

Рублевые корпоративные облигации

10 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Годовые результаты ОМК: у облигаций есть потенциал роста » *стр. 3*
- ТМК: рост производства и возможные сделки M&A » *стр. 4*
- ТВЗ: анализ отчетности за 2006 год » *стр. 5*

Индикаторы

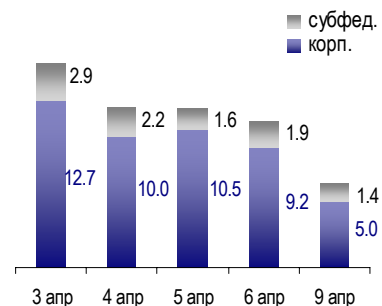
Долларов США за Евро	1.3377	- 0.3 %
Рублей за доллар США	25.9270	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.85	+ 1.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.56%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.71%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	94	- 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	423.9	+ 3.5
Остатки на д/с, млрд руб.	587.6	+ 41.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 34.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СЕГОДНЯ

- Размещение РМК-Финанс-1 (3 млрд руб., 3 года)

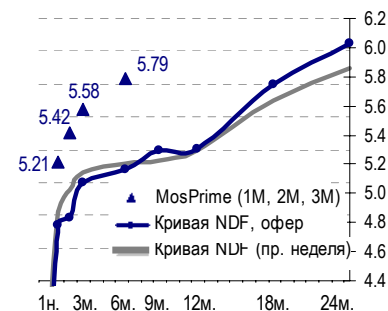
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

12 апр	Размещение Группа Магnezит-2 (2.5 млрд руб., oferta через 2 года)
	Размещение Екатеринбургская электросетевая компания-2 (1 млрд руб., oferta через 3 года)
16 апр	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 апр	Размещение Юниаструм Банк-2 (1.5 млрд руб., oferta через 1.5 года)
18 апр	Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (15 млрд руб., погашение в 2012 году)
19 апр	Размещение Жилсоципотека-Финанс-2 (1.5 млрд руб., годовая oferta)
	Размещение Заводы Гросс-1 (1 млрд руб., годовая oferta)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	100.95	+ 10	5.3	7.34%
Мосэнерго-2	101.60	+ 10	4.1	*7.38%
РСХБ-2	101.94	+ 9	3.3	7.47%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-4	101.75	+ 13	0.5	6.87%
УРСИ-7	101.45	+ 9	1.8	*7.72%
Ленэнерго-2	101.40	+ 5	4.0	8.34%

Лидеры падения

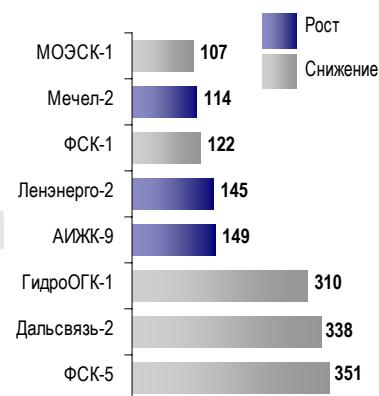
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-5	100.10	- 11	1.7	6.71%
ЛУКОЙЛ-3	100.00	- 10	4.0	7.22%
РЖД-6	101.58	- 7	3.1	6.96%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	102.80	- 30	2.3	7.44%
Копейка-2	99.60	- 30	1.7	*9.23%
Очаково-2	99.21	- 10	1.0	9.56%

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.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.10	100.00	7.68	1.85	176	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.55	7.46	0.85	187	180	↔
ОМК	30/11	Покупать	101.70	101.90	7.79	1.11	208	180-190	↓ 20-30
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.25	102.15	7.62	1.13	190	200	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.70	9.24	1.95	329	350	↑ 20
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.10	100.60	7.90	3.78	166	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.75-99.85	8.71	1.37	291	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.50	100.15-100.55	8.43	2.20	243	240-260	↔
Мосэнерго-1: после роста в последние дни бумага оценена адекватно									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.90	101.00	7.26	2.27	124	120	↓ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.50	-	8.27	1.81	235	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.40	100.95	7.66	2.32	164	140	↓ 25
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.30	99.40	8.89	3.37	271	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.20	100.20-100.40	10.23	1.16	450	525-540	↑ 75-90
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.40	-	9.06	1.94	311	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.15	-	9.68	3.60	346	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.75	109.50	8.35	2.60	227	200	↓ 25
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.65	104.05	8.29	3.13	214	200	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.30-103.65	8.20	1.84	227	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.60	103.15-103.45	7.82	1.51	198	210-230	↑ 10-30

Годовые результаты ОМК: у облигаций есть потенциал роста

Отчетность по РСБУ отражает рост выручки и рентабельности

Основные производственные активы ОМК отчитались по РСБУ за 2006 год. Результаты Выксунского и Чусовского метзаводов подтверждают тенденции, обозначенные руководством компании ранее: рост выручки и повышение рентабельности. По финансовым показателям ОМК лишь немногим уступает лидеру отрасли – ТМК, а активные инвестиционные планы компании позволяют предположить, что в ближайшем времени лидерство ОМК в сегменте ТБД будет укрепляться.

Суммарные результаты ВМЗ и ЧМЗ по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	50.1	7.4	14.8%	16.2	1.8	10.3
2006	73.6	13.6	18.5%	13.6	1.2	10.0

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Основной рост выручки в 2006 г. достигнут за счет ТБД. В 2007 г. рост продолжается

Прошлый год стал для ОМК годом бурного роста объемов производства и выручки при одновременном повышении рентабельности. Такая динамика в значительной мере связана с расширением мощностей по производству труб большого диаметра: в результате ввода в строй нового комплекса (проект 1420) объем выпуска ТБД в 2006 году увеличился на 91%. Операционные данные за 1 кв. 2007 свидетельствуют о том, что темп прироста физических объемов выпуска труб превысил 40%. Поэтому финансовые показатели 2007 г. также должны продемонстрировать очень существенный рост.

Единственным значимым отличием отчетности по РСБУ от консолидированных результатов, обозначенных руководством компании, является уровень рентабельности: 18.5% по EBITDA в российской отчетности против 24%. Однако в силу низкой долговой нагрузки и тенденции к росту рентабельности ОМК это различие представляется нам не очень существенным: даже по российской отчетности кредитное качество ОМК можно оценить как очень высокое.

Дальнейшие перспективы ОМК в значительной мере связаны с реализацией масштабной инвестиционной программы, основными составляющими которой являются:

- строительство собственного литейно-прокатного комплекса по производству штрипса для труб малого и среднего диаметра;
- строительство «Стана-5000» - комплекса по производству заготовки для труб большого диаметра.

Помимо этих 2 задач ОМК реализует ряд других менее крупных инвестпроектов, направленных на увеличение добавленной стоимости производимой продукции: строительство линий антикоррозионного покрытия труб и т.д.

Основная часть инвестпрограммы 2006 г. может быть профинансирована за счет собственных источников

Суммарный объем инвестпрограммы ОМК на 2007 г. компания оценивала в \$800 млн. Несмотря на столь значительные планы, основная часть этой суммы (по нашим оценкам – не менее 50%) может быть профинансирована за счет собственных источников. Поэтому мы ожидаем, что долговая нагрузка ОМК в 2007 г. сохранится на консервативном уровне около 1.5x Долг/EBITDA. Таким образом, наш прогноз финансовых результатов ОМК за 2007 г. – очень позитивный как с точки зрения доходов, так и по показателям долговой нагрузки.

По основным финансовым параметрам (выручка, долговая нагрузка, рентабельность) ОМК вплотную приблизилась ТМК. Единственным фактором отставания от ТМК является более низкая финансовая прозрачность, связанная с отсутствием консолидированной отчетности по МСФО. Однако понятная структура денежных потоков ОМК все же позволяет с достаточно высокой достоверностью оценивать финансовые показатели группы на основании российской отчетности отдельных заводов.

Спрэды ОМК неадекватно широки

Облигации ОМК на сегодняшний день торгуются с самой высокой премией среди трубных компаний: их спрэд составляет около 210 б.п. к ОФЗ (спрэды бумаг ТМК и ЧТПЗ составляют 180-190 б.п.). Такая ситуация представляется нам неадекватной: с точки зрения кредитного качества компании «справедливый» спрэд ОМК составляет 180-200 б.п. к ОФЗ.

Рекомендуем купить с ориентиром 101.90%

В связи с этим мы видим краткосрочный спекулятивный потенциал в бумагах ОМК и рекомендуем их к покупке с ориентиром по цене в 101.90% (текущая цена: 101.60-101.70%).

Рост в 1кв2007: +12%, повышение цен на сырье не должно существенно снизить рентабельность**ТМК: рост производства и возможные сделки M&A**

На прошлой неделе ТМК опубликовала операционные результаты за 1кв2007: рост производства отмечен по всем основным видам выпускаемых труб, общее увеличение выпуска составило около 12%. При этом компания сообщила, что в 2007 г. она столкнулась с существенным ростом цен на основные виды сырья: металлолом, трубную заготовку и штрипс. Мы считаем, что этот факт не приведет к существенному снижению рентабельности:

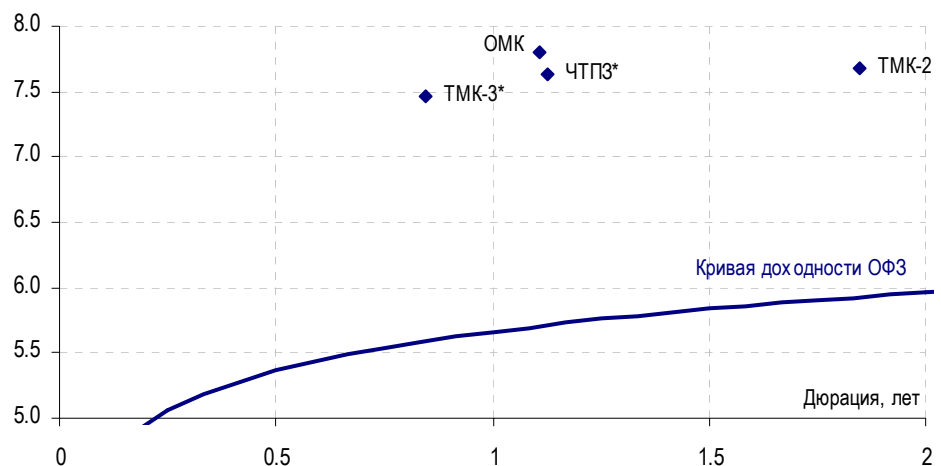
- в 2007 г. компания ТМК планирует довести выпуск собственной трубной заготовки до 90% от своих потребностей;
- компания имеет возможность в значительной мере переключать рост цен на сталь и металлолом на конечных потребителей своей продукции.

Бумаги ТМК оценены адекватно

Как мы и предполагали, в ходе оферты по выпуску ТМК-2 большинство инвесторов решили не предъявлять бумаги к выкупу (погашено было всего 3% от объема выпуска). Бумаги в настоящий момент оценены адекватно (спрэд к ОФЗ: около 180 б.п.). На наш взгляд, они останутся привлекательными в основном для консервативных инвесторов.

ТМК рассматривает сделки M&A: влияние на кредитное качество пока минимально

Недавно один из руководителей ТМК сообщил, что компания активно рассматривает возможности M&A сделок общей суммой в \$1-2 млрд. Сегодня утром Reuters со ссылкой на неназванные источники сообщил о том, что ТМК ведет переговоры об объединении с украинским трубным производителем Интерпайп. Пока отсутствуют детали о возможных сроках и способах финансирования этой сделки, поэтому мы не видим причин для пересмотра оценок облигаций компании.

Доходность облигаций на 9 апреля

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ТВЗ: анализ отчетности за 2006 год

Основные события: рост выручки при снижении рентабельности

Тверской вагоностроительный завод недавно отчитался по РСБУ за 2006 год. Мы отмечаем существенный рост выручки компании, который, однако, сопровождался заметным снижением рентабельности во второй половине года. При этом мы не меняем позитивной оценки кредитного качества ТВЗ: определяющими факторами для облигаций остаются сравнительно невысокая долговая нагрузка и стратегический характер предприятия.

Основные финансовые результаты ТВЗ за 2006 г. по РСБУ:

- выручка: 15.3 млрд руб. (+34%; 11.4 млрд руб за 2005 г.);
- EBITDA: 1.04 млрд руб., маржа EBITDA 6.8% (8.0% за 2005 г.);
- Долг: 3.1 млрд руб., Долг/EBITDA: 3.0x (3.8x – на 31.12.2005).

Рост выручки ТВЗ в 2006 г., по нашему мнению, связан в основном с увеличением закупок со стороны основного клиента – ОАО «РЖД». Накопленный дефицит пассажирского вагонного парка достаточно высок, поэтому в течение ближайших лет мы видим основания для продолжения роста доходов компании.

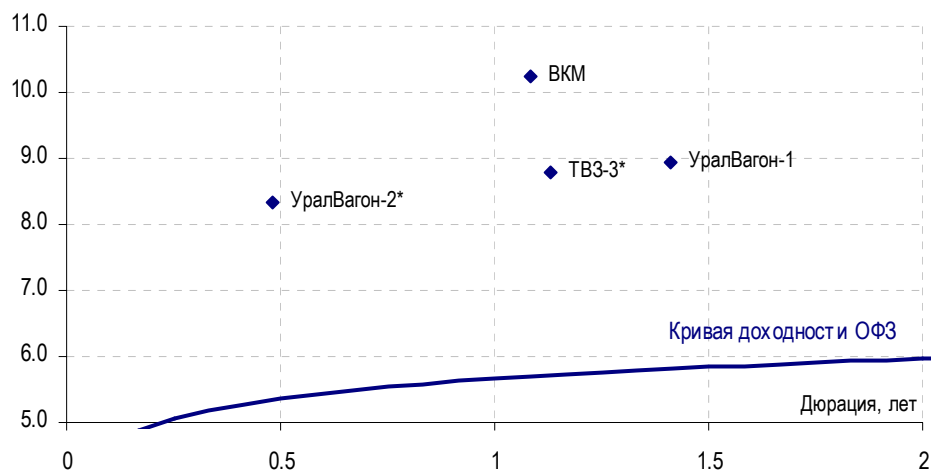
Долговая нагрузка остается самой низкой среди вагоностроителей

В качестве негативного момента мы отмечаем снижение рентабельности ТВЗ во 2 половине 2006 года: если по итогам 1 полугодия маржа EBITDA достигла 10%, то в целом за год она снизилась до 6.8%. Однако снижение маржи не привело к резкому росту долговой нагрузки: благодаря контролю за разрастанием дебиторской задолженности показатель Долг/EBITDA составил 3x, заметно снизившись за год. На сегодняшний день долговая нагрузка ТВЗ является самой низкой среди вагоностроительных компаний.

ТВЗ привлекателен в стратегии «купить до оферты»

Текущий спрэд облигаций ТВЗ составляет 290-300 б.п. к ОФЗ, что соответствует нашим представлениям о «справедливой» доходности этих бумаг. В силу короткой дюрации и стабильного кредитного качества бумаги ТВЗ, на наш взгляд, остаются привлекательными в рамках стратегии «купить и держать до оферты».

Доходность облигаций на 9 апреля



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	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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	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

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.