

Рублевые корпоративные облигации

8 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- НПО Сатурн: светлое будущее против сегодняшних долгов » *стр. 3*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3428	- 0.6 %
Рублей за доллар США	25.8457	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.87	+ 1.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.40%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.01%	+ 10 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	89	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	456.2	- 7.0
Остатки на д/с, млрд руб.	1286.7	- 0.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 124.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

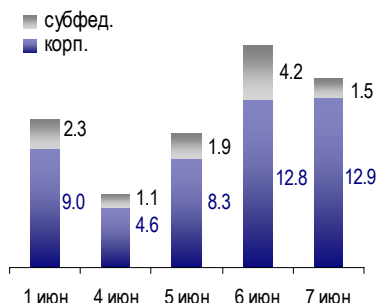
СКОРО

- 19 июня планируется размещение Седьмой Конинтент-2 (7 млрд руб., оферта через 3 года)
- Планируется размещение дебютного выпуска Магнолия (продуктовый ритейл, 1 млрд руб., 3 года)

ВЧЕРА

- Выпуск ТГК-4 (5 млрд руб.) размещен под 7.74% годовых к оферте через 2 года

Объем торгов на ММВБ

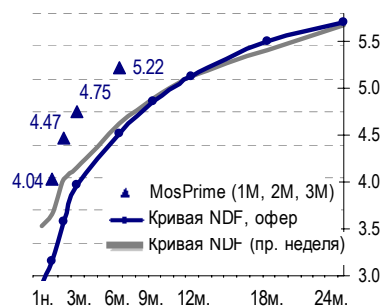


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

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) Аукцион ОФЗ-ПД 25061 в 2010 (8 млрд руб., дюрация 2.7 лет)
14 июн	Размещение Еврокоммерц-2 (3 млрд руб., годовая оферта) Размещение ИжАвто-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года) Размещение Уральский оптико-механический завод-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-4	106.90	+ 10	3.9	7.14%
АИЖК-7	103.39	+ 22	5.7	7.28%
Газпром-9	101.40	+ 10	5.3	7.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СЗТел-4	102.50	+ 40	3.2	7.53%
ТГК-1	100.28	+ 14	2.5	*7.77%
ОМЗ-5	102.75	+ 10	2.0	*7.57%

Лидеры падения

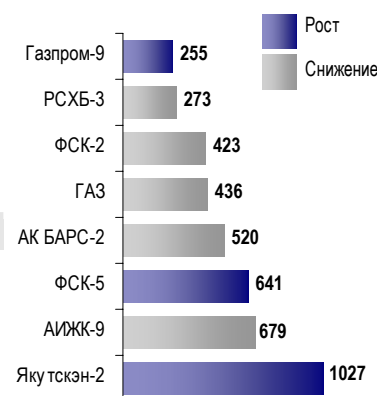
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	105.00	- 30	2.4	6.26%
ФСК-3	100.70	- 10	1.4	6.72%
ЛУКОЙЛ-4	101.70	- 8	5.1	7.19%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	101.05	- 25	5.9	8.49%
Дальсвязь-2	103.80	- 20	2.6	*7.51%
Ленэнерго-2	102.45	- 15	3.8	8.05%

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	100.20	7.30	1.69	149	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.55	7.16	0.69	174	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.90	7.41	0.95	185	180	↓ 5
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.20	102.20	7.38	0.97	181	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	99.95	8.96	1.87	311	350	↑ 40
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.50	100.95	7.77	3.62	164	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.90-100.00	8.76	1.21	309	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.15	101.15	7.10	2.10	120	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.60	7.29	3.98	113	120	↑ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	7.98	1.65	219	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.70	101.10	7.51	2.24	159	140	↓ 20
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.70	99.75	8.75	3.20	268	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.75	100.35-100.55	9.71	1.00	413	540-560	↑ 125-145
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.67	1.78	284	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.83	3.62	271	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.45	109.60	7.93	2.57	195	190	↓ 5
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.40	104.55	8.00	2.97	196	190	↓ 5
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.20-103.55	7.54	1.68	174	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	102.75-103.00	7.49	1.35	178	230-250	↑ 50-70
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	99.90-100.10	8.11	2.46	215	240-250	↑ 25-35

НПО Сатурн: светлое будущее против сегодняшних долгов

*Не видим потенциала
роста бумаги в
краткосрочной
перспективе*

Сегодня состоится размещение 3-го выпуска НПО Сатурн (3.5 млрд руб., оферта 1.5 года). Текущее состояние компании характеризуется, в первую очередь, очень высокой долговой нагрузкой. Активная политика Сатурна по разработке новых продуктов, скорее всего, позволит компании выбраться из этой ситуации к 2009 году. Мы считаем Сатурн достаточно интересным риском в долгосрочной перспективе, однако не видим краткосрочного потенциала переоценки качества этой бумаги.

*Ориентир организаторов
в 8.90-9.10% УТР несколько
занижен*

Ориентир организатора: 8.90-9.10% УТР (спрэд к ОФЗ: 320-340 б.п.) представляется нам несколько заниженным. Мы оцениваем «справедливую» премию Сатурна в 350-400 б.п. к ОФЗ. В связи с этим мы не считаем участие в сегодняшнем аукционе привлекательным.

*Сатурн осуществляет
несколько крупных
инвестиционных
проектов*

НПО Сатурн – двигателестроительная компания, объединяющая конструкторские бюро и машиностроительные заводы в Рыбинске, Москве и Перми. Сатурн производит достаточно широкую линейку газотурбинных двигателей, которая включает в себя двигатели для гражданской и военной авиации, а также турбины для промышленности. На сегодняшний день компания активно развивается, инвестируя значительные средства в разработку новых продуктов. Ниже мы приводим информацию о 2 крупнейших новых проектах Сатурна.

Sam-146. Двигатель разрабатывается совместно Сатурном и французской Snecma специально для российского самолета SSJ. Это самый крупный проект в российском авиастроении в постсоветский период, поэтому он имеет политическое значение для страны, и государство оказывает Сатурну поддержку в реализации этого проекта. Это выражается в частичном финансировании разработок: около трети из \$350-400 млн, которые необходимо привлечь российской стороне, финансируются из бюджета. Кроме этого, большая часть первых заказов на SSJ поступили от государственных авиакомпаний.

Турбины большой мощности. В 2006 году Сатурн начал коммерческое производство турбин большой мощности (110 МВт), используемых в электроэнергетике. Этот сегмент достаточно слабо развит в стране и до недавнего времени был представлен только Силowymi Машинами. Мы очень позитивно оцениваем перспективы Сатурна в сегменте мощных турбин для электроэнергетики:

- во-первых, активное развитие отрасли обеспечивает наличие спроса на энергетическое оборудование – по планам РАО ЕЭС до 2012 года, потребность в этих турбинах составляет 12 штук (7-8 млрд руб.);
- во-вторых, Сатурн вполне может составить конкуренцию иностранным производителям благодаря более низким ценам на свою продукцию.

Финансовые результаты НПО Сатурн по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2004	6 740	1 778	26.3%	2 441	1.4	6.9
2005	8 671	1 745	20.1%	4 565	2.6	4.3
2006	7 960	831	10.4%	7 457	9.0	1.5
1 кв. 2007	1 813	233	12.8%	7 978	8.6	0.9

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

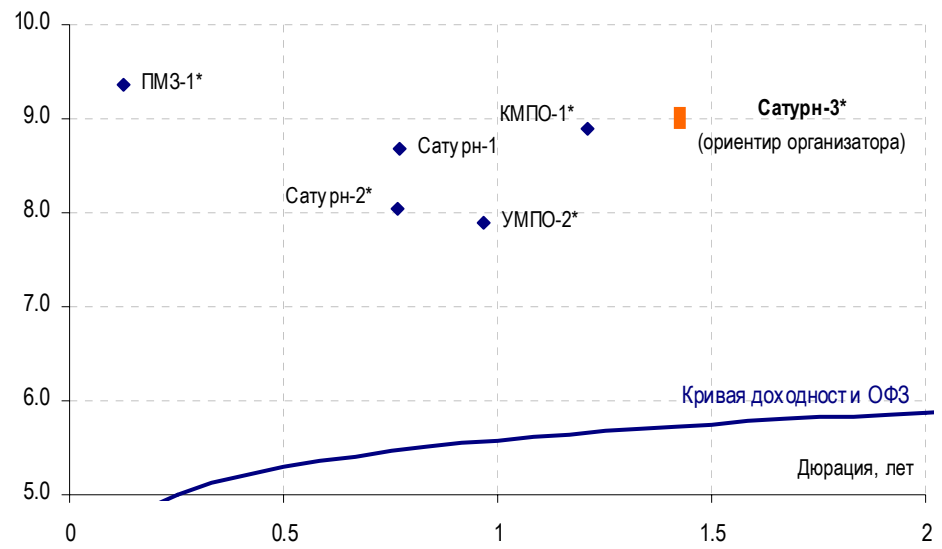
*Ухудшение финансового
состояния в 2006 году*

В 2006 г. произошли заметные негативные изменения в финансовом состоянии Сатурна:

- рентабельность EBITDA снизилась почти на 10 п.п. до 10.4%;
- при этом объем долга вырос в 1.6 раза, в итоге долговая нагрузка достигла очень высокого уровня в 9.0х Долг/EBITDA.

<i>Ожидаем снижения долговой нагрузки не ранее 2009 года</i>	Такие результаты во многом отражают «переходное состояние», в котором сейчас находится компания. Практически прекращено производство «базовой» продукции – авиадвигателей для Ил-76 и Ту-154. В то же время новые продукты, которые будут служить основой будущего бизнеса и в развитие которых компания инвестирует значительные средства, еще не начали приносить доход. Мы полагаем, что компании удастся нарастить выручку и снизить долговую нагрузку только к 2009 году, когда проект SSJ должен выйти на полную мощность, а энергетики сформируют значительный платежеспособный спрос на газовые турбины.
<i>Господдержка имеет некоторые ограничения</i>	Однако мы не склонны преувеличивать значимость господдержки, оказываемой Сатурну. Государство не имеет контролирующей доли в предприятии (Росимущество принадлежит 37% акций), кроме этого, оно готово финансировать лишь конкурентоспособные продукты. В частности, в настоящий момент развернулась активная конкуренция за госзаказ на разработку двигателя для истребителей 5го поколения между Сатурном и Салютом. Минобороны должно определить победителя на конкурсной основе.
<i>С развитием бизнеса возрастает потребность в консолидированной отчетности по МСФО</i>	Отсутствие консолидированной отчетности может стать существенным кредитным недостатком. Если до последнего времени данные головной компании по РСБУ позволяли достаточно точно оценивать финансовое состояние всей группы, то в перспективе ситуация может измениться. В частности, разработка и производства двигателей для SSJ осуществляется совместными со Snecma предприятиями, а направление турбин для промышленности будет передано дочерней компании со 100%-ой долей в капитале – «Сатурн-Газовые турбины». Поэтому для анализа результатов деятельности группы в ближайшем будущем потребуется консолидированная отчетность по МСФО.
<i>Облигации Сатурна должны торговаться с более узким спрэдом относительно ПМЗ и...</i>	Среди сопоставимых эмитентов, представленных на текущий момент на долговом рынке, мы выделяем УМПО и Пермский моторный завод (ПМЗ). Мы считаем, что облигации ПМЗ должны предлагать премию к бумагам Сатурна: оба эмитента характеризуются высокой долговой нагрузкой, но в то же время у ПМЗ отсутствует публичная стратегия развития и решения проблемы высокой долговой нагрузки.
<i>... предлагать премию к бумагам УМПО</i>	УМПО отличается от Сатурна меньшей долговой нагрузкой (Долг/ЕБИТДА 3.7х за 9М2006) и большей стабильностью бизнеса: предприятия занимается преимущественно производство двигателей для истребителей Су, на которые наблюдается стабильный спрос со стороны иностранных заказчиков.
<i>Справедливый спрэд облигаций Сатурна к ОФЗ: 350-400 б.п.</i>	Мы оцениваем «справедливый» спрэд облигаций Сатурна в 350-400 б.п. к ОФЗ. Поскольку будущие перспективные проекты начнут генерировать денежные потоки уже после прохождения оферты, соответственно в течение ближайших 1.5 лет компания вряд ли порадует инвесторов сильными финансовыми результатами. Также мы пока не склонны закладывать в доходность двигателестроителей возможность создания государственного холдинга: перспективы и конфигурация такого объединения пока находятся в самой ранней стадии обсуждения, поэтому не имеют определяющего влияния на цены бумаг.
	На наш взгляд, ориентир организатора по доходности Сатурна выглядит несколько заниженным и не учитывает всех возможных бизнес-рисков компании, связанных с «переходным периодом» развития.

Доходность облигаций на 7 июня



Источник: ММВБ, 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	npekcheva@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.