

Рублевые корпоративные облигации

5 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ОМЗ: сталь растет, атом пока отстает » *стр. 3*
- ЦБ опять готовится укрепить рубль? » *стр. 5*

Индикаторы

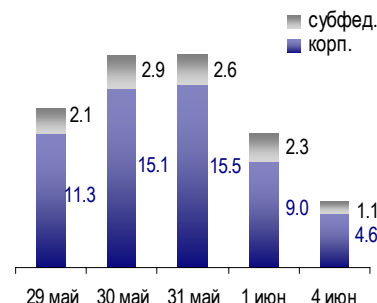
Долларов США за Евро	1.3491	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	25.8932	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.04	+ 2.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.40%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.84%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	89	+ 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	449.2	+ 9.8
Остатки на д/с, млрд руб.	1278.9	+ 12.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 25.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Авиакомпания ЮТЭйр планирует четвертый выпуск объемом 2.5 млрд руб.
- Планируется выпуск МИЭЛЬ-Финанс-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

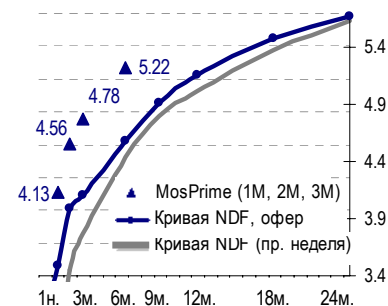


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 июн	Размещение ЮТК-5 (2 млрд руб., оферта через 3 года)
7 июн	Размещение ТГК-4 (5 млрд руб., оферта через 2 года) Размещение Банк Спурт-2 (1 млрд руб., оферта через 1 год) Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
8 июн	Размещение НПО Сатурн-3 (3.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
13 июн	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (12 млрд руб., дюрация 8.5 лет) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (12 млрд руб., дюрация 12.8 лет)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-4	106.80	+ 30	3.9	7.16%
АИЖК-7	103.39	+ 14	5.7	7.28%
Газпром-4	104.78	+ 6	2.4	6.35%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	100.10	+ 30	0.8	8.52%
МОИА-1	102.15	+ 25	2.5	8.30%
Содружество-1	100.10	+ 20	2.1	10.66%

Лидеры падения

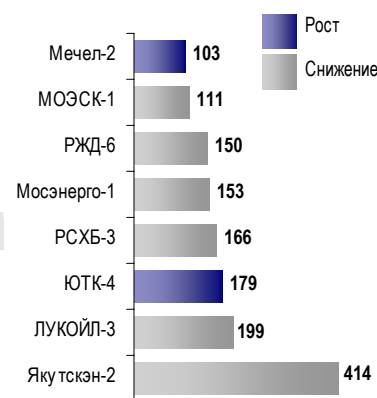
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	100.30	- 15	3.2	7.13%
Газпром-7	100.70	- 10	2.2	6.57%
РЖД-6	101.90	- 10	3.1	6.83%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-5	101.68	- 22	0.8	7.28%
ЦентрТел-4	113.35	- 20	1.9	7.29%
Магнит-2	100.15	- 10	4.0	8.32%

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	100.70	100.25	7.30	1.70	152	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.60	7.17	0.69	177	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.95	7.42	0.96	189	180	↓ 10
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.25	102.25	7.34	0.98	180	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.00	8.96	1.79	316	350	↑ 35
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.50	101.05	7.77	3.63	167	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.95-100.05	8.75	1.21	312	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.10	101.20	7.13	2.11	126	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.70	7.29	3.99	115	120	↑ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.95	-	7.95	1.66	219	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.70	101.15	7.51	2.25	161	140	↓ 20
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.70	99.80	8.75	3.21	271	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.80	100.35-100.55	9.66	1.01	410	540-560	↑ 130-150
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.67	1.79	287	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.84	3.63	274	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.45	109.65	7.94	2.58	199	190	↓ 10
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.40	104.65	8.00	2.98	199	190	↓ 10
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.25-103.60	7.55	1.69	178	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	103.70	103.05-103.35	7.51	1.36	183	210-230	↑ 25-45
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	99.95-100.20	8.11	2.47	218	240-250	↑ 20-30

ОМЗ: сталь растет, атом пока отстаёт

ОМЗ опубликовали отчетность по МСФО

Вчера группа «Объединенные машиностроительные заводы» опубликовала отчетность по МСФО за 2006 год. Мы отмечаем существенный рост результатов по направлению производства специальных сталей, который в целом существенно улучшил картину финансовых показателей компании. Также ОМЗ провела деконсолидацию Ижорских Заводов, которые до конца текущего года планируется окончательно передать в СП, которое будет контролироваться государством.

Основное впечатление: умеренно-позитивное

В целом мы умеренно-позитивно оцениваем финансовые результаты группы с точки зрения кредитного качества облигаций ОМЗ:

- основные производственные направления демонстрируют сильные финансовые результаты, долговая нагрузка ОМЗ снизилась до 2.4x Долг/ЕБИТДА;
- несмотря на слабые финансовые результаты Ижорских Заводов, поручительство этой компании, на наш взгляд, дает инвесторам дополнительный комфорт.

Финансовые результаты группы ОМЗ по МСФО (млн USD)

Период	Выручка	ЕБИТДА*	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг/ЕБИТДА, Раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	602	47	7.8%	221	4.7x	2.7x
2006	667	67	10.0	159	2.4x	3.8x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка
* с учетом корректировок

Улучшение финансовых результатов ОМЗ за счет направления спецсталей, а также...

Основным двигателем роста финансовых результатов компании в 2006 году стал бизнес-сегмент «производство спецсталей»:

- выручка сегмента составила \$393 млн (+28%);
- операционная прибыль выросла почти в 5 раз – до \$52.3 млн.

При этом остальные сегменты (производство атомного, горнодобывающего оборудования и машиностроение) продемонстрировали стагнацию или снижение финансовых результатов.

Несмотря на то, что при расчете ЕБИТДА компании мы уменьшили операционную прибыль на сумму финансового результата от продажи оборудования, итоговые показатели рентабельности выглядят вполне достойно.

... деконсолидации Ижорских Заводов

Существенное влияние на финансовые показатели компании оказала деконсолидация Ижорских Заводов (ИЗ): до конца 2007 г. ОМЗ планирует передать акции этой компании в СП с Атомэнергомашем, т.е. де-факто ИЗ должны перейти под контроль государства в лице дочерней структуры Росатома. Исключение ИЗ из отчетности ОМЗ оказало скорее позитивное влияние на оценку финансовых показателей группы:

- долг был уменьшен почти на \$100 млн;
- отчетность ОМЗ не включает в себя чистый убыток ИЗ в размере \$40 млн.

Долговая нагрузка на невысоком для машиностроения уровне и не должна существенно вырасти в 2007

Благодаря сильным результатам стального направления и деконсолидации ИЗ, долговая нагрузка ОМЗ существенно снизилась и составляет около 2.4x Долг/ЕБИТДА, что относительно немного для предприятия тяжелого машиностроения. В 2007 г. ОМЗ планируют потратить на инвестиции около 3 млрд руб., и мы полагаем, что как минимум половину этой суммы компания сможет покрыть за счет собственных источников.

Основной инвестпроект в 2007 – строительство ЭСП-печи для стального дивизиона

Основным инвестпроектом ОМЗ на 2007 г. должно стать начало строительства новой дуговой электросталеплавильной печи для дивизиона «ОМЗ-Спецсталь». Оживление российской машиностроительной отрасли ведет за собой рост спроса на инструментальные, конструкционные и другие специализированные виды стальной продукции. В связи с этим мы считаем, что инвестиции именно в производство сталей на данном этапе вполне оправданны.

<i>Стагнация в атомном сегменте: Skoda</i>	При анализе результатов ОМЗ негативное впечатление оставляет уменьшение выручки и финансовых результатов сегмента «оборудование для атомной промышленности» (на 22-25%), которое на сегодняшний день представлено чешскими заводами Skoda. Компания объясняет такую ситуацию закрытием ряда крупным заказом. Поскольку продукция Skoda производится в том числе и для европейского рынка, то мы ожидаем, что с активизацией строительства АЭС в Европе, спрос на ее продукцию должен восстановиться.
<i>Ижорские заводы пока работают с убытками...</i>	Еще одним негативным аспектом является отрицательный финансовый результат Ижорских Заводов при высоком долге компании (\$98 млн). Напомним, что в настоящий момент идет процесс передачи 78% пакета акций ИЗ в совместное предприятие, которое будет контролироваться Атомэнергомашем (структура Росатома). Соответственно, отчасти негативную финансовую динамику ИЗ можно связать с трудностями «переходного периода».
<i>... из-за небольшого объема заказов на реакторные корпуса</i>	Еще одна проблема ИЗ: небольшой объем заказов в рамках федеральной целевой программы «Развитие атомного энергопромышленного комплекса». В настоящий момент ИЗ в рамках государственного заказа ведут поставки оборудования только для Ростовской АЭС. Однако есть основания надеяться на то, что в течение ближайших лет ИЗ все же получат крупные госзаказы: соответствующая ФЦП предусматривает финансирование в сумме \$55 млрд на период до 2015 года.
<i>Ожидаем восстановления финансовых показателей ИЗ в течение ближайших 2-3 лет</i>	В действительности, Ижорские Заводы в настоящий момент являются единственным в России производителем реакторных корпусов, поэтому сомнения в том, что компания получит новые заказы, относительно невелики. Одной из ключевых финансовых проблем ИЗ, по данным интервью гендиректора компании г-на Пакерманова, являются сложные согласовательные процедуры, которые требуются для начала финансирования работ по производству заготовок для реакторных корпусов. Таким образом, восстановление финансовых результатов Ижорских заводов, по нашим прогнозам, является вопросом ближайших 2-3 лет.
<i>Финансовые результаты ОМЗ в целом позитивны для инвесторов</i>	По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты ОМЗ вполне позитивны для держателей облигаций компании: <ul data-bbox="472 1211 1490 1382" style="list-style-type: none">• сильные результаты основного бизнеса (рост рентабельности, снижение долговой нагрузки) говорят об укреплении кредитного качества;• деконсолидация Ижорских Заводов и их ожидаемая передача в СП с Атомэнергомашем не ослабляет кредитную базу облигаций, т.к. ИЗ являются поручителем по выпуску ОМЗ-5.
	Выпуск ОМЗ-5 практически неликвиден, поэтому мы не даем рекомендаций относительно его цены. Мы считаем, что опубликованные вчера финансовые результаты ОМЗ не окажут существенного влияния на котировки облигаций компании.

ЦБ опять готовится укрепить рубль?

Приток капитала разгоняет инфляцию

Вчера были опубликованы предварительные данные об инфляции и динамике роста денежной массы за январь-май 2007г. Судя по комментариям руководителей Банка России, регулятор обеспокоен масштабным притоком капитала, который является основной причиной усиления инфляционных ожиданий. Чистый приток капитала по итогам 5 месяцев уже превысил годовой ориентир Банка России в \$35 млрд.

Инфляция по итогам 1-го полугодия ожидается на уровне 5.2%, что на 1п.п. ниже показателя за аналогичный период 2006 года. Тем не менее, Банк России сохраняет целевой прогноз по годовой инфляции в диапазоне 7.5%-8.0%. Мы полагаем, что в условиях беспрецедентного роста денежной массы целевые ориентиры по инфляции могут быть достигнуты только путем укрепления рубля.

Вероятность повышения ставок ЦБ невысока, из-за опасений по дальнейшему притоку спекулятивных денег

При этом возможности Банка России по использованию процентных ставок в качестве антиинфляционного инструмента весьма ограничены, т.к. их повышение может привлечь дополнительный спекулятивный спрос и тем самым вызвать обратный эффект. По сообщению Reuters, г-н Игнатьев подтвердил, что Банк России не намерен существенно повышать процентные ставки по собственным инструментам именно из-за опасений вызвать новый приток спекулятивного капитала.

Мы полагаем, что естественным ограничителем для рублевых ставок является т.н. «ставка по бивалютной корзине» - комбинация базовых ставок в евро и долларах США в соответствии с весами валют в валютной корзине ЦБ, которая составляет сейчас около 4.5-4.6%. Выше этого уровня инструменты Банка России могут стать предметом агрессивного спекулятивного спроса и, соответственно, перестать выполнять функцию стерилизации избыточной рублевой массы.

Укрепление рубля остается самым эффективным инструментом для ЦБ

В результате валютный курс остается единственным эффективным инструментом борьбы с инфляцией. Это также подтверждается вчерашним заявлением г-на Игнатьева о том, что Банк России «очень тщательно» изучит возможность дальнейшего номинального укрепления рубля. По нашему мнению, в качестве предупредительной меры ЦБ может укрепить рубль по отношению к бивалютной корзине уже в августе-сентябре.

Текущая ситуация благоприятна для цен рублевого долга

Мы полагаем, что ограниченность маневра Банка России по управлению рублевыми ставками в целом благоприятно для корпоративного долга. В среднесрочной перспективе мы не ожидаем существенного роста ставок по корпоративным облигациям.

По нашему мнению, начиная с конца июня возможны колебания ставок денежного рынка, которые могут быть связаны с временным оттоком средств из банковской системы в связи с расчетами по аукционам по продаже имущества ЮКОСа. Однако мы полагаем, что как и в случае временного ухудшения ликвидности в момент блокирования средств на накопительных счетах Сбербанка в марте, цены рублевых облигаций в незначительной степени отреагируют на рост коротких ставок. *Наш общий прогноз по ценам рублевых облигаций до конца 2007 года – позитивный.*

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.