

Рублевые корпоративные облигации

24 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- НПО Сатурн: жизнь после оферты » стр.2

НОВОСТИ

- Тракторные заводы: IPO может повысить прозрачность » стр. 4

Индикаторы

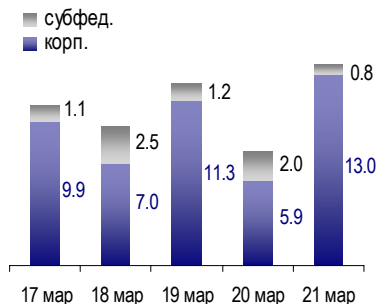
Долларов США за Евро	1.5430	- 0.0 %
Рублей за доллар США	23.7725	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 100.76	- 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.80%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.31%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	203	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	606.2	+ 4.8
Остатки на д/с, млрд руб.	174.8	+ 11.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 20.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируются 9-ый и 10-ый выпуски УРСА Банка объемом по 5 млрд руб. и сроком обращения 5 лет
- АгроСоюз планирует второй выпуск облигаций (1.5 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

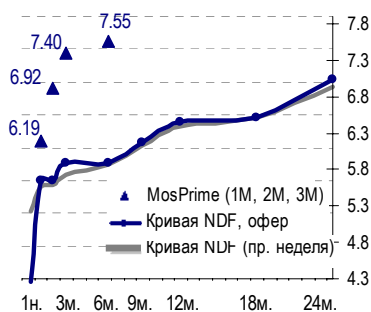


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 25 мар Размещение РБК Информационные системы, БО-4 (1.5 млрд руб., 1 год)
Размещение ТД Спартак-Казань-2 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
- 26 мар Размещение АвтоВАЗ, БО-1 (1 млрд руб., 1 год, call-опцион через 0.5 года)
Размещение АвтоВАЗ, БО-2 (1 млрд руб., 1 год)
Размещение Радионет-2 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
- 27 мар Размещение Русфинанс Банк-5 (4 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	99.94	+ 24	3.9	7.71%
Газпром-6	100.25	+ 15	1.3	6.86%
Газпром-4	101.85	+ 9	1.8	7.28%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	106.35	+ 75	1.3	9.12%
ОМК	100.20	+ 24	0.2	8.34%
Кокс-1	98.60	+ 20	1.3	10.34%

Лидеры падения

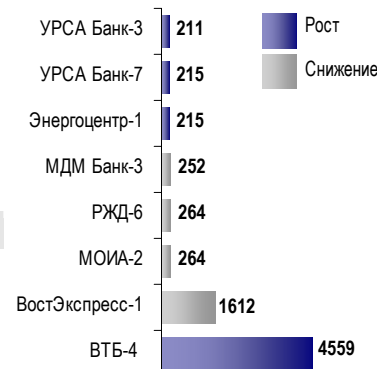
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	98.60	- 50	3.1	7.91%
ОГК-5	97.91	- 24	1.4	*9.19%
Газпром-8	97.52	- 23	3.1	7.95%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	98.10	- 80	1.4	10.18%
Детский Мир	90.80	- 50	5.3	10.61%
Мечел-2	99.25	- 50	2.0	*8.96%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

НПО Сатурн: жизнь после оферты

Потенциал роста цены облигаций Сатурна отсутствует

Завтра состоится исполнение оферты по 2-му выпуску НПО Сатурн (2 млрд руб.). Новая ставка купона до следующей оферты через 1 год установлена на уровне 12.50%, что соответствует доходности 12.89% годовых и предполагает небольшую премию к бумагам других компаний двигателестроительной отрасли. Однако мы считаем, что даже с учетом нового купона доходность облигаций Сатурна не в полной мере соответствует рискам, связанным с неопределенностью относительно будущей структуры собственности компании. Кроме того, в ближайшее время мы ожидаем расширения спредов большинства бумаг машиностроительного сектора.

Двигателестроение находится на этапе реструктуризации

На сегодняшний день российское двигателестроение находится в активной фазе реструктуризации, которая началась после утверждения стратегии развития отрасли на правительственном совещании в августе 2007 года. На первом этапе реформы планируется консолидация предприятий отрасли в рамках четырех крупных холдингов под контролем государства, в один из которых должны войти НПО Сатурн, УМПО и ПМЗ. Основная роль в этом процессе отводится дочерней структуре госкорпорации "Ростехнологии" - Оборонпрому, которому поручено обеспечить контроль государства в ключевых компаниях отрасли.

Оборонпром скупает активы в двигателестроении

В последние несколько месяцев Оборонпрому удалось купить ряд активов в отрасли, среди которых 72% акций ПМЗ и 12% акций УМПО (доля государства в НПО Сатурн – 37%). Помимо этого, по сведениям прессы, Оборонпром близок к получению контроля над заводом Моторостроитель, ключевом в самарской группе двигателестроительных предприятий.

НПО Сатурн занимает сильные позиции в отрасли с точки зрения развития технологий

С точки зрения технологического уровня, НПО Сатурн в кооперации с УМПО является наиболее сильной компанией в российском моторостроении. На сегодняшний день компании реализуют ряд совместных проектов, среди которых двигатель для истребителя промежуточного поколения Су-35 и авиадвигатели для индийских учебно-тренировочных самолетов. Также Сатурн в партнерстве с французской компанией Snecma создает двигатель для российского регионального самолета SSJ-100. Безусловно, в своем нынешнем виде Сатурн имеет стратегическую значимость для развития всего российского авиастроения.

Оборонпром пока не достиг соглашения с акционерами Сатурна и УМПО по созданию госхолдинга

Однако четкий сценарий реорганизации и развития отрасли по-прежнему отсутствует. К настоящему моменту представители Оборонпрома и частные акционеры НПО Сатурн и УМПО не достигли договоренностей относительно деталей предстоящей консолидации. Вопреки концепции формирования холдингов с контролем государства, генеральный директор НПО Сатурн г-н Ласточкин озвучил планы по созданию с УМПО объединенной компании с преобладанием частного капитала. По данным газеты Коммерсантъ, менеджменту Сатурна вместе с его дружественными структурами удалось консолидировать 48% акций в УМПО. В декабре 2007 года Оборонпром выпустил официальный пресс-релиз, в котором госкомпания выразила сомнение в законности сделок по приобретению акций Уфимских моторов. Факт наличия противоречий между участниками процесса серьезно ослабляет кредитный профиль Сатурна как компании, в значительной степени зависимой от государственной поддержки.

Финансовые результаты НПО Сатурн по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
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 п/г 2007	4 148	306	7.4%	9 735	15.9	0.8
9М2007	6 403	486	7.6%	10 861	16.8	0.9

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Высокая долговая нагрузка: по итогам 9М2007 Долг/ЕБИТДА – 16.8x

Финансовый профиль компании характеризуется высокой долговой нагрузкой: показатель Долг/ЕБИТДА по итогам 9М2007 достиг предельно высокого уровня 16.8x. Помимо этого, в декабре 2007 года было объявлено о приобретении 20% акций УМПО. По данным менеджмента НПО Сатурн, сделка объемом около 2 млрд руб. была полностью оплачена деньгами за счет средств компании. Мы не исключаем, что для этих целей Сатурну пришлось привлечь дополнительное финансирование, что может привести к дальнейшему разрастанию долга.

Значительные риски рефинансирования

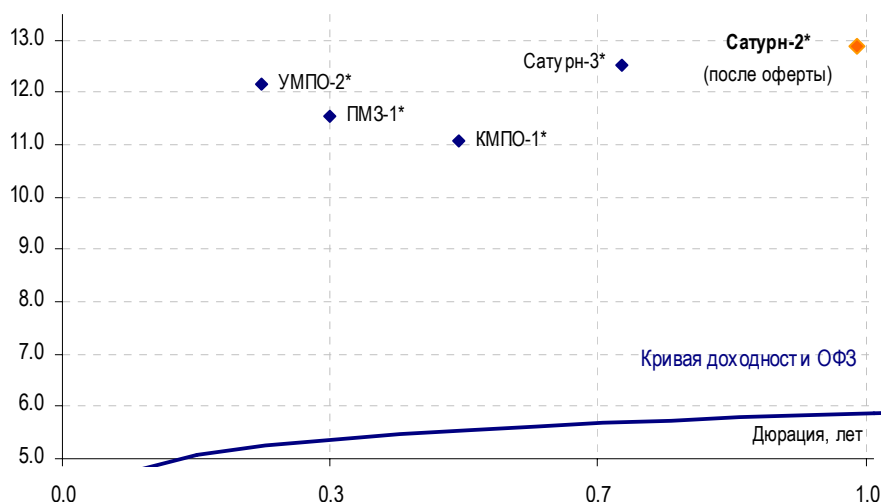
Проблема рефинансирования является для Сатурна ключевой в 2008 году. Сегодня состоится погашение выпуска НПО Сатурн-1 (1.5 млрд руб.), также в этом году Сатурну предстоит пройти две оферты: завтра – 2 млрд руб., в декабре – 3.5 млрд руб. Вероятно, компании придется обратиться к банковским кредитам для выкупа части публичных обязательств.

Отсутствие консолидированной отчетности – существенный кредитный недостаток

Другим важным кредитным недостатком Сатурна является отсутствие консолидированной отчетности. Разработка и производство двигателей для SSJ-100 осуществляется совместными со Spesma предприятиями, кроме того, направление газовых турбин для промышленности выделено в дочернюю компанию. Таким образом, отчетность головного предприятия по российским стандартам не дает достаточно полного представления о финансовых результатах группы в целом.

Мы полагаем, что в ближайшее время продолжится расширение спредов во всем машиностроительном сегменте. Так, ориентир по доходности годового выпуска Автоваз (10-11%) предполагает существенную премию к текущим уровням – 100-150 б.п. На наш взгляд, рост доходности также затронет представителей двигателестроения и оборонной отрасли, тем более что выпуски этих компаний не могут быть включены в ломбардный список из-за отсутствия рейтингов. В случае Сатурна негативная рыночная конъюнктура усугубляется неопределенностью относительно будущего компании. По нашему мнению, облигации Сатурна не привлекательны на текущих уровнях доходности.

Доходность облигаций на 21 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ

Тракторные заводы: IPO может повысить прозрачность

Сегодняшний Коммерсантъ сообщает о планах концерна Тракторные заводы провести IPO осенью 2008 года. Газета приводит высказывания основного владельца концерна г-на Болотина относительно предварительной оценки компании – \$3.5-4.0 млрд, при этом возможный объем доэмиссии составит около \$500 млн.

Мы склонны рассматривать возможное первичное размещение акций концерна как потенциальное позитивное кредитное событие: средства от IPO могут способствовать снижению долговой нагрузки холдинга, а самое главное – IPO повысит финансовую прозрачность, которая до настоящего времени оставляла желать лучшего.

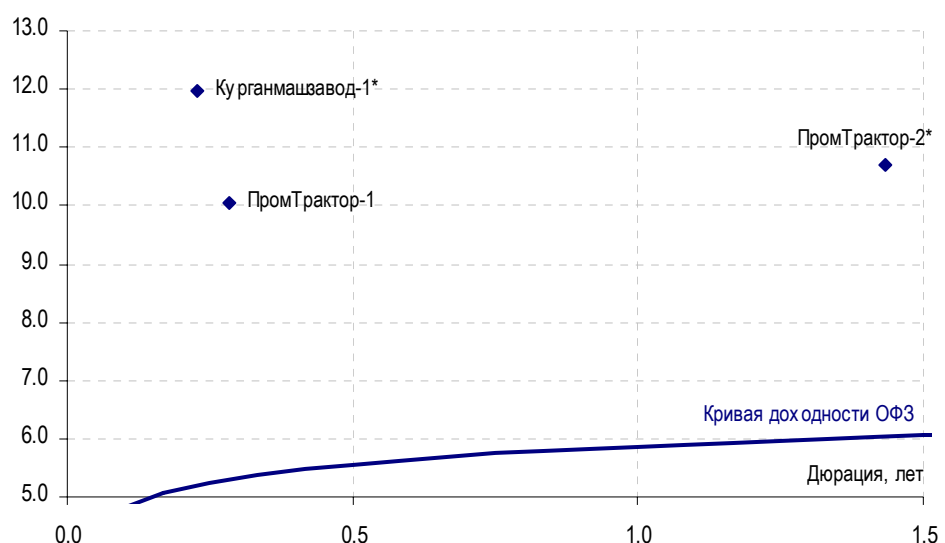
В ходе IPO планируется разместить акции голландской холдинговой компании KTZ BV, на баланс которой будут переведены акции предприятий Тракторных заводов и Агромашхолдинга. Непосредственно перед IPO (т.е. не ранее сентября 2008 года) концерн опубликует консолидированную отчетность по МСФО за последние три года.

Пока же доступна только отчетность отдельных компаний холдинга за 9 месяцев 2007 года, а также основные сводные показатели по РСБУ. Судя по этим данным, долговая нагрузка концерна остается высокой: показатель Чистый Долг/ЕБИТДА по итогам 9М2007 находился на уровне 4.5х. Высокая долговая нагрузка является, на наш взгляд, естественным следствием активной инвестиционной политики концерна. Однако отсутствие сведений относительно потребностей в финансировании на ближайшие годы, а также сложная юридическая структура затрудняют оценку кредитного профиля входящих в холдинг компаний.

Также пока не ясно, в какой части затронет реорганизация холдинговой структуры Курганмашзавод (КМЗ) – дочернюю компанию концерна, на которой консолидируется военное направление производства Тракторных заводов. Учитывая, что КМЗ является единственным производителем БМП и ряда других видов военной бронетехники, завод может остаться вне периметра консолидации «гражданской» части группы.

Тем не менее, именно облигации КМЗ с очень короткой дюрацией (оферта в июне 2008 г.) и доходностью около 12% могут представлять интерес для покупки с целью «держать до оферты». Оба выпуска Промтрактора, на наш взгляд, не привлекательны с точки зрения соотношения риск/доходность.

Доходность облигаций на 21 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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	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 Михалевиц	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	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.