

Рублевые корпоративные облигации

19 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ТГК-8: Олимпиада разбудила спекулянтов, а зря » *стр. 3*
- Дикси: результаты за 1-е полугодие разочаровали » *стр. 4*
- Седьмой Континент возможно получит нового акционера » *стр. 5*
- Моторостроитель: комментарий к размещению » *стр. 6*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3803	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.4456	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 79.08	+ 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.30%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.03%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	103	+ 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	463.9	+ 15.8
Остатки на д/с, млрд руб.	678.0	- 23.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 38.8	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

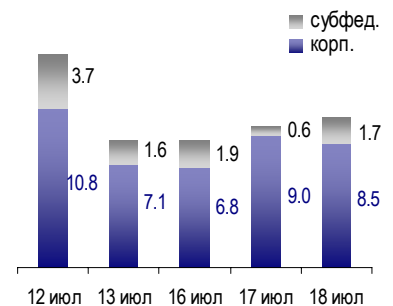
СКОРО

- Севкабель планирует 4-ый выпуск (2 млрд руб., 5 лет)
- Планируется выпуск Сорус Капитал-2 (1.5 млрд руб., 4 года)

ВЧЕРА

- Минфин разместил ОФЗ-ПД 26199 (дюрация 4.3 года) на 10.8 млрд руб. из 11 млрд руб. под 6.15% годовых

Объем торгов на ММВБ

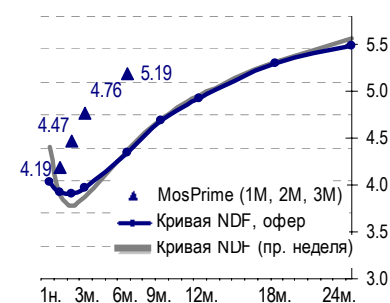


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 19 июл Размещение Моторостроитель-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Размещение ЛСР-Инвест-2 (3 млрд руб., 2-летняя оферта)
Размещение Банк Россия-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
- 20 июл Размещение Стройтрансгаз-2 (5 млрд руб., 5 лет)
Уплата НДС
- 24 июл Размещение Авиакомпания Сибирь-1 (2.3 млрд руб., 1.5-годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-2	104.75	+ 35	2.7	6.55%
РСХБ-2	103.30	+ 30	3.1	6.98%
АИЖК-6	102.94	+ 19	4.9	6.97%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Севсталь-Авто	102.05	+ 30	2.2	7.22%
Петроком-2	101.20	+ 25	1.9	8.02%
Мечел-2	103.90	+ 20	2.6	*7.02%

Лидеры падения

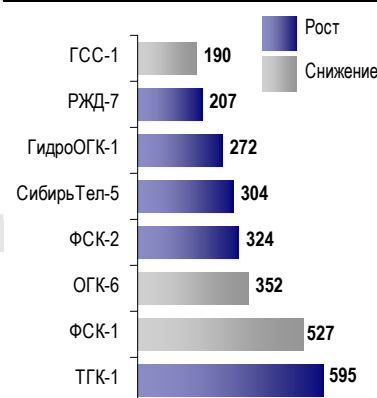
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	103.87	- 38	5.6	6.99%
Газпром-9	103.10	- 20	5.2	6.75%
ФСК-1	101.24	- 10	0.4	5.83%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-2	101.80	- 25	1.3	*6.92%
Куйбазот-2	100.75	- 20	3.1	8.73%
СаНОС-2	105.50	- 5	2.1	7.50%

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	101.00	100.50	7.07	1.58	149	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.80	100.70	6.65	0.58	159	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.65	101.90	7.40	0.88	212	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.15	102.20	7.17	0.90	187	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.25	8.87	1.76	322	350	↑
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.70	101.35	7.70	3.52	170	180	↑
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.88	1.57	229	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.75	101.40	7.47	2.13	172	140	↓
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.60	1.75	295	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.25	-	8.73	3.51	272	-	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Свяэинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.45	103.30-103.60	7.31	1.54	173	230-250	↑
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.25-100.50	8.10	2.35	231	240-250	↑
Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.65	103.20-103.50	8.94	1.54	337	280-300	↓
Интегра-2	19/06	Покупать	103.45	104.50-104.90	9.25	2.14	350	280-300	↓
ОГК-5: «фиксировать прибыль», бумага сильно переоценена относительно других ОГК									
ОГК-5	06/07	Фиксировать прибыль	100.75	100.40	7.25	2.04	153	170	↑
ОГК-6: бумага оценена адекватно, но премия остается привлекательной									
ОГК-6	06/07	Купить и держать	100.25	-	7.58	2.51	175	170	↓
ТГК-1: «покупать» на ожиданиях о результатах допэмиссии									
ТГК-1	06/07	Покупать	100.50	-	7.67	2.40	187	180	↓
ТГК-10: недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК									
ТГК-10	06/07	Покупать	100.25	100.45	7.59	1.82	193	180	↓
ТГК-4: недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК									
ТГК-4	06/07	Покупать	100.20	100.40	7.62	1.78	197	185	↓

ТГК-8: Олимпиада разбудила спекулянтов, а зря

Мы считаем, что Олимпиада-2014 в Сочи не является определяющим фактором для кредитного профиля.

Вчера облигации ТГК-8 вышли на вторичные торги и продемонстрировали резкий рост котировок: к концу дня они торговались по цене 100.80-100.90%. В результате спрэды бумаг сузились до уровня около 200 б.п. к ОФЗ. Мы полагаем, что такой рост цены носит преимущественно спекулятивный характер и во многом объясняется победой Сочи в борьбе за право проведение Олимпийских игр 2008 года.

После выхода на вторичные торги бумаги ТГК-8 переоценены

Мы не считаем этот факт настолько значимым и позитивным для кредитного профиля компании, чтобы оправдать столь высокие котировки облигаций ТГК-8 и рекомендуем зафиксировать прибыль по текущим уровням.

Роль ТГК-8 в обеспечении Сочи-2014 электроэнергией не будет исключительной

Безусловно, победа Сочи в конкурсе на право проведения Олимпиады-2014 является очень значимым событием для экономики Краснодарского края. Однако оно не имеет прямого влияния на кредитное качество ТГК-8 по следующим причинам:

- в регионе расположено значительное число крупных станций, входящих в ОГК (Невинномысская ГРЭС – ОГК-5, Ставропольская ГРЭС – ОГК-2, Новочеркасская ГРЭС – ОГК-6). Также в настоящий момент ведутся строительные работы на Ростовской АЭС (Росэнергоатом). Значительный переток мощности в ОЭС Юга на возможен также из ОЭС Средней Волги. В совокупности установленные мощности ТГК-8 существенно уступают остальным генераторам, способным поставлять энергию в Краснодарский край. Соответственно, роль ТГК-8 в обеспечении олимпийских объектов не будет исключительной;
- основная часть инвестиций, которые требуются для обеспечения энергией олимпийских объектов, связана не столько с генерирующими мощностями, сколько со строительством сетевых объектов. Поэтому логично говорить о том, что государственная поддержка возможна именно в отношении отдельных проектов ФСК и распределительных сетевых компаний.

Финансовые результаты ТГК-8 слабее, чем у остальных ТГК, представленных на рынке

Мы отмечаем, что по итогам 2006 г. ТГК-8 продемонстрировала относительно невысокую рентабельность при очень высокой долговой нагрузке. Мы ожидаем, что в 2007 г. показатели компании улучшатся, но все же останутся более слабыми, чем ТГК-1, ТГК-4, ТГК-10. К тому же пока сохраняется неопределенность относительно судьбы пакета акций компании, проданного в ходе реализации имущества ЮКОСа.

«Справедливый» спрэд ТГК-8: 220 б.п. к ОФЗ, цена: 100.40-100.50%

Мы считаем, что кредитный профиль ТГК-8 уступает более сильным компаниям: ТГК-1, ТГК-4, ТГК-10, представленным в настоящий момент на рынке публичного долга. Поэтому облигации ТГК-8 должны торговаться с премией к бумагам этих компаний. «Справедливый» размер этой премии мы оцениваем в 30-40 б.п., таким образом «справедливый» спрэд ТГК-8 составляет около 220 б.п. к ОФЗ (цена: 100.40-100.50%).

Мы рекомендуем «зафиксировать» ТГК-8

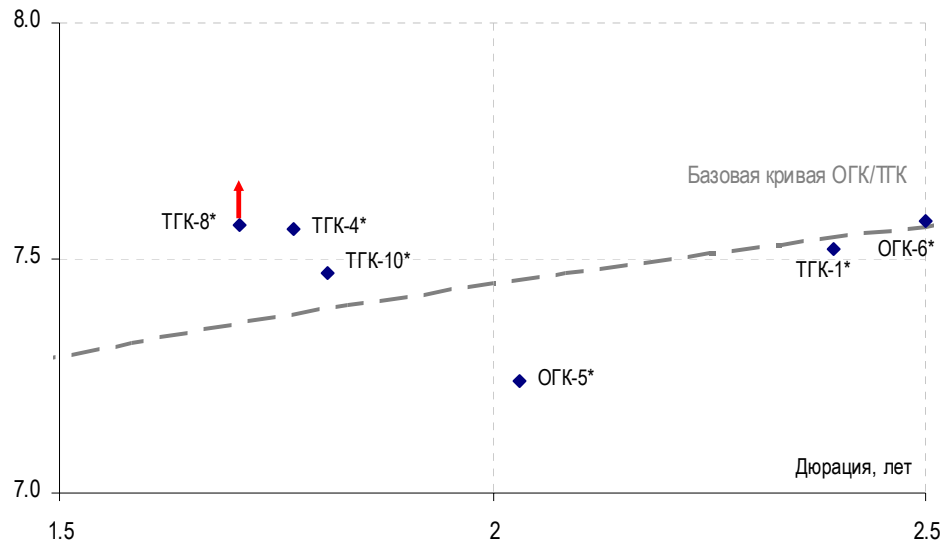
Вчерашние «ажитажные» торги в ТГК-8 привели к тому, что бумаги компании существенно подорожали, а их спрэды сузились до 200 б.п. к ОФЗ. Мы рекомендуем «зафиксировать» прибыль в ТГК-8 по текущим ценам.

Вслед за спросом на ТГК-8 в цене выросли и бумаги ТГК-1, ТГК-4, ТГК-10. Практически все они уже достигли «справедливых» уровней и мы не рекомендуем совершать агрессивных покупок в этих выпусках, если их цены продолжат расти.

Рекомендуем обратить внимание на секьюритизацию лизингового портфеля МОЭСК

Также мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на грядущий выпуск ABS, обеспеченных лизинговыми платежами МОЭСК (Бизнес-Альянс). Судя по предварительным ориентирам, эти бумаги предложат очень привлекательную премию к облигациям генерирующих компаний и самой МОЭСК, при этом они не будут уступать им с точки зрения кредитного качества.

Доходность облигаций на 18 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Дикси: результаты за 1 полугодие разочаровали

Продажи I-f-I разочаровывают, рентабельность останется очень низкой

Вчера Дикси опубликовала операционные результаты за 1 полугодие. Несмотря на рост выручки (+44% в USD), негативным моментом являются низкие показатели сопоставимых продаж, связанные с уменьшением числа покупок в магазинах Дикси. В связи с этим мы ожидаем, что рентабельность Дикси за 1 п/г останется очень низкой, что, соответственно, приведет к сохранению высоких показателей долговой нагрузки.

Мы сохраняем умеренно-негативное отношение к кредитному профилю Дикси. Наша оценка «справедливого» спреда облигаций компании: 450-500 б.п. к ОФЗ.

Выручка растет на фоне низкой операционной эффективности

Основные результаты Дикси за 1 полугодие 2007 г.:

- Выручка: \$652 млн. (+44% к 1 п/г 2006 г.);
- Like-for-like (USD): 10%
 - Количество покупок: -6.5%;
 - Средний чек: +16.5%.

Безусловно, существенный рост выручки является значительным достижением с точки зрения стоимости компании. Однако с позиций кредитного качества такой результат, на наш взгляд, перевешивается негативными аспектами операционной эффективности.

Прогнозируем рентабельность EBITDA не выше 3% по итогам 1 полугодия

По нашему мнению, операционные результаты Дикси свидетельствуют о том, что рентабельность компании остается очень низкой по следующим причинам:

- доля «незрелых» магазинов в сети компании остается очень высокой, что подтверждается динамичным ростом выручки;
- «зрелые» магазины демонстрируют низкую операционную эффективность, связанную со значительным снижением числа покупок, в то время как рост среднего чека лишь немногим опережает инфляцию в долларовом исчислении;
- основная часть магазинов Дикси работает на арендованных площадях, что приводит к существенной инфляции арендных ставок.

По нашим прогнозам, рентабельность торгового бизнеса Дикси за 1 полугодие в терминах EBITDA Margin не превысит 3%, что является очень низким показателем для достаточно крупного ритейлера.

Долговая нагрузка будет еще долго оставаться высокой

По итогам 2006 г. показатель Долг/ЕБИТДА Дикси составил 6.5х, что является весьма агрессивным значением. Мы ожидаем, что долговая нагрузка Дикси в течение длительного времени будет сохраняться на высоком уровне в связи с низкой рентабельностью и высокими затратами, связанными с активным открытием новых магазинов. С учетом опубликованных вчера результатов за 1 полугодие, мы считаем уровень Долг/ЕБИТДА 5х по итогам 2007 года весьма оптимистическим прогнозом для Дикси.

IPO практически не повлияло на кредитный профиль Дикси

Несмотря на проведенное IPO в 2007 г., кредитный профиль Дикси пока существенно не изменился. По нашим оценкам, для выполнения масштабных планов по расширению сети компании уже в текущем году придется увеличить долг. При низкой рентабельности это неизбежно приведет к сохранению высокой долговой нагрузки.

Поводов для переоценки кредитного качества пока нет

Наша оценка «справедливого» спреда бумаг Дикси составляет 450-500 б.п. к ОФЗ. Вчера бумаги торговались со спредом около 520 б.п. (доходность 11.16% к погашению через 3.5 года). На фоне слабых операционных результатов мы не можем рекомендовать облигации Дикси к покупке. Переоценка рынком кредитного качества компании, на наш взгляд, возможна только после того, как компания продемонстрирует способность не только наращивать выручку, но и повышать эффективность.

Седьмой Континент возможно получит нового акционера

Новость по TPG в целом позитивно, но на кредитное качество она способна повлиять только в долгосрочной перспективе

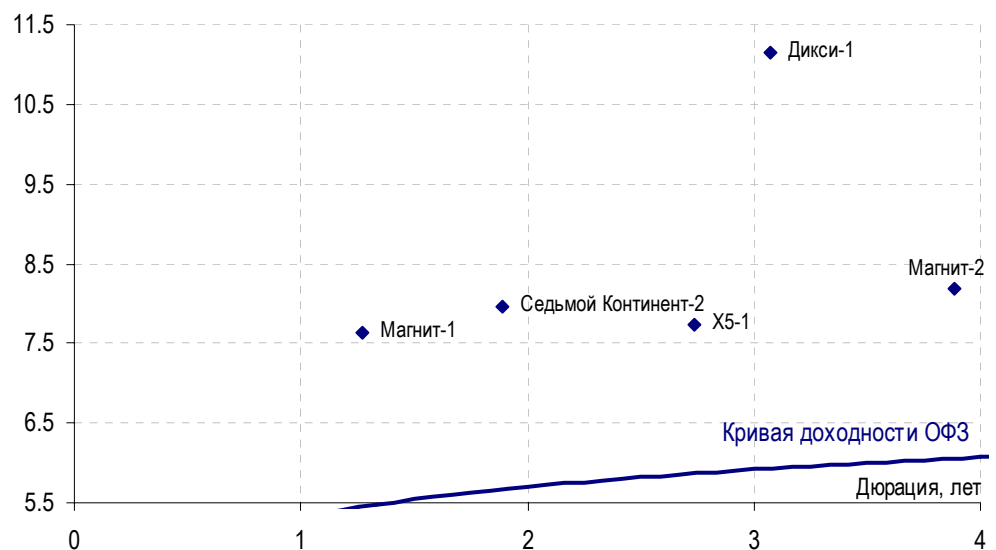
Сегодня Коммерсант со ссылкой на источники в компании сообщает о том, что крупный американский private equity фонд Texas Pacific Group (TPG) ведет переговоры о покупке у акционеров 7К значительной доли в компании. Если эта сделка состоится, она не окажет прямого влияния на кредитный профиль компании, однако ее общий результат будет скорее позитивным. По данным Коммерсанта, TPG планирует вложить значительные средства в развитие компании, что снизит потребность 7К в долге.

По данным Коммерсанта, TPG может стать акционером чуть менее 40% компании через приобретение 50% доли в капитале «7К Инвестхолдинг», которая также владеет 100% акций держателя части московской недвижимости 7К (Мкапитал). Мы полагаем, что в случае, если данная сделка будет совершена, на средства TPG 7К может присоединить Мкапитал, не увеличивая при этом долг компании.

Ориентир по цене облигаций 7К: 100.40-100.50%

Наша оценка «справедливого» спреда 7К составляет 200 б.п. к ОФЗ. Соответственно, мы считаем бумаги 7К привлекательными для покупки на форвардах с ориентиром по цене 100.40-100.50% от номинала.

Доходность облигаций на 18 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Моторостроитель: комментарий к размещению

Ориентир организатора по доходности вполне привлекателен

Сегодня состоится размещение второго выпуска ОАО «Моторостроитель» (1 млрд руб., оферта через 1.5 года). Ключевыми факторами кредитного качества компании являются ее высокая значимость для космической отрасли, контроль со стороны государства, а также высокая долговая нагрузка. Организатор ориентирует рынок на ставку купона 11.00-11.25% (11.30-11.56% УТР). Мы считаем, что этот уровень доходности вполне соответствует кредитному профилю компании и предлагает вполне привлекательную премию к доходности сопоставимой компании Протон-ПМ.

Бизнес компании представлен следующими основными направлениями:

- ракетные двигатели (42% выручки в 2006 г.);
- газотурбинное оборудование (около 30 %);
- авиационные двигатели (15%).

Авиадвигатели: перспектив роста практически нет

Выручка по направлению «авиадвигатели» в настоящий момент формируется за счет услуг по ремонту и обслуживанию ранее выпущенной продукции. Значимость авиационного направления для компании будет снижаться, т.к. парк судов, оснащенных ее двигателями постепенно сокращаться, а поток новых заказов относительно невелик.

Ракетная продукция: стратегически значимое для отрасли направление

Ракетная продукция Моторостроителя представлена двигателями 1-ой и 2-ой ступени для ракет-носителей (РН) Союз. Компания является монопольным поставщиком этого вида двигателей, поэтому спрос на них полностью определяется объемами производства РН Союз. Спрос на ракетносители носят достаточно стабильный характер: на протяжении 2001-2006 гг. ежегодно осуществлялось 6-10 запусков Союза. Мы полагаем, что выручка по данному направлению будет оставаться стабильной в течение ближайших лет.

Планируемый источник роста бизнеса: промышленные турбины

Дальнейшее расширение бизнеса компания связывает, в первую очередь, с газовыми турбинами промышленного назначения – для газовой отрасли и электроэнергетики. Мы считаем, что в ближайшие несколько лет спрос на эту продукцию будет находиться на высоком уровне:

- Инвестиционная программа Газпрома на 4 года предполагает многократное увеличение объемов модернизации оборудования в газотранспортной системе, а также темпов строительства новых участков газопровода.
- В последнее время все более остро ощущается дефицит электроэнергии, который выражается главным образом в невозможности подключения к сетям. Поэтому все больше крупных предприятий и муниципалитетов предпочитают строить собственные малые газотурбинные электростанции (мощностью до 60 МВт).

Важным конкурентным преимуществом Моторостроителя является наличие в ассортименте газовых турбин большой мощности (25 МВт), которые также выпускаются Пермским Моторным Заводом. Мы ожидаем, что спрос на этот класс приводов в ближайшем будущем значительно вырастет.

Финансовые результаты Моторостроителя по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕВИТ	Рентабельность по ЕВИТ	Валовый долг	Долг / ЕВИТ, раз	ЕВИТ / Проценты, раз
2005	2 592	246	9.5%	1 304	5.3	1.3
2006	3 019	385	12.8%	2 172	5.6	1.8
1 кв. 2007	462	70	15.1%	2 432	-	0.8

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

В меморандуме к выпуску представлен прогноз по выручке компании в 2007 году – 4.2 млрд руб. (+40% к 2006 г.). Насколько мы понимаем, таких результатов планируется достичь главным образом за счет реализации новых видов продукции, в частности газоперекачивающего агрегата (ГПА) на 25 МВт. Сейчас агрегат проходит заключительные испытания; по данным менеджмента компании, план производства на 2007 г. составляет 5 ГПА общей стоимостью около 1.5 млрд руб.

Рентабельность в 2007 г.
– достаточно высокая,
но, скорее всего, она
будет снижаться

В 2006 г. Моторостроитель продемонстрировал достаточно высокую рентабельность для двигателестроительной отрасли – маржа EBIT 12%. Однако по мере увеличения доли газотурбинного оборудования в структуре выручки, рентабельность будет постепенно снижаться. Дело в том, что операционная эффективность производства ракетных двигателей выше, чем газовых турбин: валовая маржа – 21% против 9% в 2006 году.

Долговая нагрузка высока
из-за существенного
роста оборотного
капитала...

Финансовое состояние Моторостроителя характеризуется высокой долговой нагрузкой – 5.6x Долг/EBIT по итогам 2006 года. С начала 2006 года долг компании вырос на 1.1 млрд руб. (+87%). Средства почти полностью были направлены на увеличение оборотного капитала: на сопоставимую сумму вырос объем запасов готовой продукции и незавершенного производства. По этой причине мы не считаем критичным разрастание долга, однако отмечаем риски, связанные с неравномерным поступлением денежных средств.

... вряд ли она может
снизиться в 2007 году

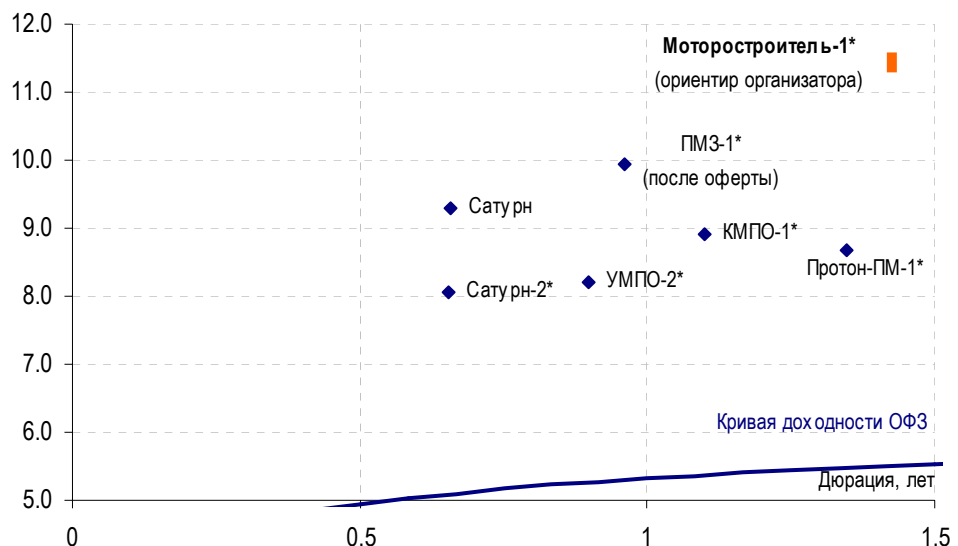
В результате размещения облигационного займа уровень долга увеличится несущественно, поскольку 80% привлеченных средств планируется направить на реструктуризацию текущей задолженности. Мы полагаем, что по итогам 2007 года показатель Долг/EBIT будет оставаться на высоком уровне, и не опустится ниже 5x.

Мы отмечаем сильный состав акционеров Моторостроителя – компания контролируется Росимуществом (51%), вторым по значимости акционером является Каскол (28%) – крупный частный инвестор в авиастроительные активы.

Сравниваем с Протон-ПМ:
премия вполне
привлекательна

В качестве сопоставимой компании, представленной на долговом рынке, мы выделяем Протон-ПМ. Компания также производит ракетные двигатели и газотурбинное оборудование, контролируется государством, а долговая нагрузка (7.2x Долг/EBIT в 2006 г.) схожа с Моторостроителем. При размещении дебютного выпуска Протон-ПМ в июне 2007 мы оценили «справедливый» спред к ОФЗ в 450-500 б.п. На этом фоне объявленная организаторами ставка купона (соответствует спреду 580-600 б.п. к ОФЗ) выглядит достаточно привлекательно.

Доходность облигаций на 18 июля



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

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
-----------------	----------------------	-------------------

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.