

Рублевые корпоративные облигации

28 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Кировский завод: слишком низкая рентабельность » стр. 3
- СаНОС это все-таки Газпром? » стр. 5
- РСХБ: приватизация отменяется » стр. 6

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3352	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.0139	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.08	+ 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.57%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.64%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	101	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	727.4	+ 24.6
Остатки на д/с, млрд руб.	123.8	+ 3.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 28.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

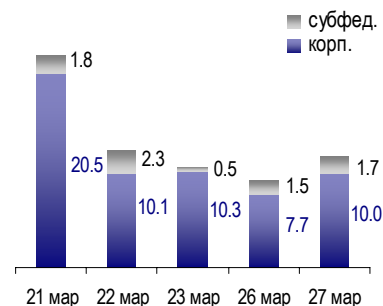
СКОРО

- Планируется выпуск Автомир-Финанс-2 (2 млрд руб., 3 года)

ВЧЕРА

- Размещен выпуск МОИТК-2 (4 млрд руб.) под 9.19% годовых к оферте через 2 года

Объем торгов на ММВБ

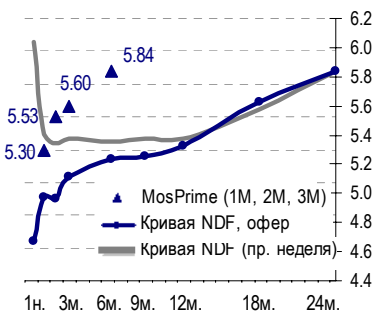


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

28 мар	Размещение Кировский завод-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Уплата налога на прибыль
29 мар	Размещение дебютного выпуска Гражданские Самолеты Сухого (5 млрд руб., оферта через 2.5 года)
	Аукцион ОБР-1 (140 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
30 мар	Размещение Магнит-Финанс-2 (5 млрд руб., оферта через 3 года)
3 апр	Размещение Севкабель-Финанс-3 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
4 апр	Размещение АСПЭК-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	100.20	+ 10	3.9	7.07%
ЛУКОЙЛ-3	99.98	+ 10	4.0	7.23%
Мосэнерго-2	101.35	+ 10	4.2	*7.45%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	88.40	+ 37	1.6	*18.07%
ВолгаТел-3	102.68	+ 32	2.4	7.50%
СибирьТел-6	100.50	+ 20	1.4	*7.63%

Лидеры падения

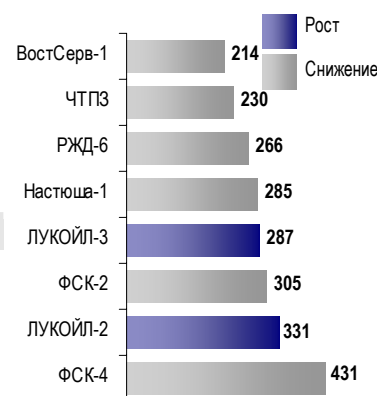
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	102.42	- 5	4.6	7.14%
ФСК-4	100.35	- 5	3.8	7.34%
ОГК-5	99.63	- 2	2.3	*7.81%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-4	100.00	- 15	0.9	8.41%
ВолгаТел-2	101.30	- 10	1.6	*7.49%
МОИА-1	101.95	- 10	2.7	8.42%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

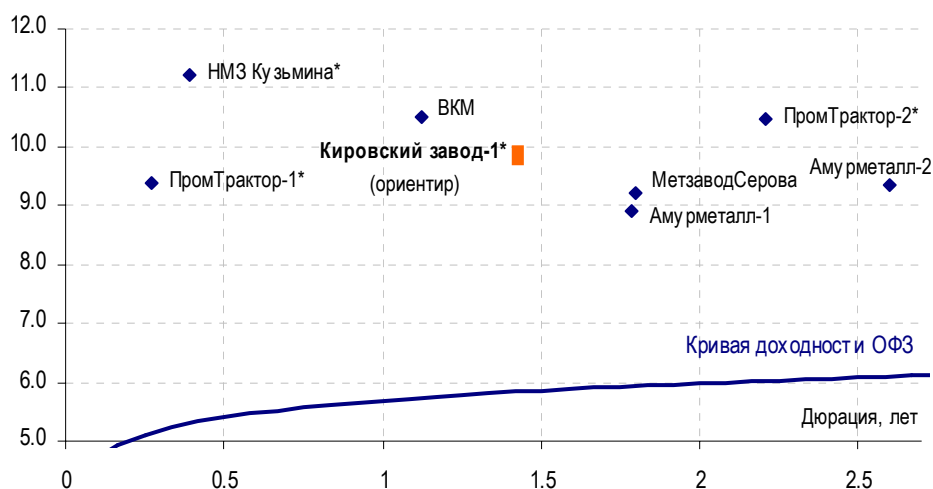
Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.07	100.00	7.70	1.80	176	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.55	7.49	0.88	185	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.80	7.88	1.15	213	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.15	7.63	1.16	187	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.40	7.97	0.86	234	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.65	9.24	1.98	326	350	↑ 25
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.72	1.17	296	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.70	100.55	8.01	3.82	176	180	↑ 5
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.70-99.80	8.71	1.40	287	290-300	↑ 5-15
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.10-100.50	8.68	2.24	264	240-260	↓ 5-25
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.70	100.95	7.35	2.30	131	120	↓ 10
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.33	1.81	239	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.15	100.90	7.78	2.35	172	140	↓ 30
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.25	99.35	8.91	3.40	270	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.05	100.20-100.40	10.36	1.20	459	515-535	↑ 60-75
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.30	-	9.12	1.98	314	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.80	-	9.78	3.63	354	-	↑

Кировский завод: слишком низкая рентабельность

Дисконт к Промтрактору необоснован, рекомендуем участвовать по верхней границе (УТР: 10.00%)

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций Кировского завода (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года) – петербургского холдинга, специализирующегося на производстве металлургической и машиностроительной продукции. В качестве основных слабостей компании мы выделяем низкую рентабельность всех направлений бизнеса по сравнению с конкурентами. Невысокий планируемый уровень долговой нагрузки компании является позитивным фактором, но, по нашему мнению, этого недостаточно для обоснования более узких спрэдов, чем у Промтрактора. Ориентир организатора на уровне 9.72-9.98% УТР (купон 9.50-9.75%) представляется нам несколько заниженным. Мы рекомендуем участвовать в аукционе по доходности около 10.00%, что соответствует верхней границе диапазона, объявленного организатором

Доходность облигаций на 27 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Структура займа и финансовая прозрачность вполне приемлемы, несмотря на отсутствие публичной отчетности по МСФО

ОАО «Кировский завод» является холдинговой компанией группы, включающей в себя около 20 юр.лиц, и балансодержателем значительной части основных средств группы. Основные направления деятельности – производство стального проката (ЗАО «Петросталь»), и машиностроение (Петербургский тракторный завод, Киров-Энергомаш). Компания контролируется менеджментом.

Структура займа представляется нам вполне комфортной: на эмитента и 3 поручителей приходится львиная доля выручки и около 3/4 финансовых результатов группы. Финансовая прозрачность компаний также вполне удовлетворительна: отчетность отдельных предприятий по РСБУ соответствует управленческим результатам. Основную слабость компании мы видим в низкой операционной эффективности основных подразделений.

Петросталь – маленький и неэффективный завод по сравнению с mini-mill

Металлургический дивизион группы представлен относительно небольшим по мощности заводом Петросталь (300-320 тыс тонн стали в год), производящим сортовой прокат. В общероссийских масштабах производства сортового проката доля Петростали составляет всего около 1%, по мощностям завод уступает Макси-Групп почти в 10 раз, Амурметаллу – более чем в 3 раза. Кроме того, на Петростали до сих пор используется устаревший мартеновский способ выплавки стали, что определяет низкие показатели эффективности и экологической безопасности предприятия по сравнению с современными ЭСП-заводами.

Рентабельность в металлургическом направлении очень низкая

В силу использования устаревших технологий, операционная рентабельность Петростали (3-4% по РСБУ) также очень невысока по сравнению с Макси-Групп (около 25%) и Амурметаллом (около 14%). В ближайшее время кардинальной перестройки действующих мощностей Петростали не планируется, поэтому рентабельность прокатного производства, по нашим ожиданиям, будет заметно отставать не только от крупных меткомбинатов, но и от мини-заводов.

<i>Рентабельность машиностроительного бизнеса также низкая</i>	Основным активом машиностроительного дивизиона группы является Петербургский тракторный завод, специализирующийся в основном на производстве колесных тракторов сельхозназначения. Как и в случае металлургического дивизиона, рентабельность ПТЗ (около 4% по EBITDA) также существенно уступает российскому лидеру отрасли – концерну «Тракторные заводы» (Промтрактор, около 12% по EBITDA).
<i>Ситуация на рынке тракторной техники не очень благоприятна для российских заводов</i>	Текущую ситуацию на российском рынке тракторов в целом сложно назвать благоприятной: на рынке доминирует импортная продукция Минского Тракторного Завода (около 50%) и иностранных концернов (около 27%). На долю ПТЗ по итогам 2005 г. приходилось всего 2% российского рынка тракторов, предприятия концерна «Тракторные заводы» контролировали около 11% рынка. Для сравнения: Минский Тракторный завод производит около 50 тыс тракторов в год, в то время как ПТЗ – всего около 1 тысячи машин. Все российские тракторные заводы в настоящий момент работают при очень низких показателях использования мощностей.
<i>Позиции ПТЗ слабее, чем у Промтрактора или Ростсельмаша</i>	Недавно приобретенный Тракторными заводами Агромашхолдинг (АМХ), как и ПТЗ специализируется на производстве сельхозтехники. Однако позитивным отличием АМХ от ПТЗ являются сильные позиции на рынке комбайнов, который в гораздо меньшей степени подвержен влиянию импорта. На сегодняшний день 2 лидера отрасли сельхозтехники (АМХ и Ростсельмаш) формируют свою доходную базу именно за счет комбайнов. Таким образом, рынок сбыта продукции ПТЗ существенно уже, чем у лидеров.
<i>Крупные земельные участки в центре СПб – хороший актив на будущую перспективу</i>	Помимо машиностроительных и металлургических мощностей у группы есть еще один важный актив – крупные земельные участки в центре СПб. Именно они, по нашему мнению, могут стать ключевым источником будущих финансовых результатов группы. В частности, компания планирует вложить около 25 млн долл. в развитие портового контейнерного терминала на территории завода. Мы предполагаем, что этот проект действительно может оказаться очень рентабельным. Однако будущие проекты в недвижимости вряд ли могут сгладить негативное впечатление от низкой текущей эффективности основных производственных активов.
<i>Долговая нагрузка вполне консервативна</i>	Долговая нагрузка группы представляется нам более чем умеренной: соотношение Долг/EBITDA по итогам 2006 г. составило около 1х, а в 2007 г. оно может вырасти до 1.8-2х. По этому параметру Кировский завод выглядит лучше металлургических мини-заводов (Долг/EBITDA от 3 до 7х по итогам 2006 года) и Промтрактора (наша оценка Долг/EBITDA: 4-5х по итогам 2006 года).
<i>Главная проблема – очень низкая рентабельность основных направлений деятельности</i>	Однако консервативный уровень долговой нагрузки – это, пожалуй, единственный позитивный момент в общей характеристике группы. По нашему мнению, он не может перевесить низкой рентабельности: маржа EBITDA в целом по группе за 2006 г. составила около 9%, что немного для машиностроительного и очень мало для металлургического производства. Устаревшее оборудование и низкая эффективность, по нашему мнению, даже несмотря на консервативную долговую политику, не делают бумаги Кировского завода более привлекательными.
<i>Инвестпрограмма не подразумевает существенного роста финансовых результатов</i>	Инвестиционная программа Кировского завода не нацелена на кардинальную модернизацию и существенное расширение мощностей: остановка мартеновских печей не входит в планы завода. Новое литейное производство в Лен.области будет относительно небольшим по масштабу (25 тыс тонн). Интересным инвестпроектом нам представляется развитие портового терминала, но, судя по данным меморандума, выручка этого проекта будет относительно небольшой (около 500 млн руб. в сумме за 2007-2011 гг.).

Мы считаем, что низкая долговая нагрузка не сделает бумаги Кировского завода более привлекательными по сравнению с Промтрактором или малыми металлургами. Планы компании нацелены на медленную модернизацию производств без радикальных инвестиций. Ценой консервативной политики, по нашему мнению, может стать технологическое и финансовое отставание Кировского завода от конкурентов, как в металлургической, так и в машиностроительной отрасли.

Мы не считаем долговую нагрузку достаточной причиной для дисконта к Промтрактору

Рекомендуем участвовать по верхней границе диапазона (купон: 9.75%)

Ориентир организаторов по спреду бумаг Кировского завода составляет 390-415 б.п. к ОФЗ, что уже спредов Промтрактора (420-435 б.п.). По нашему мнению, со спредом уже, чем у Промтрактора бумаги Кировского завода будут непривлекательными, поэтому минимально приемлемый спред для этого выпуска мы оцениваем в 420 б.п., что соответствует ставке купона в 9.80%.

Мы рекомендуем участвовать в аукционе по верхней границе диапазона, предлагаемого организатором (купон: 9.75%): мы не сомневаемся, что в силу короткой дюрации бумага найдет своих инвесторов. Но мы еще раз обращаем внимание на тот факт, что ждать роста финансовых результатов компании не стоит, а значит – потенциал сужения спредов бумаг Кировского завода также будет весьма ограниченным.

СаНОС это все-таки Газпром?

Непонятно, являются ли новости последней точкой в деле покупки СаНОСа Газпром

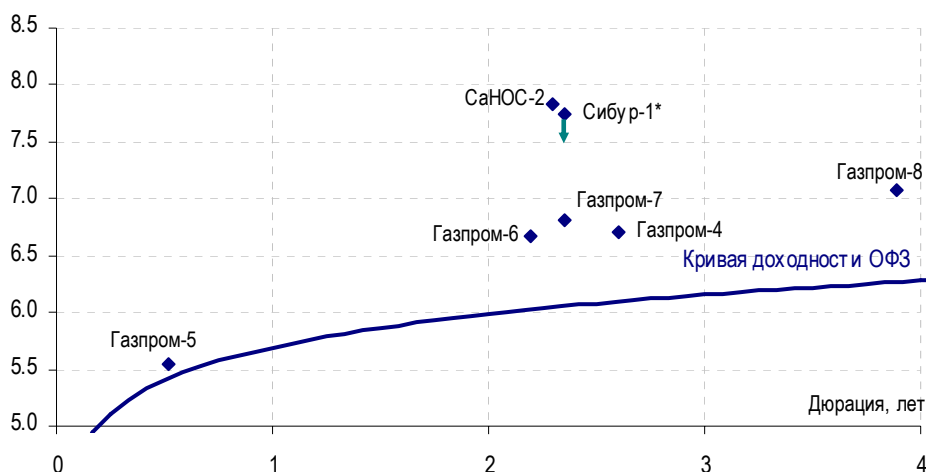
Вчера появились новости о том, что Правительство Башкирии и Газпром договорились о передаче пакета акций СаНОСа газовому монополисту в обмен на акции самого Газпрома. Напомним, что история со сменой собственника СаНОСа длится уже около года, и нам пока неясно, поставлена ли в ней последняя точка, или опять стоит ждать неожиданного развития ситуации. В действительности, по нашему мнению, для Газпрома нет оснований торопиться с получением юридического контроля в капитале СаНОСа, т.к. де-факто компания находится в его оперативном управлении. Поэтому мы допускаем, что окончательное оформление сделки может затянуться на длительный срок.

Бумаги Сибура по текущим ценам представляются нам более привлекательными

По сравнению с облигациями СаНОСа существенно более привлекательным выбором нам представляется выпуск Сибур-1: спред между этими бумагами составляет всего около 15 б.п. при одинаковой дюрации. При этом Сибур является более рентабельным предприятием с низкой долговой нагрузкой, имеющим собственные кредитные рейтинги. По нашим ожиданиям, спред Сибур-СаНОС может расширяться еще на 15 б.п. за счет роста бумаг Сибура. Поэтому при выборе между этими двумя выпусками мы рекомендуем бумаги Сибура, т.к. оцениваем потенциал их роста существенно более позитивно.

Наш ориентир по цене Сибур-1: 100.80-101.00% (текущая цена: 100.15%), бумаги СаНОСа, по нашему мнению, оценены справедливо и мы не ждем существенного роста их цены.

Доходность облигаций на 27 марта



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

РСХБ: приватизация отменяется

Руководство РСХБ опровергло новости о приватизации банка

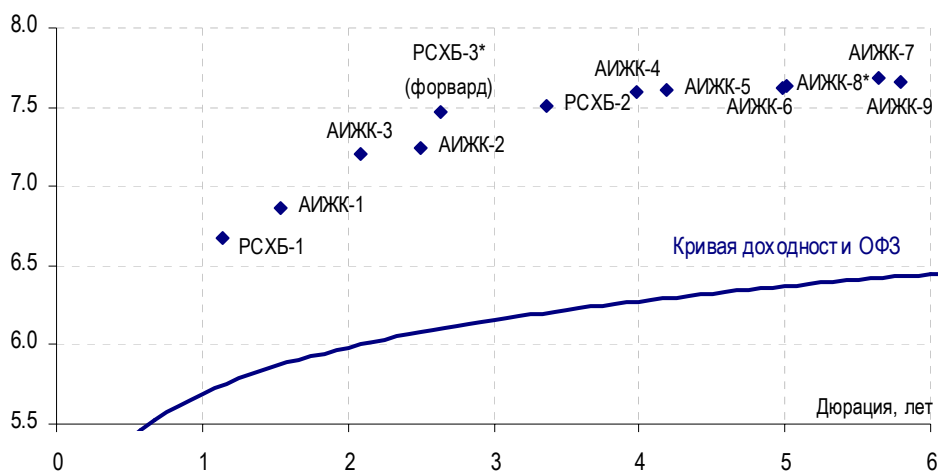
В сегодняшнем интервью Ведомостям Председатель правления Россельхозбанка г-н Трушин опроверг сообщения новостных агентств о внесении банка в план приватизации, появившиеся на прошлой неделе. Тем самым г-н Трушин практически полностью подтвердил наше мнение о том, что государство в ближайшем будущем, скорее всего, сохранит контроль над РСХБ, изложенное в ежедневном обзоре от 20 марта.

«Справедливый» спрэд РСХБ: 120-140 б.п., без изменений

Мы продолжаем считать, что основным фактором кредитного качества РСХБ является очень высокий уровень господдержки, и при оценке «справедливого» спреда бумаг банка исходим из того, что эта ситуация сохранится в течение длительного времени. Наша оценка «справедливого» спреда бумаг РСХБ: 120-140 б.п. к ОФЗ, т.е. немногим шире, чем спрэд бумаг АИЖК, обеспеченных госгарантией, но не имеющих кредитного рейтинга.

По нашему мнению, все три рублевых выпуска РСХБ оценены в настоящий момент вполне адекватно.

Доходность облигаций на 27 марта



Источник: ММББ, 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
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	npekшева@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
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	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.