

Рублевые корпоративные облигации

3 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Севкабель: комментарий к размещению » *стр. 3*
- Сибирьтелеком за 2006 год: без роста долговой нагрузки » *стр. 4*

Индикаторы

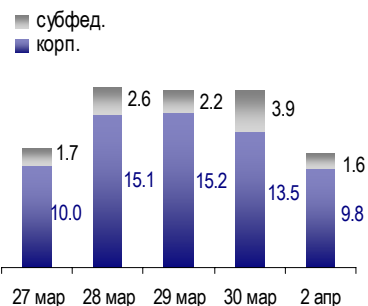
Долларов США за Евро	1.3368	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.9968	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.93	+ 0.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.58%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	475.6	- 42.2
Остатки на д/с, млрд руб.	342.6	+ 96.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 1.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск МИА-4 (2 млрд руб., 2-летняя оферта)
- Еврокоммерц планирует два выпуска объемом по 3 млрд руб. и сроком обращения 3 года

Объем торгов на ММВБ

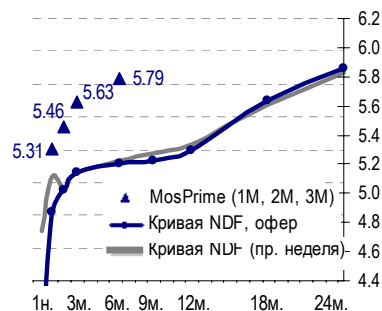


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

3 апр	Размещение Севкабель-Финанс-3 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
4 апр	Размещение Банк Зенит-4 (3 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение АСПЭК-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение МаирИнвест-3 (2 млрд руб., 2 года)
5 апр	Размещение Тюменьэнерго-2 (2.7 млрд руб., оферта через 3 года)
	Размещение Русские масла-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение АПК Аркада-3 (1.2 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	102.75	+ 10	4.6	7.07%
Сибур-1	100.30	+ 10	2.3	*7.71%
Газпром-8	100.15	+ 2	3.9	7.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Карусель-1	101.75	+ 15	1.4	*8.63%
Пятерочка-2	103.45	+ 15	3.1	8.36%
Росбанк	101.00	+ 15	1.8	7.34%

Лидеры падения

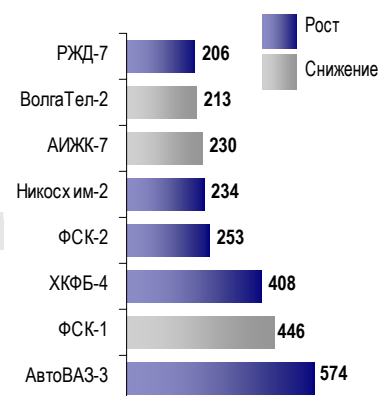
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	100.45	- 19	5.3	7.45%
Газпром-4	104.20	- 7	2.6	6.69%
АИЖК-8	101.24	- 5	5.0	*7.59%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	99.45	- 25	5.9	8.78%
УРСИ-4	101.60	- 20	0.6	7.25%
СЗТел-4	101.24	- 16	3.4	7.96%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте



**Raiffeisen
BANK**

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	100.10	100.00	7.69	1.87	173	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.55	7.48	0.87	185	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.80	7.86	1.13	212	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.15	7.60	1.15	185	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.60	100.40	7.89	0.85	227	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.65	9.24	1.97	326	350	↑ 25
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.71	1.15	296	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.55	7.96	3.80	170	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.70-99.80	8.71	1.39	288	290-300	↑ 10
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.10-100.50	8.67	2.22	264	240-260	↓ 5-25
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.80	100.95	7.31	2.28	126	120	↓ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.33	1.83	238	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.30	100.90	7.71	2.33	166	140	↓ 25
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.25	99.30	8.91	3.38	270	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.15	100.20-100.40	10.27	1.18	451	520-535	↑ 70-85
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.40	-	9.06	1.96	309	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.85	-	9.76	3.61	353	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.75	109.50	8.37	2.62	227	200	↓ 25
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.45	104.00	8.36	3.15	218	200	↓ 20
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.30-103.65	8.22	1.77	228	220-240	↑



Севкабель: комментарий к размещению

*Риски Севкабеля
достаточно высоки,
«справедливая»
доходность – не менее
12.00%*

Сегодня группа Севкабель размещает третий выпуск облигаций на сумму 1.5 млрд руб. (оферта 1.5 года). Основными проблемами кредитного качества компании, по нашему мнению являются низкая финансовая прозрачность и высокая долговая нагрузка. Также мы отмечаем относительно слабую структуру обеспечения по облигационному займу. По совокупности этих факторов мы оцениваем «справедливую» доходность сегодняшнего выпуска на уровне не менее 12.00% УТР (спрэд к ОФЗ – не менее 600 б.п.). При этом мы не видим перспектив сужения спреда у этой бумаги до оферты.

Рынок кабельной продукции сильно сегментирован по видам выпускаемой продукции и регионам. Группа Севкабель в различной степени представлена во всех основных сегментах, однако ее доля в общем объеме рынка относительно невелика - не более 10%, две трети продаж приходится на Северо-Западный регион. Севкабель реализует стратегию активной экспансии, в первую очередь – за счет поглощения более мелких производителей. В сочетании с инвестициями в производство такая стратегия определила высокие показатели долговой нагрузки компании.

Основные финансовые результаты группы Севкабель (по данным неаудированной консолидированной отчетности за 2006 год, с учетом приобретенных активов):

- Выручка – 8.6 млрд руб.
- EBITDA – 1.2 млрд руб., EBITDA margin 14.0%
- Долг – 6.2 млрд руб., Долг/EBITDA 5.2х

*Невысокая
рентабельность – общая
черта отрасли*

Рентабельность российских производителей кабелей относительно невысока: маржа EBITDA составляет около 10-15%. В связи с ростом цен на сырье (медь, алюминий) рентабельность производителей кабелей находится под давлением, т.к. изменение цен на металлы они могут перекладывать на потребителей лишь частично. Высокая конкуренция в основных сегментах бизнеса Севкабеля позволяет предполагать, что в течение ближайших лет рентабельность компании будет оставаться невысокой.

*Финансовая прозрачность
компании – очень низкая*

Одной из ключевых негативных характеристик кредитного профиля Севкабеля, на наш взгляд, является низкая финансовая прозрачность. На сегодняшний день в структуру группы входит 7 заводов, являющихся отдельными юр.лицами. Доля участия головной компании Севкабеля в капиталах «дочек» не раскрывается, отчетность отдельных предприятий также отсутствует в публичном доступе.

*В структуре займа
представлены далеко не
все денежные потоки*

В структуре займа присутствуют поручительства всего от 2 заводов, которые в совокупности генерируют более половины выручки и операционной прибыли группы. Поскольку до 70% средств от облигационного займа компания планирует направить на приобретения, мы ожидаем дальнейшего ослабления кредитной базы облигационного выпуска. Значительная часть маржи, судя по всему, остается на торговой компании, которая также не является поручителем по облигационному займу.

*Главные проблемы –
агрессивная политика и
высокая долговая
нагрузка...*

Однако главной проблемой кредитного качества группы является политика агрессивной экспансии с использованием исключительно долговых источников финансирования. В связи с отсутствием полноценной консолидированной отчетности точно определить уровень долговой нагрузки невозможно. Исходя из приведенных в меморандуме данных, соотношение Долг/EBITDA по итогам 2006 года можно оценить в 5-6х.

*... в ближайшие годы ее
снижение маловероятно*

Судя по данным организатора, компания в 2007 г. не планирует снижать свою инвестиционную активность и собирается продолжить скупку менее крупных участников рынка. Исходя из результатов консолидации прошлого года можно предположить, что эти сделки увеличат и без того высокую долговую нагрузку группы: поглощения 2006 г. добавили не только 2.5 млрд руб. к выручке, но и 1.3 млрд руб. к долгу.

Риск роста цен на медь и алюминий

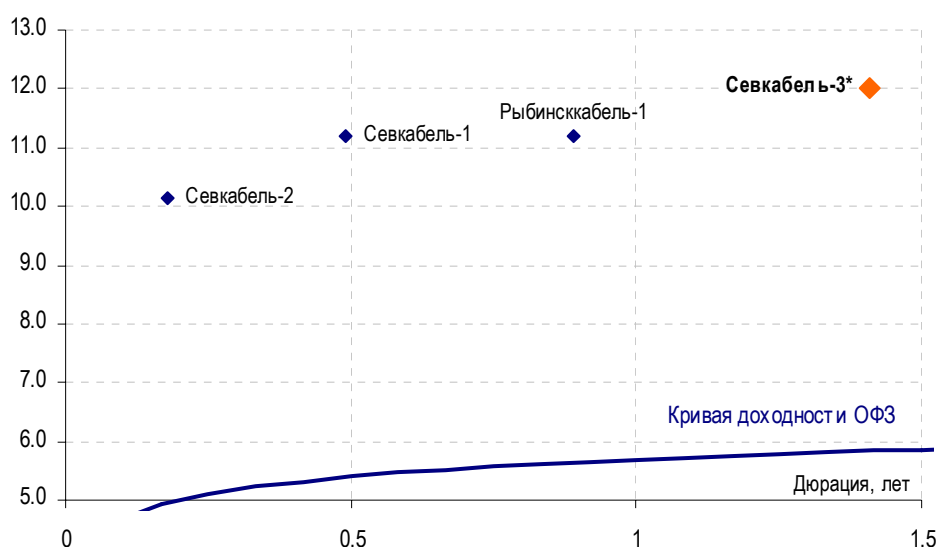
Мы еще раз обращаем внимание на существенные ценовые риски: основной статьей затрат для компании являются расходы на медь и алюминий. Севкабель в отличие от некоторых других крупных кабельных заводов не входит в состав сырьевых групп (СУАЛ, УГМК), поэтому риск роста цен на металлы для компании более актуален. При этом Севкабель заключает с крупнейшими потребителями относительно долгосрочные контракты, поэтому возможность переносить колебания цен на сырье, судя по всему, весьма ограничены.

Необходимость финансировать оборотный капитал за счет долга

Еще одна финансовая проблема Севкабеля – необходимость фондировать оборотный капитал за счет долговых источников. Судя по всему, компания отгружает значительную часть продукции на условиях отсрочки платежа, при этом возможность пользоваться кредитом от поставщиков существенно меньше. Поэтому запланированное увеличение объемов производства также может привести к существенному росту потребностей в финансировании оборотного капитала.

Премия за агрессивный профиль – не менее 600 б.п. к ОФЗ

По нашему мнению, доходность нового выпуска Севкабеля должна учитывать существенные риски рефинансирования. По совокупности факторов мы оцениваем «справедливый» спрэд этой бумаги не менее чем в 600 б.п. к ОФЗ и рекомендуем участвовать в аукционе только с доходностью не ниже 12.00% (купон: 11.66%). При этом мы отмечаем, что финансовый профиль Севкабеля вряд ли станет менее агрессивным в ближайшие годы, поэтому мы не видим потенциала для сужения кредитного спреда этой бумаги.

Доходность облигаций на 2 апреля

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Сибирьтелеком за 2006 год: без роста долговой нагрузки**Долговая нагрузка по итогам 2006 г. ниже 2х Долг/EBITDA, ожидаем ее стабилизации в 2007 году**

Вчера Сибирьтелеком опубликовал отчетность по РСБУ за 2006 год. Финансовые результаты компании оказались ожидаемо хорошими: на фоне относительно небольшого прироста выручки Сибирьтелеком продемонстрировал рост рентабельности. Долговая нагрузка компании, несмотря на активные инвестиции 2006 года, остается вполне комфортной. Мы предполагаем, что в 2007 году Сибирьтелеком останется одним из самых активных с точки зрения инвестиций операторов, однако этот факт не должен вызвать существенного роста долговой нагрузки.

Основные финансовые результаты Сибирьтелекома по РСБУ за 2006 г.:

- Выручка: 23.1 млрд руб. (+5.3% к 2005 году);
- OIBDA: 6.5 млрд руб., маржа OIBDA: 28.1% (25.3% в 2005 г.);
- Долг: 13.8 млрд руб. (+1.9 млрд руб. за год).

Выручка всех МРК Связьинвеста в 2006 г. росла относительно невысокими темпами из-за изменения схемы межоператорских расчетов с Ростелекомом, однако, по той же причине все МРК продемонстрировали позитивную динамику по рентабельности. Эти тенденции не отражают реальных изменений в масштабе бизнеса и операционной эффективности, и носят по сути «бухгалтерский» характер.

Оценка Долг/EBITDA по МСФО за 2006 год: 1.5-1.7х

Оценка уровня долговой нагрузки Сибирьтелекома по РСБУ представляется нам не совсем адекватной в связи с тем, что существенная часть мобильного бизнеса компании сосредоточена на 2 «дочках» - Байкалвесткоме и Енисейтелекоме. Суммарная OIBDA этих 2 компаний за 2006 г. составила около 3.5 млрд руб. С учетом этого результата мы оцениваем консолидированный уровень долговой нагрузки Сибирьтелекома в 1.5-1.7х Долг/OIBDA по итогам 2006 года (по итогам 2005 г. этот показатель составил около 2.1х). Таким образом, несмотря на достаточно активные инвестиции, компании удалось даже снизить уровень долговой нагрузки.

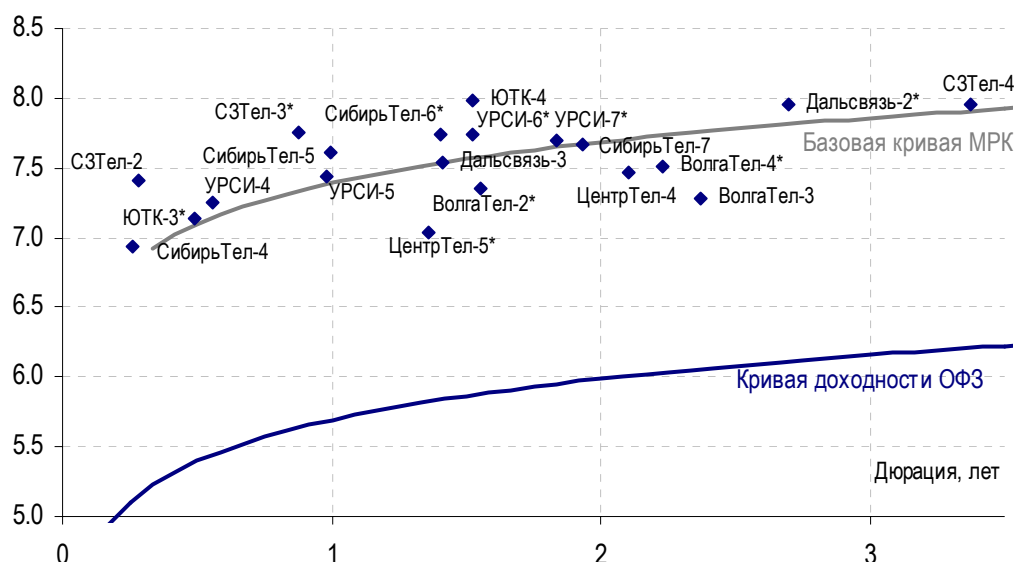
В 2007 г. долговая нагрузка компании останется стабильной

Мы предполагаем, что в течение ближайших лет инвестиции Сибирьтелекома будут одними из самых больших среди всех МРК Связьинвеста. В первую очередь они направлены на развитие мобильного сегмента бизнеса. Однако исходя из оценки инвестиционных потребностей в \$350-400 млн в год, уровень долговой нагрузки компании в 2007 году вырасти не должен.

В последнее время спреды облигаций всех МРК Связьинвеста существенно сузились, «базовая» кривая сильнейших МРК опустилась до уровня 160-170 б.п. к ОФЗ. На этом фоне текущие спреды 5 и 6 выпусков Сибирьтелекома (около 190 б.п.) выглядят достаточно привлекательными. В качестве краткосрочной инвестиционной идеи мы рекомендуем заменить менее доходные бумаги Волгателекома, УРСИ и Центртелекома чуть более доходными выпусками Сибирьтелекома. Ориентиры по «справедливой» цене:

- Сибирьтелеком-5: 101.90% (текущая цена: 101.73%);
- Сибирьтелеком-6: 100.50% (текущая цена: 100.35%).
- Сибирьтелеком-7, по нашему мнению, оценен адекватно (около 102.20%).

Доходность облигаций на 2 апреля



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	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

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 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

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.