

Рублевые корпоративные облигации

19 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ЧТПЗ: инвестиции во благо бизнеса » *стр. 3*
- Виктория: структура пока далека от идеала » *стр. 4*
- Белон: второй выпуск будет интереснее первого » *стр. 6*

Индикаторы

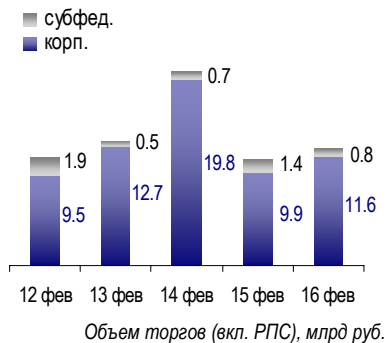
Долларов США за Евро	1.3139	- 0.0 %
Рублей за доллар США	26.2406	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 57.44	+ 2.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.65%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.69%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	100	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	439.4	+ 54.9
Остатки на д/с, млрд руб.	143.7	- 53.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 20.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

В ПЯТНИЦУ

- Размещен Русфинанс Банк-4 (4 млрд руб.) под 7.89% годовых к погашению через 3 года
- СКОРО**
- 22 февраля состоится размещение Россельхозбанк-3 (10 млрд руб., 3-летняя оферта)
 - Размещение Якутскэнерго-2 (1.2 млрд руб., 2-летняя года) планируется 15 марта
 - Екатеринбургская электросетевая компания планирует второй выпуск (1 млрд руб., оферта через 3 года)

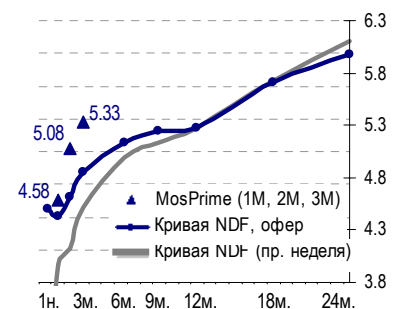
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

20 фев	Размещение Москоммерцбанк-2 (3 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение Русь-Банк-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение Виктория-Финанс-2 (1.5 млрд руб., 3 года)
	Размещение Митлэнд Фуд Групп-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
	Уплата НДС
21 фев	Размещение Газпром-9 (5 млрд руб., 7 лет)
	Размещение ТД Копейка-3 (4 млрд руб., 5 лет)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	101.30	+ 23	5.0	*7.58%
Мосэнерго-2	101.30	+ 20	4.1	*7.47%
ЛУКОЙЛ-2	101.25	+ 15	2.5	6.85%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Протек-1	99.60	+ 33	2.4	*9.26%
Росбанк	100.35	+ 20	1.9	7.75%
Сибкадем-5	101.75	+ 20	3.7	9.80%

Лидеры падения

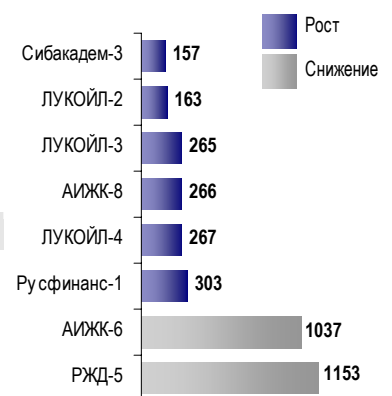
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-2	103.48	- 12	3.0	7.18%
АИЖК-5	99.90	- 5	4.3	7.58%
Газпром-4	104.17	- 1	2.7	6.77%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АК БАРС-2	100.15	- 15	0.4	*7.41%
ХКФБ-4	100.65	- 10	1.5	*9.86%
ЮТК-3	102.25	- 5	0.6	*7.36%

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	100.55	-	4.83	0.11	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.70	7.56	0.95	201	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	102.00	7.87	1.25	218	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.40	102.40	7.71	1.27	201	200	↔
ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.10	102.95	7.39	3.74	116	120	↑
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.70	100.55	7.89	0.97	232	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.70	9.22	2.09	328	350	↑
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.86	1.28	316	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.95	100.65	7.95	3.78	172	180	↑
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.75-99.90	8.73	1.45	297	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.20-100.65	8.68	2.25	270	240-260	↓
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию в 25 б.п. относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.55	100.85	7.43	2.32	144	130	↓
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	100.05	9.29	1.49	351	380	↑
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.45	-	8.31	1.92	241	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.30	100.80-100.90	7.71	2.46	169	145-150	↓
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.40	8.84	3.36	266	300	↑
ОГК									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	99.95	99.50	7.66	2.37	166	185	↑

ЧТПЗ: инвестиции во благо бизнеса

ЧТПЗ активизирует инвестиции, но долговая нагрузка не должна выйти за рамки 2х

В пятницу руководство Группы ЧТПЗ провело встречу с аналитиками, на которой были озвучены основные стратегические планы группы на ближайшие годы и уточнены данные по инвестиционным проектам группы. Общий вывод по итогам этой встречи: в течение 2007-2008 гг. группа будет активно инвестировать в 3 крупных проекта в трубном производстве, однако это не должно привести к существенному росту долговой нагрузки. По оценкам управляющего директора Arkley Capital г-на Моисеева, соотношение Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 г. не должно выйти за рамки 2х. Такая оценка представляется нам вполне реалистичной и отражает взвешенную финансовую политику группы.

Суммарный объем инвестиций трубного дивизиона группы (ЧТПЗ и ПНТЗ) в течение ближайших 3 лет должны составить около \$1 050 млн. Три главных проекта:

- строительство финишинг-центра для труб нефтегазового сортамента (ОСТГ) на базе ПНТЗ (\$150 млн, финансируется за счет кредитных средств ЕБРР);
- расширение мощностей по производству ТБД на базе ЧТПЗ (\$500 млн);
- строительство собственного сталеплавильного комплекса для производства трубной заготовки мощностью 1.1 млн тонн в год (\$400 млн).

Финишинг-центр: работа на повышение рентабельности по трубам ОСТГ

Строительство финишинг-центра для труб ОСТГ на базе ПНТЗ призвано в первую очередь повысить рентабельность производства нефтегазовых труб. За счет нанесения специальных покрытий и прочих технических усовершенствований стоимость труб, производимых на ПНТЗ, будет существенно увеличиваться, что будет вести к росту рентабельности производства. Финансирование проекта началось в 2006 г., запуск финишинг-центра запланирован на вторую половину 2008 года.

Новый цех ТБД: сохранение позиций в условиях роста требований к трубопроводным трубам

Самым дорогим проектом станет строительство нового цеха по производству ТБД на базе ЧТПЗ. На новом немецком оборудовании группа планирует производить одношовные трубы с увеличенной толщиной стенки, которые будут поставляться на реализуемые в настоящий момент крупные трубопроводные проекты. Основной целью данного проекта является сохранение позиций группы в высокомаржинальном сегменте ТБД. В настоящий момент технические требования к трубопроводным трубам существенно растут, и все российские производители стремятся не допускать технического отставания.

Сталеплавильный комплекс – обеспечение собственной заготовкой: рентабельность и технические характеристики

Новый сталеплавильный комплекс призван удовлетворить потребности группы в собственной трубной заготовке. В настоящий момент группа закупает значительную часть штрипса у сторонних производителей, что ведет к потере части доходов (от \$100 до \$200 на 1 тонну). Запуск собственных электросталеплавильных мощностей позволит не только повысить рентабельность, но и обеспечить более жесткий контроль группы за качеством исходного материала для производства труб. Стремление интегрировать сталеплавильное производство в настоящий момент характерно для всех российских трубников: ТМК в 2007 году рассчитывает обеспечить себя собственной заготовкой на 90%; эту же цель преследует и крупнейший инвестпроект ОМК – строительство комплекса «Стан-5000».

Аудированная отчетность за 6М2006 по МСФО в целом соответствует данным по РСБУ

Также в пятницу Группа ЧТПЗ опубликовала аудированную отчетность по МСФО за 6М2006: она в целом соответствует суммарным данным отчетности ЧТПЗ и ПНТЗ по РСБУ. По предварительным оценкам г-на Моисеева, в целом за 2006 г. выручка группы составит около 50 млрд руб., а ЕБИТДА – порядка 11 млрд руб. Долговая нагрузка по итогам 2006 года, судя по всему, окажется невысокой: отношение Долг/ЕБИТДА должно составить около 1.2х.

По нашему мнению, активные инвестиции Группы ЧТПЗ в 2007-2009 гг. не приведут к чрезмерному росту долговой нагрузки. Исходя из общей суммы инвестиций в размере \$1 050 млн, потребность группы в заемных средствах на 2007 г. составит \$300-400 млн. Исходя из консервативного допущения о том, что ЕБИТДА в 2007 г. не вырастет, соотношение Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 г. должно остаться в рамках 2х.

**«Справедливый» спред
ЧТПЗ: 200 б.п. к ОФЗ**

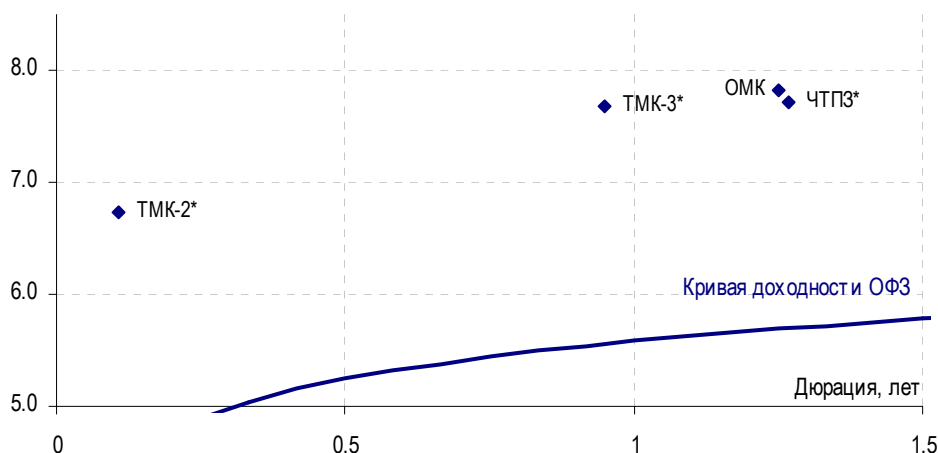
На наш взгляд, обновленные данные по инвестпрограмме группы ЧТПЗ не являются причиной для пересмотра отношения к кредитному качеству группы. Мы оцениваем кредитное качество ЧТПЗ на одном уровне с ОМК и чуть ниже, чем ТМК. «Справедливые» спреды облигаций трубноков, по нашему мнению, должны составлять:

- 180 б.п. для облигаций ТМК;
- 200 б.п. для облигаций ОМК и ЧТПЗ.

**Бумаги трубноков
остаются интересными
только как Buy&Hold,
спекулятивный
потенциал исчерпан**

Исходя из этих предпосылок, бумаги трубных компаний оценены в настоящий момент адекватно, а потенциал спекулятивного роста их цены практически исчерпан. В то же время даже по текущим ценам они, на наш взгляд, являются привлекательными в рамках стратегии «Buy&Hold». Поэтому для консервативных инвесторов, которых устраивает премия в 200 б.п. к суверенной кривой за очень высокое кредитное качество, бумаги трубных компаний все еще остаются интересными.

Доходность облигаций на 16 февраля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Виктория: структура пока далека от идеала

**Риски: низкая
прозрачность и слабая
структура займа.
«Справедливая»
доходность: 11.00-11.20%**

Завтра состоится размещение второго выпуска облигаций Виктория-Финанс (1.5 млрд руб., погашение через 3 года). Несмотря на существенный рост выручки Виктории в 2006 году (+38%), мы сохраняем умеренно-негативную оценку кредитного качества облигаций компании. По нашему мнению, как и при размещении первого займа, основные риски для инвесторов связаны с невысокой финансовой прозрачностью компании и слабое обеспечение выпуска. Мы оцениваем «справедливую» доходность выпуска Виктория-2 на уровне 11.00-11.20%, что соответствует ставке купона в 10.70-10.90%.

Виктория – средний по масштабам бизнеса оператор сетевой продуктовой розницы. Выручка группы в 2006 г. по предварительным данным составила 21.9 млрд руб. Ключевым рынком для компании в настоящий момент является Московский регион (50% выручки), также компания представлена в Калининграде (32%) и СПб (18%).

**Основное достижение
2006 г.: рост бизнеса на
московском рынке**

В качестве главного позитивного события 2006 г. мы выделяем существенное увеличение объема продаж группы (+38%) и усиление позиций в московском регионе. Оба этих фактора положительно влияют на стоимость бизнеса: динамичной компании легче привлечь средства на развитие по сравнению с сетями, выручка которых стагнирует.

**Основной риск: низкая
прозрачность**

В качестве одного из основных рисков для покупателей облигаций мы выделяем низкую прозрачность: перестройка юридической структуры группы к настоящему моменту еще не завершена. Поэтому у инвесторов пока нет возможности получить документально подтвержденные данные о финансовых результатах группы: в информационном меморандуме доступна только управленческая консолидированная отчетность.

Долговая нагрузка в 2007 году вряд ли снизится

Результаты по управленческой отчетности за 2006 г. выглядят вполне приемлемо:

- выручка: 21.9 млрд руб.; валовая рентабельность: 21%; маржа EBITDA: 6%;
- Долг: 4.1 млрд руб.; Долг/EBITDA: 3.1x.

Мы предполагаем, что из-за динамичных планов по расширению сети, долговая нагрузка в 2007 году не снизится, что, однако, не является существенной проблемой. Основной риск для Виктории – потенциальное снижение рентабельности: в собственности компании находится всего 12% от общего числа магазинов, поэтому рост арендных ставок может оказывать существенное давление на финансовые показатели Виктории.

Адекватная отчетность 2 поручителей пока недоступна

В конце 2006 г. группа начала юридическую реструктуризацию, выделив 5 торговых операторов по региональному признаку (3 из них являются поручителями по второму облигационному займу). Отчетность большинства операторов за 9М2006 нерепрезентативна, т.к. в течение 1-3 квартала эти компании практически не генерировали выручки. Единственный оператор, отчетность которого представляет интерес – ЗАО «Торкас» (дискаунтеры и магазины у дома в Московском регионе).

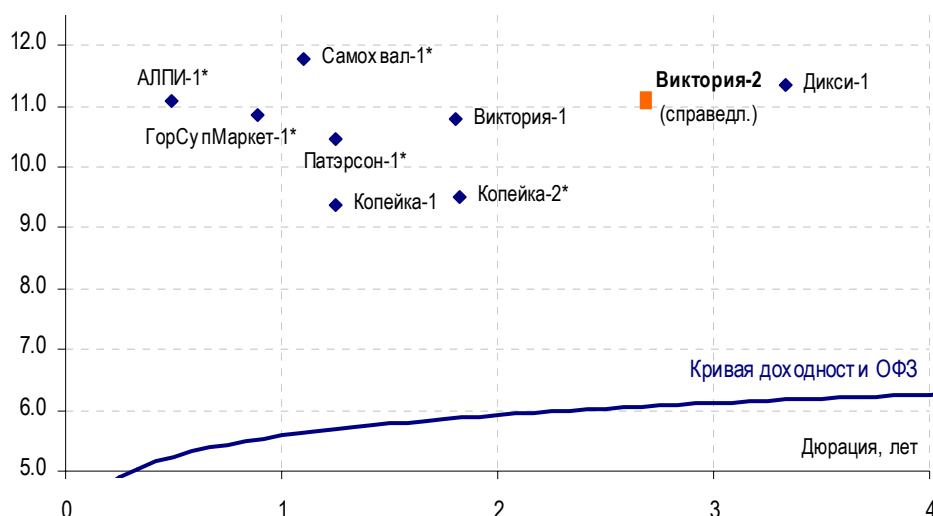
Рентабельность поручителей невысока, обеспечение от держателей недвижимости и холдинговой компании отсутствует

Низкая прозрачность и слабость структуры займа (на примере ЗАО «Торкас») заключаются в том, что Виктория, судя по всему, перераспределяет денежные потоки с торговых операторов на другие компании группы. Так, операционная рентабельность ЗАО «Торкас» за 9М2006 составила всего 2%. При этом поручительства от холдинговой компании и от держателей недвижимости в структуре займа отсутствуют. Таким образом, де-факто инвесторы получают долг, который в значительно меньшей степени обеспечен денежными потоками, чем это следует из консолидированной отчетности.

«Справедливый» спрэд Виктории – около 500 б.п. к ОФЗ

Мы считаем, что выпуск Виктория-2 должен разместиться по доходности, сопоставимой с текущей доходностью первого выпуска (10.80%, дюрация 1.8 года, спрэд к ОФЗ: 490 б.п). По нашему мнению, «справедливый» спрэд Виктории к ОФЗ составляет 500 б.п. Наша оценка «справедливой» доходности выпуска Виктория-2 на размещении: 11.00-11.20% (ставка купона – 10.70-10.90%).

Инвесторам также следует учитывать, что в рамках февральской оферты по выпуску Виктория-1 компания выкупила 774 тысячи облигаций (52% от выпуска). Соответственно, помимо размещаемого завтра второго выпуска, на рынке возможно заметное предложение в виде выкупленных бумаг первого выпуска.

Доходность облигаций на 16 февраля

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Белон: второй выпуск будет интереснее первого

Белон-2 будет размещаться по более высокой доходности, чем Белон-1. Рекомендуем зафиксировать прибыль

2006 г.: заметный рост долговой нагрузки Белона, снижения в 2007 г. мы пока не ожидаем

В целом мы позитивно относимся к кредитному качеству Белона

Фактор поддержки: ожидаемый рост спроса на уголь

«Справедливый» спрэд Белона – 350-380 б.п. к ОФЗ; наш ориентир по цене Белон-1: 99.60-99.80% от номинала

Предварительные ориентиры по доходности второго выпуска Белона (2 млрд руб., oferta через 2.5 года, размещение 1 марта) УТР: 9.50-9.70% соответствуют нашим представлениям о «справедливом» спреде бумаг этой компании (350-370 б.п. к ОФЗ). В то же время выпуск Белон-1 все еще представляется нам переоцененным: его спред к ОФЗ составляет 320 б.п. В ожидании размещения Белон-2 мы рекомендуем зафиксировать прибыль в первом выпуске с ориентиром по цене в 99.60-99.85% от номинала.

Напомним, что в 2006 г. Белон столкнулся с проблемой существенного роста долговой нагрузки: соотношение Долг/ЕБИТДА на конец года, по нашим оценкам, составит около 5х. В настоящий момент компания финансирует масштабную программу расширения мощностей по добыче и обогащению как коксующихся, так и энергетических углей. Суммарная инвестпрограмма группы на 2007 г. запланирована в размере \$150 млн, соответственно в текущем году мы не ожидаем заметного снижения долговой нагрузки.

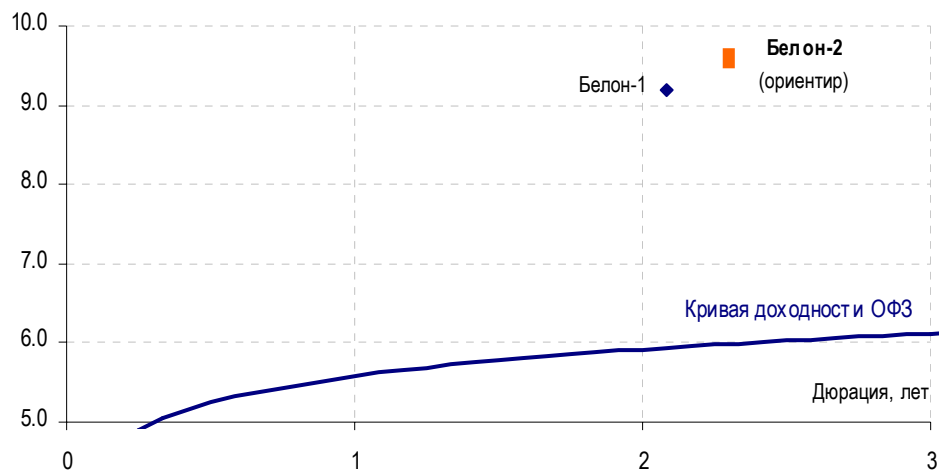
Несмотря на высокие показатели долговой нагрузки, мы в целом позитивно оцениваем кредитный профиль группы Белон по следующим причинам:

- высокая финансовая прозрачность: отчетность по МСФО на полугодовой основе, концентрация основных денежных потоков на головной компании группы;
- ожидания по снижению долговой нагрузки: за счет активных инвестиций, группа рассчитывает существенно увеличить объемы производства и финансовые показатели в 2008-2009 годах.

Мы ожидаем, что заметную поддержку планам группы окажет рост спроса на энергетический уголь в России в ближайшие годы. План РАО ЕЭС по увеличению доли угольных мощностей в структуре тепловой генерации подразумевает рост спроса со стороны электроэнергетики на уголь в размере около 40 млн тонн в год к 2010 году. Таким образом, активные инвестиции группы в расширение производства угля представляются нам вполне своевременными и обоснованными.

По нашему мнению, с учетом резкого роста долговой нагрузки Белона в 2006 г. (Долг/ЕБИТДА по итогам 2005 г. составлял всего 1.9х), «справедливый» спред облигаций компании должен составлять 350-380 б.п. к ОФЗ. Ориентир организаторов по доходности выпуска Белон-2 соответствует этой оценке, поэтому мы считаем целесообразным участие в размещении. В то же время, выпуск Белон-1 предлагает существенно меньшую премию и представляется нам переоцененным. Мы рекомендуем фиксировать прибыль в этой бумаге с ориентиром по цене на уровне 99.60-99.85% от номинала.

Доходность облигаций на 16 февраля



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
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@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 Михалевиц	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

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.