

Рублевые корпоративные облигации

23 мая 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ПМЗ: предпосылки для развития бизнеса » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Ликвидность: легкие налоговые дни » стр. 4

Индикаторы

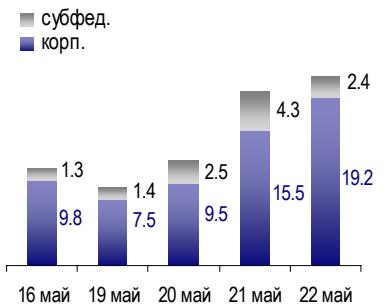
Долларов США за Евро	1.5729	- 0.4 %
Рублей за доллар США	23.5820	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 129.93	- 0.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.67%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.35%	+ 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	140	- 8 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	525.1	- 54.6
Остатки на д/с, млрд руб.	333.4	+ 54.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 13.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 28 мая состоится размещение Разгуляй-4 (3 млрд руб., годовая оферта)
- Размещение АвтоВАЗ БО-3 (1 млрд руб., 1 год) запланировано на 28 мая
- Планируется выпуск Банк Союз-5 (2 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

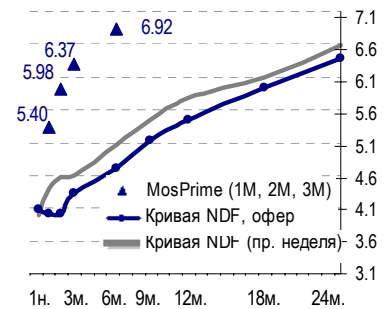


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

23 мая	Размещение Корпорация железобетон-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Сенатор-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
26 мая	Уплата НДС, ½ суммы акцизов
27 мая	Размещение Северо-Западный Телеком-5 (3 млрд руб., оферта через 2 года)
	Размещение Севкабель-4 (2 млрд руб., годовая оферта)
28 мая	Размещение АПК Аркада-4 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	95.75	+ 25	5.4	9.30%
АИЖК-7	94.69	+ 24	5.1	9.06%
АИЖК-9	93.65	+ 15	5.1	9.09%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СЗТел-3	100.50	+ 60	2.1	8.62%
Кокс-2	98.70	+ 30	1.7	*9.71%
7Континент-2	99.25	+ 23	1.0	*8.72%

Лидеры падения

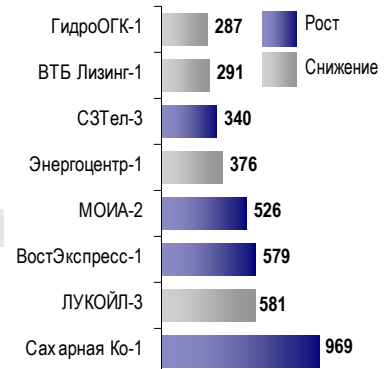
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	95.32	- 8	5.8	9.18%
ФСК-3	100.20	- 8	0.5	6.83%
ОГК-2	97.45	- 5	1.9	9.24%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Белон-1	99.50	- 50	1.0	9.84%
ХКФБ-3	99.60	- 27	0.3	*11.13%
ТГК-1	97.50	- 20	1.7	*9.48%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ПМЗ: предпосылки для развития бизнеса

Финансовые показатели ПМЗ за 2007 год выглядят достаточно позитивно

Пермский моторный завод опубликовал на этой неделе отчетность по РСБУ за 2007 год. Важным результатом компании стало удержание операционной рентабельности, несмотря резкий рост цен на металлы (маржа EBITDA 7.2%). Долговая нагрузка остается достаточно высокой – 5.0x Долг/EBITDA, ее дальнейшая динамика будет во многом зависеть от стратегических планов новых акционеров.

Потенциал компании связан прежде всего с растущим спросом на авиадвигатели

В последнее время подтверждаются наши ожидания роста спроса на авиадвигатели ПМЗ (см. ежедневный обзор от 22.11.2007), связанного с планами ОАК по увеличению выпуска гражданских самолетов. На сегодняшний день, по данным сайта компании, заключены контракты на поставку не менее 114 двигателей в течение ближайших 3 лет, что является достаточно большим объемом. Для сравнения, продажи в 2006 году составили 28 авиамоторов, всего же в эксплуатации на начало 2008 г. находилось 174 двигателя ПМЗ. Менеджмент компании ожидает увеличения продаж авиадвигателей в 2008 году на 32%.

Переход контроля над ПМЗ к Оборонпрому должен усилить рыночные позиции компании

Не менее важной новостью стала смена ключевого собственника завода в 2008 году. В марте Оборонпром выкупил у АФК Система 72% акций ПМЗ. Мы считаем, что появление стратегического акционера и значительный объем твердых заказов на ближайшие несколько лет позволят компании реализовать крупный проект по созданию двигателя, который изначально разрабатывался совместно с Pratt & Whitney. Отсутствие эффективного мотора для гражданских самолетов Ту и Ил является одним из ключевых препятствий для расширения присутствия на мировом рынке.

Финансовые результаты ПМЗ по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	6 574	553	8.4%	2 777	5.0	2.3
2006	7 418	452	6.1%	2 920	6.5	2.0
2007	8 583	616	7.2%	3 081	5.0	2.3
1 кв. 2008	2 149	47	2.2%	3 687	19.6	0.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Другой фактор роста выручки – спрос со стороны Газпрома

Помимо двигателей для авиации, важным источником доходов для ПМЗ (около 30% выручки) является производство приводов для газоперекачивающих агрегатов (ГПА). Спрос на этот вид продукции будет оставаться высоким в среднесрочной перспективе в связи реализацией Газпромом масштабной инвестиционной программы по модернизации и расширению магистральной системы газопроводов. Таким образом, мы ожидаем продолжения роста выручки ПМЗ в ближайшие 2-3 года.

Рентабельность ПМЗ не снизилась, несмотря на рост цен на сырье

Динамика финансовых показателей моторостроителей в течение последних 1.5 лет во многом определялась резким ростом цен на используемые в производстве металлы. В связи с этим определенное значение приобретает тот факт, что рентабельность ПМЗ не снизилась в течение года. Способность компании перекладывать увеличение себестоимости продукции на потребителя является важным позитивным фактором ее финансовой устойчивости.

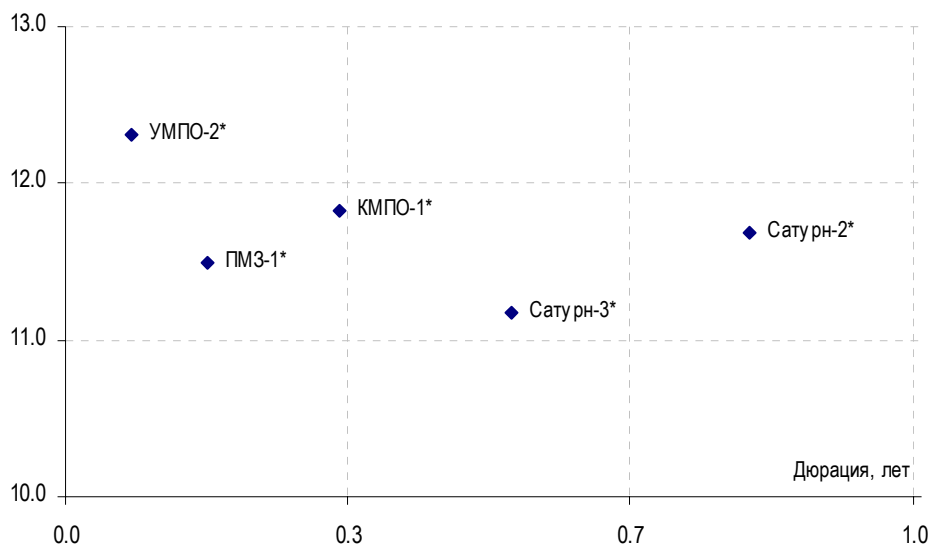
Инвестиционная активность должна увеличиться с приходом Оборонпрома – в перспективе это может привести к росту долга

В течение последних 3 лет объем долга ПМЗ оставался практически на одном уровне, при этом дополнительные средства привлекались в основном для увеличения оборотного капитала. В первую очередь это связано с низкой инвестиционной активностью компании: по сути, у ПМЗ отсутствовала долгосрочная стратегия развития. Однако с появлением новых акционеров, ситуация может существенно измениться. Оборонпром заинтересован в новом эффективном двигателе, создание которого потребует значительного финансирования и приведет к увеличению долговой нагрузки.

**Кредитное качество
выглядит наиболее
предпочтительно среди
эмитентов отрасли**

Ключевыми факторами кредитного качества ПМЗ, по нашему мнению, являются большой портфель заказов и наличие сильного стратегического акционера, который способен оказать значительную поддержку предприятию. В настоящий момент кредитный риск ПМЗ выглядит наиболее предпочтительно среди моторостроителей, представленных на долговом рынке. Мы рекомендуем держателям облигаций Сатурн переложиться в более короткие выпуски ПМЗ и КМПО.

Доходность облигаций на 22 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Ликвидность: легкие налоговые дни

В мае денежный рынок легко переживет налоговую неделю

Мы считаем, что в этом месяце денежный рынок достаточно легко переживет налоговую неделю, которая начнется 26 мая с уплаты НДС. По нашим оценкам, к настоящему времени банки накопили около 270 млрд. руб. свободной ликвидности. Этого с запасом хватит для выплат по НДС (около 160 млрд. руб.). Поэтому мы не прогнозируем резкого роста краткосрочных процентных ставок в понедельник, они будут на уровне 4%.

Ситуация с налогом на прибыль неопределенная. Наши оценки лежат в диапазоне 250-300 млрд. руб.

Дальнейшая динамика ставок зависит от объема выплат по налогу на прибыль. Ситуация с этим налогом очень неопределенная. Объемы его сбора выросли в первом квартале на 87% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, а в апреле - на 230%. В результате столь неожиданных объемов в прошлом месяце банки не рассчитали размера необходимой им ликвидности, и 28-29 апреля краткосрочные ставки взлетели до 10-12%. Учитывая высокую неопределенность, связанную с налогом на прибыль, мы ожидаем, что 27-28 мая размер выплат по нему будет находиться в диапазоне 250-350 млрд. руб.

Необходимую ликвидность банки получают за счет регулярных валютных интервенций ЦБ

Однако, по нашему мнению, изъятие такой большой суммы не создаст больших проблем для банковского сектора. Регулярные покупки валюты Банком России дают гарантированный приток ликвидности в систему. Исходя из заявлений ЦБ по поводу увеличения регулярных интервенций к концу месяца, мы прогнозируем, что, начиная с сегодняшнего дня, Банк России ежедневно будет покупать \$1-\$1.5 млрд. Таким образом, к моменту уплаты налога на прибыль банки получат от ЦБ минимум 70-100 млрд. руб. Если стоимость бивалютной корзины все-таки опустится к границе поддержки Банка России, что, по нашим оценкам, маловероятно, то объем покупок ЦБ может быть и больше.

В среду ставки денежного рынка повысятся до 5.5%-6.5%. Уже в пятницу дефицит ликвидности исчезнет

Учитывая вышесказанное, мы считаем, что наибольший дефицит ликвидности возникнет 28 мая и составит в худшем случае около 100 млрд. руб., которые банки возьмут в РЕПО у ЦБ. На несколько дней ставки повысятся до 5.5-6.5%, однако это продлится недолго. Мы ожидаем, что уже 30 мая федеральный бюджет перечислит регионам их часть налога на прибыль и дефицит ликвидности исчезнет.

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.