

# Рублевые корпоративные облигации

3 декабря 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- ВКМ: холдинг с участием Русских машин сформирован » *стр. 2*
- КМПО: обзор результатов по РСБУ за 9 месяцев » *стр. 3*

## Индикаторы

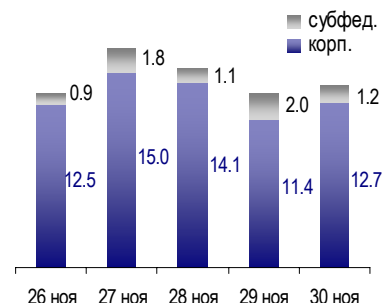
Долларов США за Евро	1.4631	- 0.7 %
Рублей за доллар США	24.4049	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 88.64	- 2.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.43%	- 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.56%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	159	- 8 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	677.1	- 39.1
Остатки на д/с, млрд руб.	87.5	+ 1.3
Сальдо операций с ЦБ	- 189.1	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется дебютный выпуск ТГК-2 (4 млрд руб., 3 года)

## Объем торгов на ММВБ

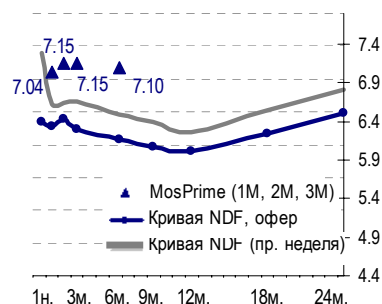


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

4 дек	Размещение Желдорипотека-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
6 дек	Заседание ЕЦБ по ставкам
11 дек	Заседание ФРС США по ставкам
12 дек	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (3 млрд руб., дюрация 8.3 года)
13 дек	Аукцион ОБР-4 (400 млрд руб., погашение 16 июня 2008 года)
17 дек	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	101.20	+ 55	4.5	*7.57%
Газпром-8	100.40	+ 50	3.5	7.00%
Газпром-4	102.90	+ 46	2.0	6.89%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-8	97.00	+ 95	0.9	*12.26%
Копейка-2	92.40	+ 64	1.2	*16.59%
МОЭСК-1	99.85	+ 55	3.3	8.26%

## Лидеры падения

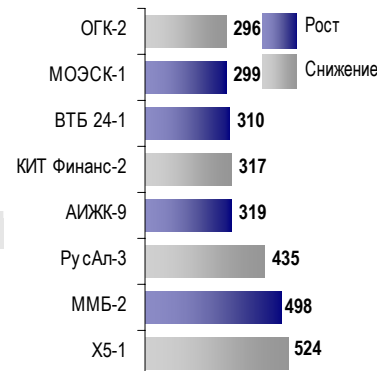
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	102.30	- 20	4.2	7.11%
ЛУКОЙЛ-2	100.47	- 3	1.9	7.11%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-7	100.05	- 50	1.2	*8.52%
ХКФБ-4	98.20	- 25	0.8	*12.70%
Карусель-1	98.88	- 22	0.8	*11.52%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## **ВКМ: холдинг с участием Русских машин сформирован**

*В результате сделки образована Русская корпорация транспортного машиностроения (РКТМ)*

Сегодня газета Ведомости сообщила о завершении формирования совместного предприятия ВКМ и Русских машин. Уставный капитал новой компании – Русской корпорации транспортного машиностроения (РКТМ) – составит 7.7 млрд руб., партнеры будут иметь равные доли. По нашему мнению, завершение сделки – позитивное событие для кредитного профиля ВКМ, поскольку альянс с Русскими машинами открывает доступ к инвестициям, требующимся для модернизации предприятий группы.

*Владельцы ВКМ оплатили свою часть акциями предприятий группы...*

О планах ВКМ и Русских машин создать СП на паритетной основе впервые стало известно в мае 2007 г. Судя по сегодняшней публикации в Ведомостях, структура сделки соответствует первоначальному плану: акционеры группы ВКМ оплатили свою часть акциями предприятий группы (включая контрольные пакеты акций Рузхиммаша и ВКМ-Стали), Русские машины вносят 3.9 млрд руб. денежными средствами.

*... в том числе Рузхиммаша – поручителя по займу ВКМ-Финанс*

Рузхиммаш – основной производственный актив группы ВКМ и единственный поручитель по облигационному займу ВКМ-Финанс. Передача контрольного пакета акций Рузхиммаша новой холдинговой компании, в которой 50%-я доля принадлежит Русским машинам, не усиливает кредитную базу выпуска. Тем не менее, мы считаем это событие позитивным для оценки кредитного качества группы в целом.

*В среднесрочной перспективе не ожидаем снижения долговой нагрузки Рузхиммаша...*

Приход сильного стратегического инвестора расширяет возможности компании по доступу к недолговым источникам финансирования. В то же время, по ряду причин мы не ожидаем существенного снижения долговой нагрузки основных предприятий ВКМ в среднесрочной перспективе. Рост долговой нагрузки Рузхиммаша в текущем году (Долг/ЕБИТДА 5.1x по итогам 9М2007, подробнее см наш *ежедневный обзор от 08.11.2007г.*) был связан не столько с инвестициями, сколько с финансированием оборотного капитала.

*... однако сильный партнер усилит кредитный профиль и рыночные позиции группы*

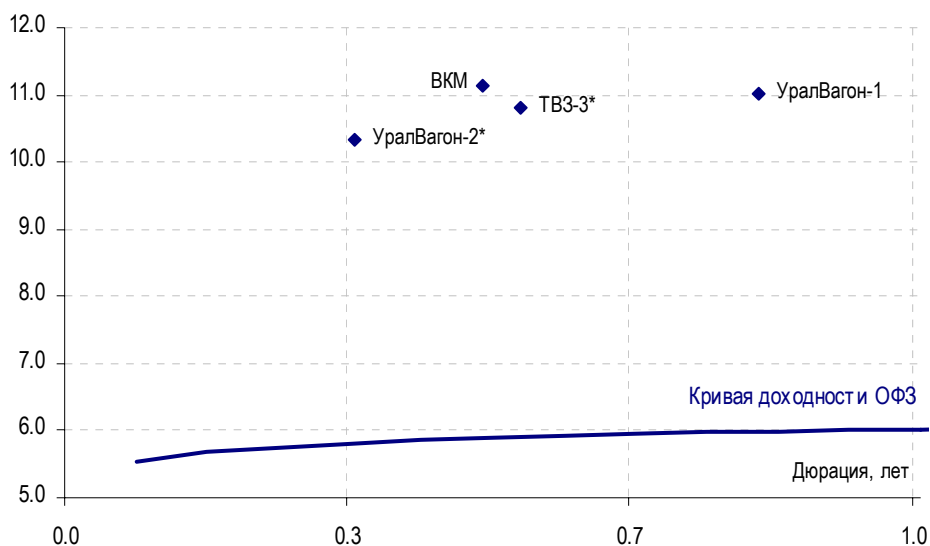
Потребность в привлечении оборотных средств, по нашему мнению, сохранится и в будущем, при этом рефинансирование текущих кредитов за счет средств РКТМ маловероятно. Поэтому мы считаем, что позитивный эффект от создания СП связан прежде всего с перспективами развития бизнеса на растущем рынке грузовых вагонов, финансовой поддержкой со стороны акционеров и синергией от сотрудничества с другими компаниями Русских машин.

*Планы холдинга станут известны в начале 2008 года*

В течение ближайших 3 лет РКТМ рассчитывает занять 25-30% рынка грузовых вагонов, в т.ч. за счет загрузки мощностей Абаканвагонмаша (70% акций принадлежит Русским машинам). Инвестпрограмму РКТМ планируется утвердить в начале 2008 года. Однако представитель компании уже заявил, что денежные средства, вносимые Русскими машинами в капитал СП, будут направлены прежде всего на развитие сталелитейного комплекса ВКМ-Стали.

На наш взгляд, фактор создания холдинга с участием Русских машин уже учтен в котировках облигаций ВКМ (текущая доходность 11.15% УТМ). Потенциал роста цены ограничен вследствие относительно короткой дюрации выпуска – погашение в июне 2008 г.

## Доходность облигаций на 30 ноября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## КМПО: обзор результатов по РСБУ за 9 месяцев

**Финансовый профиль КМПО не претерпел существенных изменений в III квартале**

Финансовые результаты КМПО по российским стандартам за 9М2007 во многом повторяют динамику I полугодия: выручка несколько отстает от показателей предыдущего года, рентабельность и объем долга в III квартале практически не изменились. В целом, мы отмечаем заметное ухудшение кредитного профиля всех двигателестроителей с начала года. Однако по ряду показателей КМПО выглядит предпочтительнее УМПО, НПО Сатурн и ПМЗ: предприятие оказалось наиболее рентабельным на уровне EBITDA (8.2%), долговая нагрузка КМПО существенно ниже по сравнению с тремя моторостроителями (Долг/EBITDA 5.0x против 8.5-16.8x).

**В ближайшем будущем предприятие будет обеспечено заказами за счет ранее выпущенных турбин**

Основным направлением бизнеса компании является производство оборудования для газовой промышленности (около 80% выручки), в первую очередь – приводов для газоперекачивающих агрегатов (ГПА). КМПО – одно из первых российских предприятий, наладивших серийный выпуск этого вида продукции, поэтому его двигателями оснащена значительная часть используемых ГПА (около 30%). Турбины КМПО, находящиеся в эксплуатации, обеспечивают компанию стабильным уровнем доходов за счет ремонта и сервисного обслуживания. Кроме того, часть новых двигателей КМПО используется для замены изношенного оборудования, поскольку для этого не требуется доработка конструкции ГПА. По этим причинам мы не ожидаем значительного снижения выручки компании в ближайшее время.

**Дальнейшие перспективы развития компании связаны с созданием современного двигателя**

Главным недостатком двигателей КМПО является их низкая эффективность по сравнению с продукцией конкурентов, что приобретает большое значение с учетом высоких цен на газ. Поэтому долгосрочная стратегия развития компании связана в первую очередь с необходимостью создания современных турбин. Компания планирует организовать серийное производство недавно разработанных двигателей, на эти цели в частности предполагалось направить часть привлеченных от размещения облигаций средств. На сегодняшний день турбины проходят опытные испытания, подробности реализации проекта нам не известны.

**Финансовые результаты КМПО по РСБУ (млн руб.)**

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	3 456	341	9.9%	115	0.3	9.0
2006	4 174	539	12.9%	580	1.1	8.2
I п/г 2007	1 714	136	7.9%	1 469	5.4	3.1
9М2007	2 592	212	8.2%	1 404	5.0	2.8

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка снизилась относительно 9М2006**

Динамика выручки КМПО за 9 месяцев (-8.9% к 9М2006) выглядит достаточно слабо на фоне увеличения доходов крупных моторостроителей: УМПО (+58%), НПО Сатурн (+30%), ПМЗ (+12%). Возможно, компании удастся увеличить выручку в IV квартале: в 2006 г. последние 3 месяца принесли около 40% доходов. При размещении облигаций в марте текущего года был представлен ориентир по выручке КМПО на 2007 г. – 4.5 млрд руб.

**Рентабельность КМПО снизилась в 2007 году вслед за крупными двигателестроителями**

Рентабельность большинства моторостроителей начала снижаться с конца предыдущего года. Отчасти такая динамика может быть связана с опережающим ростом цен на металлы, используемые в производстве газотурбинных двигателей. Однако подробный анализ снижения эффективности затрудняется в связи с тем, что крупные двигателестроительные компании не публикуют консолидированные финансовые результаты. Валовая маржа КМПО за 9М2007 снизилась на 3 п.п. (до 16.3%) по сравнению с предыдущим годом, также увеличились административные расходы. В результате рентабельность ЕБИТДА упала на 5 п.п. (до 8.2%). По этому показателю КМПО несколько опережает ведущие компании отрасли: УМПО (6.9%), НПО Сатурн (7.6%), ПМЗ (5.5%).

**Долговая нагрузка достаточно высока, но существенно ниже по сравнению с ведущими компаниями отрасли**

Долговая нагрузка КМПО немного снизилась в III квартале до 5.0х Долг/ЕБИТДА. Мы считаем, что это достаточно высокий уровень, принимая во внимание необходимость осуществления значительных инвестиций в дальнейшее развитие компании. Однако долговая нагрузка КМПО существенно ниже по сравнению с ведущими моторостроителями. В результате увеличения долга и резкого падения рентабельности показатель Долг/ЕБИТДА крупных компаний отрасли достиг предельно высоких значений: НПО Сатурн (16.8х), УМПО (10.9х), ПМЗ (8.5х) по итогам 9 месяцев.

**Не ожидаем заметного сокращения долга в среднесрочной перспективе**

В среднесрочной перспективе мы не ожидаем существенного сокращения долга КМПО. Компания планирует развивать энергетическое направление, что позволит диверсифицировать производство и снизить зависимость от Газпрома. В октябре стало известно о намерениях КМПО построить пилотную газотурбинную электростанцию для обеспечения собственных потребностей предприятия, также обсуждается возможность установки нескольких станций для электроснабжения Казани. Таким образом, для доработки энергоустановок и организации их производства на предприятии потребуются дополнительные инвестиции.

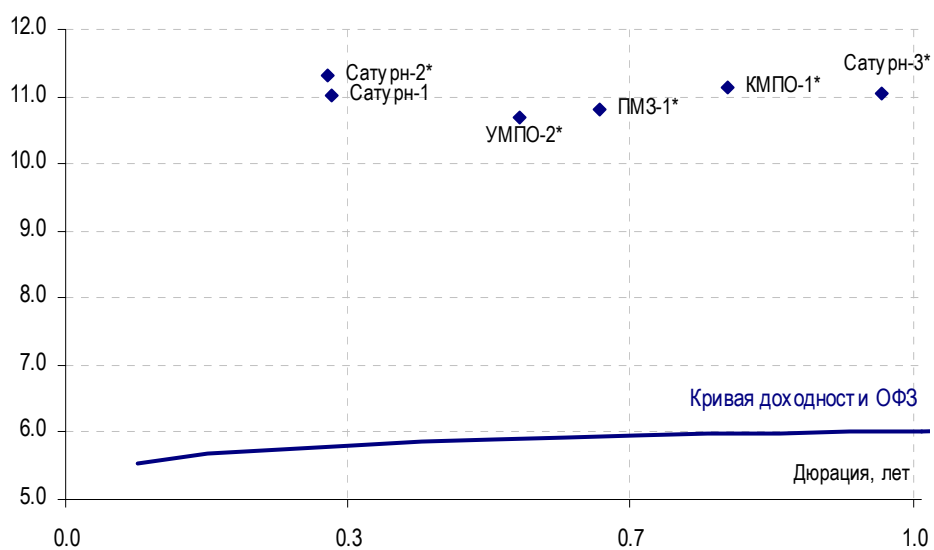
**До прояснения деталей консолидации в отрасли важным фактором кредитного качества остается вероятность поддержки от республиканских властей**

В августе на правительственном совещании были озвучены планы по консолидации предприятий двигателестроения в рамках четырех холдингов с контролем государства. Схема реформирования отрасли, по всей видимости, предполагает объединение КМПО с самарскими моторостроителями. К настоящему моменту заметных сдвигов в реализации планов государства не произошло. Возможная консолидация потребует значительного времени, поэтому более важным фактором кредитного качества КМПО, на наш взгляд, является вероятность поддержки со стороны крупного акционера - Республики Татарстан (44% акций принадлежат Связьинвестнефтехиму).

**Облигации КМПО адекватно оценены относительно других моторостроителей**

Облигации КМПО имеют низкую ликвидность, поэтому финансовые результаты, скорее всего, не окажут существенного влияния на цены бумаг. Мы считаем, что выпуск КМПО адекватно оценен рынком относительно эмитентов двигателестроительной отрасли. При этом фактор стратегической значимости ведущих компаний, на наш взгляд, перевешивается крайне высокой долговой нагрузкой и отсутствием определенности относительно консолидации двигателестроительной отрасли.

## Доходность облигаций на 30 ноября



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**

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
Александр Глебов	aglebov@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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

**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.