

Рублевые корпоративные облигации

16 мая 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Метзавод Серова: дорогая сталь » стр. 2
- НПО Сатурн: комментарий к отчетности за 2007 год » стр.4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5440	- 0.2 %
Рублей за доллар США	23.8499	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 121.18	- 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.52%	- 16 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.28%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	147	+ 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	632.0	- 35.0
Остатки на д/с, млрд руб.	160.0	+ 6.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 8.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

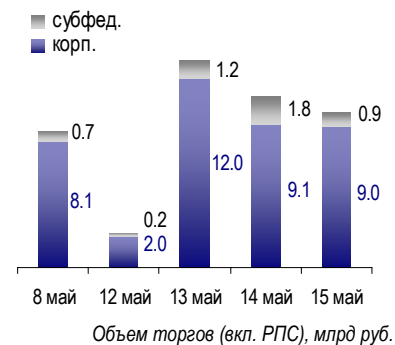
СКОРО

- 2 июня планируется размещение Комос Групп-1 (2 млрд руб., 3 года)

ВЧЕРА

- ОБР-5 размещен на 254 млн руб. из 5 млрд руб. под 5.30% годовых к погашению 15 сентября 2008 года

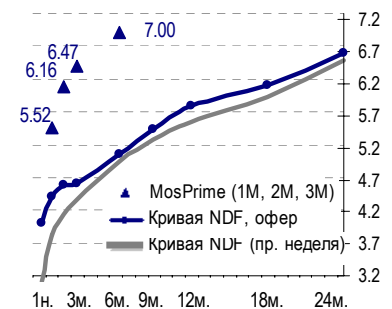
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

21 мая	Размещение ВКМ-Лизинг-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
22 мая	Размещение НС-финанс-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
26 мая	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
27 мая	Размещение Северо-Западный Телеком-5 (3 млрд руб., оферта через 2 года)
28 мая	Уплата налога на прибыль
4 июня	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.7 года) Аукцион ОФЗ-АД 46022 (11 млрд руб., дюрация 9.1 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	95.65	+ 30	5.4	9.32%
РЖД-6	100.60	+ 30	2.3	7.21%
ОГК-2	97.37	+ 17	2.0	9.28%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	99.00	+ 88	1.0	*10.60%
Русфинанс-3	97.78	+ 31	1.0	10.20%
7Континент-2	98.88	+ 18	1.0	*9.08%

Лидеры падения

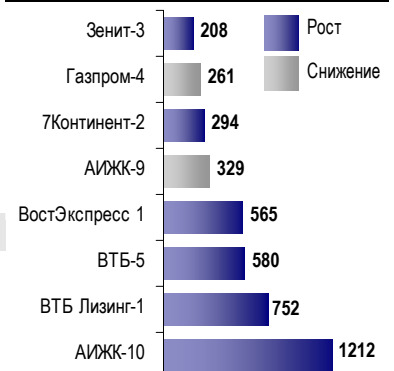
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибур-1	98.40	- 25	1.4	*9.08%
Газпром-8	100.05	- 5	3.1	7.10%
ФСК-2	101.50	- 5	1.9	7.60%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	100.00	- 30	1.9	*8.57%
Росбанк	99.60	- 26	0.7	8.40%
Кокс-1	99.18	- 15	1.1	9.92%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Метзавод Серова: дорогая сталь

*Российская отчетность
Метзавода им Серова за
2007 год выглядит
позитивно*

Метзавод Серова опубликовал отчетность по РСБУ за 2007 г. и 1 кв 2008. Благодаря исключительному росту цен на сталь, завод восстановил рентабельность после снижения в 2006 г., долговая нагрузка снизилась до приемлемого уровня 3.8x Долг/ЕБИТДА. По нашему мнению, облигации Метзавода в настоящий момент оценены близко к адекватному уровню (доходность 10.98%, дюрация 0.8 года). Выпуск представляется привлекательными для покупки с доходностью от 11% УТМ; ниже этого уровня бумаги Метзавода проигрывают чуть более длинному выпуску Амурметалл-3 (доходность 11.89% УТР, дюрация 0.9 года).

Финансовые результаты Метзавода Серова по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	7 386	1 122	15.8%	2 720	2.4x	-
2006	7 945	970	12.2%	4 850	5.0x	5.1x
2007	10 749	1 577	14.7%	5 957	3.8x	5.3x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка,

*Предприятие не играет
ключевой роли для
финансовых показателей
холдинга...*

Метзавод Серова – предприятие полного металлургического цикла - от обогащения руды до производства различных видов сортового проката. Завод контролируется группой УГМК и фактически представляет собой ее стальной дивизион. Мы не склонны преувеличивать степень интеграции металлургического производства в бизнес медного холдинга, т.к. доля Метзавода в выручке УГМК не превышает 10%.

*... но ряд компаний УГМК
являются для Метзавода
важными поставщиками*

Тем не менее, ввод в эксплуатацию электропечи способствовал развитию такой бизнес-интеграции, резко увеличив потребности завода в металлоломе. В рамках УГМК-Холдинга было создано специальное предприятие по заготовке и переработке лома черных металлов. С операционной точки зрения Метзавод также тесно связан с входящим в холдинг Богословским рудоуправлением, которое является основным поставщиком железорудного сырья на предприятие и поручителем по облигационному займу. Кроме того, одним из крупнейших поставщиков кокса, необходимого Метзаводу для производства чугуна, является трейдер группы - Торговый дом УГМК.

*Финансовые показатели
Метзавода существенно
улучшились по сравнению
с 2006 годом*

Метзавод Серова завершил важный этап инвестпрограммы в 2006 году, запустив 80-тонную дуговую ЭСП-печь Danieli, которая в течение 2008 года должна выйти на полную проектную мощность. Именно на 2006 год пришелся пик капитальных вложений (инвестировано порядка 1.8 млрд руб.), что на фоне временного спада цен на сталь привело к росту долговой нагрузки до 5x Долг/ЕБИТДА.

*Впереди – 3-й этап
реконструкции
мощностей завода,
который потребует
значительных
инвестиций...*

Мы отмечаем, что программа модернизации далеко не завершена: в настоящее время на заводе ведутся работы по окончанию второго этапа реконструкции, включающие строительство кислородного цеха, газоочистных сооружений, объектов электроснабжения и т.д. Стоимость капвложений в 2007 году составила, по данным отчетности, около 1.3 млрд руб – значительно меньше чем годом ранее. Однако в ближайшей перспективе – третий этап реконструкции, включающий в себя установку машин непрерывного литья. По нашим оценкам, для его реализации в ближайшие 1-2 года заводу потребуется инвестировать еще как минимум 2 млрд руб.

*...но теперь
инвестпрограмма
реализуется на фоне
очень благоприятной
ценовой конъюнктуры*

Поскольку группа, по всей видимости, ориентирована на банковские кредиты как основной источник финансирования инвестиций, долговая нагрузка Метзавода может возобновить рост в 2008 году. Однако мы не ожидаем резкого увеличения показателя Долг/ЕБИТДА, т.к. компания демонстрирует высокие темпы роста выручки (+35% за 2007 год), рентабельности и операционного денежного потока за счет продолжающегося уже несколько кварталов роста цен на сталь и экономического эффекта от модернизации.

Метзавод ориентирован на внутренний рынок проката

На товарный прокат в прошлом году пришлось 69% от выручки предприятия, калиброванную сталь – 20%, чугун – 6%. В 1-м квартале 2008 года завод существенно увеличил выпуск чугуна, его доля в выручке достигла 9%. Однако стратегически Метзавод ориентирован на внутренний рынок сортового проката из конструкционной стали, потребителем которой в основном является российское машиностроение. Ценообразование в этом сегменте фактически зависит от объемов экспорта крупнейших комбинатов (ММК, Северсталь, Мечел). В условиях роста экспорта возникает дефицит предложения крупных комбинатов, цены внутреннего рынка растут, и создаются благоприятные условия для повышения рентабельности небольших игроков – таких как Метзавод Серова.

Рост цен на сталь способствует повышению рентабельности

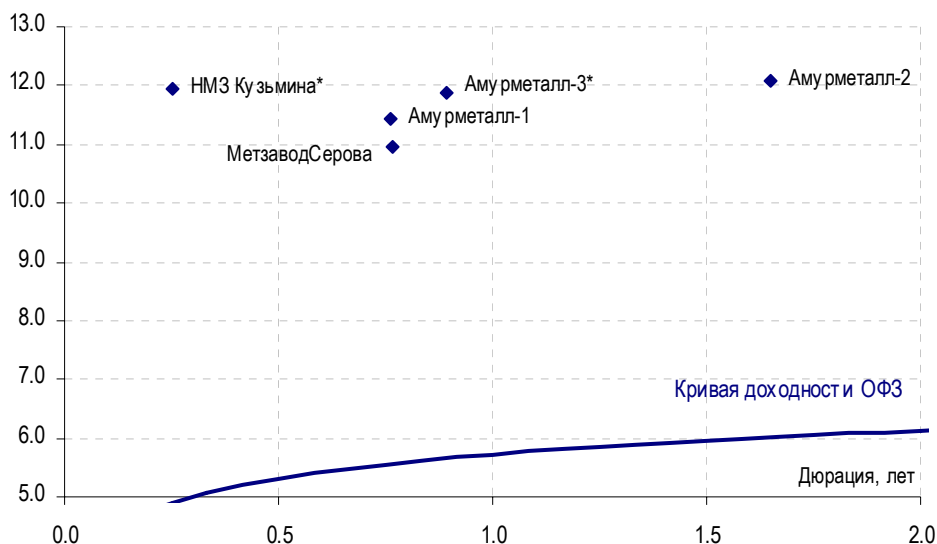
Таким образом, рост цен на сталь компенсирует необходимость привлечения нового долга. На наш взгляд, увеличение финансового долга до конца текущего года на 2 млрд руб. приведет к росту долговой нагрузки не более чем до 4.5x Долг/ЕБИТДА. При этом, в 1-м квартале 2008 года совокупный долг Метзавода даже несколько снизился, в то время как выручка за 1-й квартал составила 3.1 млрд руб. – на 29% больше чем за 1кв2007.

Кредитный риск Метзавода сравним с Амурметаллом; важное отличие – фактор поддержки со стороны крупного медного холдинга

Отчетность Метзавода, по нашему мнению, показывает, что его кредитный риск как обособленного предприятия сопоставим с риском Амурметалла: компании сравнимы по выручке и долговой нагрузке. Метзавод по-прежнему существенно уступает в рентабельности (маржа ЕБИТДА Амурметалла по отчетности за 9мес2007 – 18.6%, выручка 10.1 млрд руб., Долг/ЕБИТДА: 3.7x). В то же время, кредитный профиль Метзавода в значительной степени поддерживается принадлежностью к группе УГМК, хотя облигационный займ и не обеспечен поручительствами со стороны холдинговой компании.

Доходность облигаций Метзавода Серова по последним котировкам составляет около 10.98% УТМ (дюрация 0.8 года), хотя бумаги достаточно волатильны, и в последние недели сделки проходили в очень широком ценовом диапазоне 97.50%-99.20%. Выпуск Амурметалл-3 со сравнимой дюрацией торгуется с доходностью на 90-100 б.п. выше. На наш взгляд, бумаги Метзавода привлекательны для покупки с доходностью не менее 11%; на текущих ценовых уровнях бумаги Амурметалла выглядят более интересно.

Доходность облигаций на 15.05.2008г.



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НПО Сатурн: комментарий к отчетности за 2007 год

Годовая отчетность Сатурна по РСБУ: прогресса не наблюдается

Вчера была опубликована квартальная отчетность НПО Сатурн. Финансовые результаты головной компании группы выглядят очень слабо: валовая рентабельность снизилась до 1.8%, долговая нагрузка Долг/ЕБИТДА достигла предельно высокого уровня – 19.4х. По нашему мнению, текущие уровни доходности облигаций Сатурна (11.50-11.80%) практически не коррелируют с финансовыми показателями компании. Учитывая низкую финансовую прозрачность и высокий риск рефинансирования, инвесторам приходится полностью полагаться на фактор государственной поддержки. В этой ситуации мы не видим причин рассчитывать на сужение спредов облигаций НПО Сатурн в обозримом будущем.

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
2007	10 373	624	6.0%	12 133	19.4	0.7
1 кв. 2008	1 174	209	17.8%	11 445	13.7	0.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Отчетность НПО Сатурн не дает полного представления о результатах группы

Анализ финансового состояния Сатурна существенно затруднен в связи с отсутствием консолидированных результатов. Дело в том, что значительная часть бизнеса Сатурна (двигатели для SSJ, газовые турбины для промышленности) выделена в отдельные юридические лица. Поэтому отчетность головной компании дает лишь частичное представление о результатах группы. Мы также обращаем внимание на очень высокие обороты по статьям «прочих» доходов/расходов, которые сопоставимы с выручкой Сатурна.

Основной вклад в рост выручки НПО Сатурн внесли НПОКР

В качестве основных источников доходов НПО Сатурн в квартальном отчете приведены НПОКР (41%), ремонт авиадвигателей (20%) и наземная газотурбинная продукция (11%). Весомый вклад в увеличение выручки компании в 2007 г. (+30%) внесли НПОКР, продемонстрировав рост 71% к предыдущему году. Насколько мы понимаем, доходы по НПОКР представляют собой бюджетное финансирование разработок.

Заметно снизилась валовая рентабельность

В 2007 году сохранилась тенденция снижения рентабельности компании на операционном уровне. Рост издержек наблюдается в первую очередь на уровне себестоимости конечной продукции: валовая маржа снизилась на 4 п.п. до 1.8%. Отчасти это может быть связано с ростом цен на металлы (сталь, титан), которые используются для производства газотурбинных двигателей.

Инвестиции в проект двигателя для SSJ приведут к дальнейшему разрастанию долга

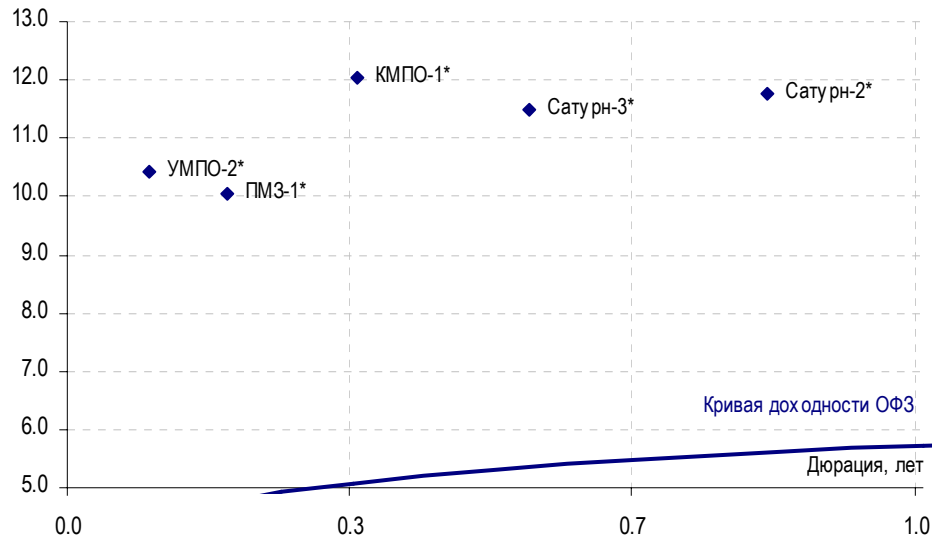
Долг Сатурна увеличился в 2007 году на 63% (4.7 млрд руб.). Основная часть этой суммы была направлена на капитальные инвестиции (1.6 млрд руб.) и приобретение 20% акций УМПО (2.2 млрд руб.). По всей видимости, долг компании в обозримой перспективе будет продолжать расти: значительные инвестиции потребуются для развития системы послепродажного обслуживания двигателей для SSJ. Также обсуждается вопрос создания с General Electric совместного предприятия по производству газовых турбин для электроэнергетики.

Высокие риски рефинансирования

Существенные риски для держателей облигаций Сатурна связаны с необходимостью рефинансирования значительного объема краткосрочной задолженности. Ее доля в совокупном долге компании составила 47% на конец I квартала 2008 г. Однако, судя по примечаниям в квартальном отчете, обязательства по облигациям Сатурна (5.2 млрд руб.) отнесены к долгосрочной задолженности, в то время как в течение года по обоим выпускам предусмотрена оферта. Таким образом, в краткосрочной перспективе Сатурну предстоит практически полностью рефинансировать собственный долг.

Следующая оферта по облигациям Сатурна (3-й выпуск, 3.5 млрд руб.) – в декабре 2008 года. Доходность выпуска составляет сейчас около 11.5%. Мы считаем весьма вероятной поддержку предприятия компании со стороны госструктур в связи с его стратегической значимостью и градообразующим статусом. Однако высокому риску рефинансирования Сатурна, по нашему мнению, должна соответствовать более высокая доходность.

Доходность облигаций на 15 мая 2008 г.



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 9978

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	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.