10.00% УТР**

На наш взгляд, справедливый спрэд ПМЗ, УМПО и Сатурна должен был бы составлять около 350 б.п. к ОФЗ без учета высокой вероятности господдержки и ожиданий по созданию двигателестроительного холдинга. Соответственно, справедливый спрэд КМПО, по нашему мнению, должен быть несколько шире: не менее 400 б.п. к ОФЗ. Исходя из этой оценки, ориентир организаторов (9.70%УТР, спрэд: около 375 б.п.) представляется нам несколько заниженным и мы рекомендуем участвовать в аукционе по доходности не ниже 10.00%.

## Новости по РСХБ: ложная тревога?

**Новость: акции РСХБ включены в план приватизации на 2008 г. Мы считаем, что вероятность приватизации крайне невелика**

Вчера информационные агентства сообщили о том, что 100% акций Россельхозбанка включены в план приватизации на 2008 год. Эта новость стала несколько неожиданной, т.к. ранее планы относительно продажи акций банка государством не выходили за рамки межведомственных дискуссий. Несмотря на вчерашние новости, мы считаем, что вероятность полной приватизации банка в 2008 г. крайне невелика, т.к. именно господдержка позволяет банку привлекать дешевые и длинные ресурсы для финансирования сельского хозяйства. Поэтому мы не видим причин для пересмотра отношения к кредитному качеству РСХБ и существенного изменения спрэдов облигаций банка.

Дискуссия относительно судьбы госпакета акций РСХБ идет уже не один год: МЭРТ предлагает приватизировать банк, в то время как Минсельхоз считает этот шаг нецелесообразным. По нашему мнению, позиция Минсельхоза выглядит более обоснованной: РСХБ работает в таком узком и специализированном сегменте рынка как кредитование сельского хозяйства, конкуренция в котором относительно невысока. Поэтому аргументация относительно снижения доли государства и увеличения конкуренции в банковской системе выглядит не совсем логичной.

**Возможный вариант развития событий: допэмиссия в пользу «стратегии»**

В то же время допэмиссия акций и снижение доли государства до 50-75% могли бы решить одну из ключевых проблем в бизнесе РСХБ: необходимость постоянного наращивания капитала для расширения кредитных операций. В таком случае допэмиссия могла бы иметь явное позитивное влияние на кредитное качество банка. С другой стороны, бизнес-ниша банка является достаточно специфической, поэтому спрос на его акции со стороны иностранных стратегических инвесторов может оказаться существенно меньшим, чем спрос на акции универсальных или розничных банков.

**Вероятность отказа государства от поддержки РСХБ оцениваем как низкую**

В любом случае, мы не ожидаем, что в ближайшее время будет принято политическое решение об отказе от госконтроля над РСХБ (хотя и не исключаем возможности уменьшения доли государства). Банк является одним из ключевых инструментов в реализации аграрного нацпроекта, который демонстрирует реальные успехи. Поэтому мы склонны предположить, что государство скорее пойдет на увеличение капитала банка за счет средств бюджета, чем на полный отказ от поддержки этого проекта.

## Магнит: результаты за 2 месяца

**Темп роста выручки снижается, но остается очень высоким**

Сегодня утром Магнит опубликовал данные по выручке за январь-февраль 2007 г.: темпы роста несколько замедляются по сравнению с 2006 годом, но все равно остаются очень высокими – 47.6% в рублевом выражении. Мы очень позитивно оцениваем бизнес-успехи Магнита и считаем его вторым по уровню кредитного качества российским ритейлером (после X5 Retail Group).

**Магнит-1 переоценен, рекомендуем участвовать в аукционе по Магнит-2**

По нашему мнению, в настоящий момент облигации Магнит-1 ощутимо перекуплены: их спрэд к ОФЗ составляет около 195 б.п., в то время как «справедливый» уровень мы оцениваем в 220 б.п. Судя по предварительным ориентирам организатора выпуска Магнит-2, спрэд второго выпуска составит около 220 б.п. Поэтому мы рекомендуем воздержаться от покупки Магнита по текущим уровням. Наш ориентир по цене Магнит-1: 102.00% (текущая цена: 102.30-102.40%).

## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

---

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

### **Аналитика**

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

## Операции на рынке корпоративных облигаций

---

### **Начальник Казначейства**

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

### **Торговые операции**

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

## 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) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

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.