Рублевые корпоративные облигации

11 апреля 2007 г. **Ежедневное обозрение**

ГЛАВНОЕ

- ТАИФ и СИБУР: реальна ли альтернатива Казаньоргсинтезу? » *стр. 3*
- Результаты X5 за квартал: без признаков замедления » *стр. 4*
- ОГК-5 за 2006 год: снижение рентабельности некритично » *стр. 5*

Индикаторы

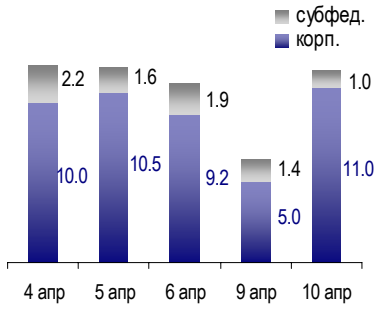
Долларов США за Евро	1.3436	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	25.9263	– 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	$ 67.48	– 1.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.55%	– 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.72%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	401.0	– 22.9
Остатки на д/с, млрд руб.	613.7	+ 26.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 75.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск РМК-Финанс-1 (3 млрд руб.) размещен под 8.94% годовых к погашению через 3 года

Объем торгов на ММВБ

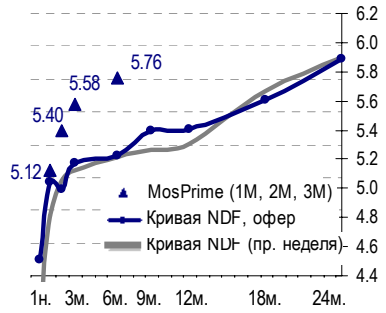


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

12 апр	Размещение Группа Магнезит-2 (2.5 млрд руб., оферта через 2 года)
	Размещение Екатеринбургская электросетевая компания-2 (1 млрд руб., оферта через 3 года)
	Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
16 апр	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 апр	Размещение Юниаструм Банк-2 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение Финансовая компания НЧ-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
18 апр	Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (15 млрд руб., погашение в 2012 году)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-3	104.10	+ 20	2.4	6.72%
РЖД-7	102.89	+ 14	4.5	7.03%
ЛУКОЙЛ-3	100.12	+ 12	4.0	7.19%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	99.60	+ 39	1.0	9.12%
Копейка-2	99.88	+ 28	1.7	*9.06%
ВолгаТел-3	103.05	+ 25	2.3	7.33%

Лидеры падения

1 эшелон

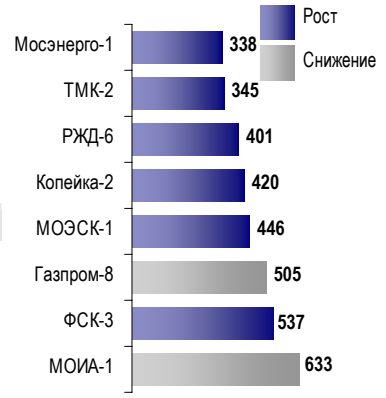
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	103.10	– 10	3.6	7.36%
АИЖК-8	101.47	– 7	5.0	*7.54%
ЛУКОЙЛ-4	100.90	– 5	5.2	7.35%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-1	100.60	– 20	1.1	9.16%
Петроком-2	100.30	– 20	2.2	8.53%
Мечел-2	102.66	– 9	2.8	*7.58%

**к оферте*

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

Рекомендации

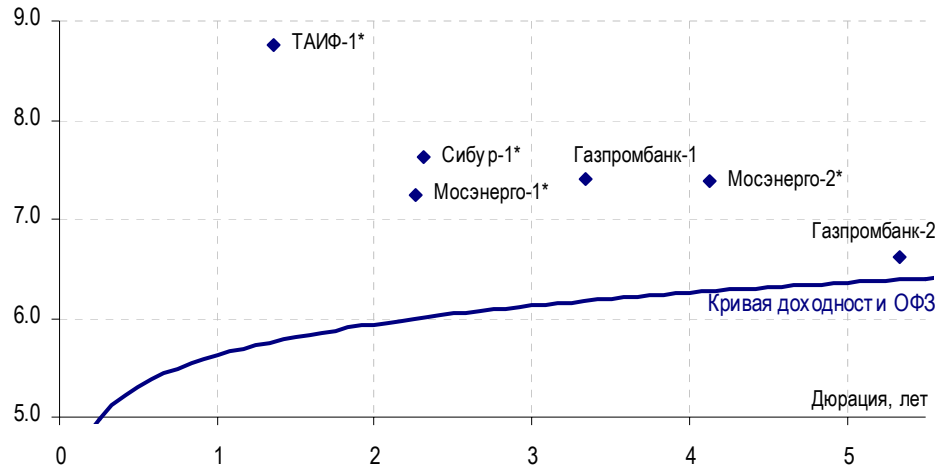
Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спрэда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.15	100.05	7.66	1.85	175	180	⇔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.60	7.33	0.84	179	180	⇔
ОМК	10/04	Покупать	101.70	101.95-102.05	7.79	1.11	212	180-190	↓ 20-30
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.25	102.20	7.61	1.13	194	200	⇔
Белон: *«фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х*									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.75	9.24	1.94	332	350	↑ 20
МОЭСК: *«фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180 б.п. к ОФЗ*									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.10	100.65	7.90	3.78	167	180	↑ 15
ТАИФ: «*фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга*									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.80-99.90	8.71	1.37	294	290-300	⇔
Петрокоммерц: *наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков*									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.50	100.20-100.60	8.43	2.20	245	240-260	⇔
Мосэнерго-1: *после роста в последние дни бумага оценена адекватно*									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.90	101.05	7.25	2.26	126	120	↓ 5
Башкирэнерго: *привлекательная премия к генерирующим компаниям*									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.60	-	8.20	1.81	231	210-230	⇔
Сибур: *премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.*									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.40	101.00	7.66	2.31	166	140	↓ 25
Куйбышевазот: *ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки*									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.40	8.86	3.36	268	300	↑ 30
Аптеки 36.6: *крайне агрессивная финансовая политика*									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.30	100.20-100.40	10.14	1.16	445	530-545	↑ 85-100
УРСА Банк: *не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента*									
Сибакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.40	-	9.06	1.94	313	-	↑
Сибакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.35	-	9.62	3.59	341	-	↑
Пятерочка: рекомендуем *«покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии*									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.75	109.55	8.35	2.60	229	200	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.65	104.10	8.29	3.13	215	200	↓ 15
НКНХ: «*фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга*									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.30-103.65	8.19	1.84	229	220-240	↑
ЮТК: *несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.*									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	103.20-103.45	7.75	1.51	194	210-230	↑ 15-35

ТАИФ и СИБУР: реальна ли альтернатива Казаньоргсинтезу?

СИБУР объявил о проекте собственного завода по производства полимеров

На днях СИБУР подтвердил наличие планов по запуску совместного с Оренбурггазпромом проекта по производству полиолефинов в Оренбурге стоимостью в $1.9 млрд. Это событие может иметь негативные последствия для одного из ключевых предприятий группы ТАИФ – Казаньоргсинтеза (КОС). С точки зрения кредитного качества СИБУРа новость нейтральна, т.к. не предполагает существенного роста долговой нагрузки компании.

Доходность облигаций на 10 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Давление на ТАИФ усиливает переговорные позиции СИБУРа

Мы полагаем, что заявление о возможном строительстве «альтернативного» производства полимеров, прежде всего, призвано усилить переговорные позиции СИБУРа по возможной покупке КОСа у группы ТАИФ. Недавнее прекращение поставок этана, являющегося основным сырьем для производства этилена на мощностях КОСа, вероятнее всего, преследует ту же цель. Поводом для прекращения поставок послужил конфликт вокруг условий давальческой переработки. Компромисс по данному вопросу необходим обеим сторонам, однако он может являться частью общего переговорного процесса.

Конфликт экономически невыгоден обеим сторонам

По нашему мнению, прекращение поставок сопряжено с экономическими рисками как для КОСа, так и для дружественного СИБУРу Оренбурггазпрома: предприятия связаны между собой не только исторически сложившейся производственной цепочкой, но и физически – 650-километровым газопроводом «Оренбург-Казань», который принадлежит Газпрому, однако используется исключительно для транспортировки этана на КОС.

Строительство нового завода не должно вызвать резкого роста долговой нагрузки СИБУРа

В сложившейся ситуации КОС выглядит более уязвимым по сравнению с СИБУРом. Мы не считаем, что заявленный объем инвестиций в создание собственного завода ($1.9 млрд) способен существенно повлиять на кредитные характеристики СИБУРа. Даже в случае, если новый проект будет полностью профинансирован СИБУРом за счет заемных средств, уровень долговой нагрузки компании останется на комфортном уровне. По итогам 2006 показатель Долг/EBITDA компании составлял всего 0.3x, и вероятнее всего, не превысит 1-1.5x даже для консервативного сценария - увеличения долга сразу на $1 млрд при сохранении EBITDA на уровне 2006 года.

Дефицит сырья негативно повлияет на операционные результаты КОСа

Сырьевая зависимость КОСа от поставок Оренбурггазпрома очень высока – на их долю приходится порядка 60% поставок этана. При этом совокупная доля продуктов на основе этана в выручке КОСа достигает 78%. Как показала авария на заводе Оренбурггазпрома в 2004 году, дефицит может быть компенсирован за счет увеличения объема поставок Татнефти и НКНХ лишь частично. Дополнительным рычагом давления на КОС является отсутствие реальной альтернативы трубопроводу «Оренбург-Казань».

Мы сохраняем рекомендацию по СИБУРу…

Мы не ожидаем негативных изменений кредитного профиля СИБУРа. По нашему мнению, спрэд облигаций СИБУРа должен «выравниваться» с Мосэнерго и Газпромбанком (120-140 б.п. к ОФЗ), т.е. потенциал сужения составляет не менее 20 б.п. Мы сохраняем рекомендацию «покупать» по облигациям СИБУРа с ориентиром по цене 101.00% от номинала (текущая цена: 100.40-100.50%).

… и по-прежнему не ожидаем позитива по ТАИФу

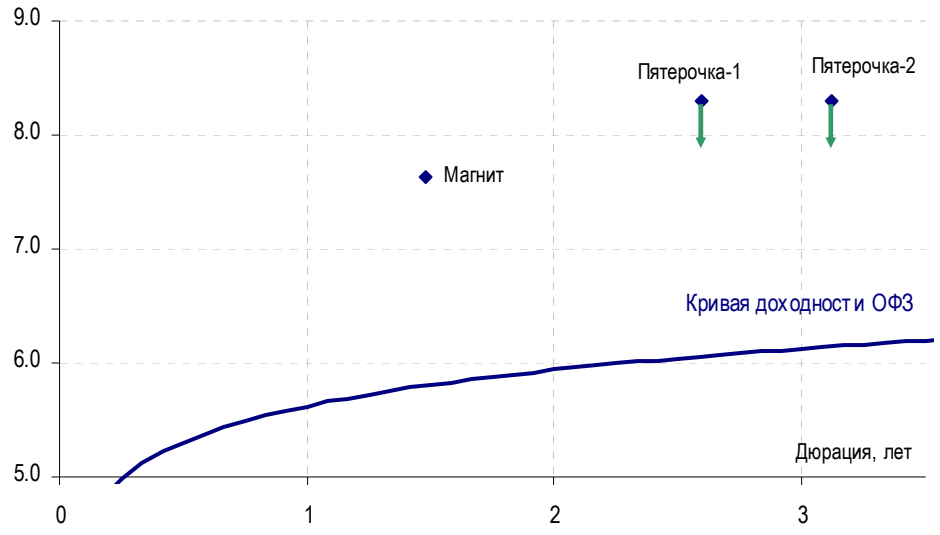
Несмотря на то, что КОС не является частью кредитной базы по облигационному займу ТАИФ-1, мы считаем, что в 2007 году бумаги ТАИФа будут находиться под давлением, поэтому не рекомендуем наращивать позиции в выпуске. Определяющим фактором для кредитного качества ТАИФа остается, на наш взгляд, высокая потребность в долге, связанная с финансированием масштабной инвестпрограммы НКНХ. С учетом низкого уровня финансовой прозрачности группы ТАИФ, мы не видим потенциала роста в выпуске ТАИФ-1, а текущий спрэд в 300 б.п. к ОФЗ соответствует нашим представлениям о «справедливом» уровне доходности данного выпуска.

Результаты X5 за квартал: без признаков замедления

Результаты 1кв.2007 продолжают тенденцию динамичного роста

Вчера X5 Retail Group опубликовала операционные результаты за 1 квартал: рост сопоставимых продаж (like-for-like) оказался очень высоким и составил 13%. В январе-марте 2007 г. торговая площадь X5 расширилась на 32 тыс кв. м., значительная часть прироста площади пришлась на выкупленные франчайзинговые магазины на Урале. Результаты 1 квартала подтверждают наш прогноз относительно сохранения высоких темпов роста выручки X5 в 2007 году.

Доходность облигаций на 10 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Like-for-like выглядят оптимистично

Показатель like-for-like за 1кв.2007 в целом по сети X5 совпал с высоким результатом за 4кв.2006 и составил 13% - на 2 п.п. больше, чем за 2006 год. При этом рост сопоставимых продаж в Москве оказался существенно выше (16%), что отражает успехи в развитии сети на самом емком розничном рынке в России. Рост в сети Пятерочки в СПб оказался также относительно высоким и составил 9%. Компании удалось преодолеть негативную тенденцию к снижению посещаемости магазинов сети Пятерочка в СПб.

В целом показатели роста сопоставимых продаж выглядят весьма оптимистично и позволяют рассчитывать на хорошие результаты по выручке и рентабельности.

Первая крупная сделка по покупке франчайзи на Урале

Также вчера X5 сообщила о первой крупной сделке по выкупу в собственность крупного регионального франчайзингового оператора: в совместное предприятие, контролируемое X5 переданы более 40 магазинов с торговой площадью 13.8 тыс кв. м. в Екатеринбурге и Челябинске. Покупка региональных франчайзи, на наш взгляд, может стать очень эффективным способом расширения сети X5: в таких сделках компания приобретает уже «зрелые» магазины и может заранее оценить их эффективность.

Прогноз выручки на 2007 год: $5.0-5.3 млрд (+45-50%)

Операционные данные за 1 квартал подтверждают наш прогноз по динамике X5 в 2007 году, данный 16 марта. По нашему мнению, прирост выручки за год может составить 45-50% (47% в 2006 году), что соответствует выручке в $5-5.3 млрд за 2007 год.

Ждем новостей по опэмиссии

Основным вопросом кредитного качества X5 в настоящий момент является возможная допэмиссия акций, о которой было объявлено недавно. Подробности относительно этой сделки пока неизвестны, но сам факт ожидаемого привлечения значительной суммы в виде акционерного капитала очень позитивно влияет на оценку кредитного качества компании.

По нашему мнению, несмотря на заметный рост котировок в течение последних недель, бумаги Пятерочки остаются существенно недооцененными. Мы оцениваем «справедливый» спрэд X5 в 180-200 б.п. к ОФЗ и рекомендуем покупать ее бумаги с ориентирами:

- Пятерочка-1: 109.50-109.60% (текущая цена: 108.75%);
- Пятерочка-2: 104.10% (текущая цена: 103.65%).

ОГК-5 за 2006 год: снижение рентабельности некритично

Несмотря на снижение рентабельности отчетность производит хорошее впечатление

Вчера ОГК-5 опубликовала отчетность за 2006 г. по РСБУ. В целом отчетность производит хорошее впечатление, несмотря на снижение рентабельности в 4 квартале, связанное, по нашему мнению, с теплой зимой 2006 года. Основная часть денежных средств, вырученных от допэмиссии акций, по состоянию на конец года находилась на балансе компании, поэтому чистый долг был отрицательным. Однако, судя по всему, все эти средства будут потрачены уже в текущем году на финансирование инвестиционной программы компании.

Основные финансовые результаты ОГК-5 по РСБУ за 2006 год:

- Выручка: 25.9 млрд руб. (+16% к 2005 г.)*;
- EBITDA: 2.3 млрд руб., маржа EBITDA: 8.9% (15.2% в 2005 году*);
- Долг: 5.6 млрд руб., чистый долг: (7.4 млрд руб.)

** За 2005 г. приведены данные pro-forma отчетности по МСФО*

Снижение маржи, судя по всему, носит в основном сезонный характер. Также мог сказаться пожар на Рефтинской ГРЭС

Основные вопросы вызывает снижение рентабельности в 4 квартале (по итогам 9М2006 маржа EBITDA составила 12.4%). Мы видим основные причины такой динамики в:

- аномально теплой зиме 2006/2007 г., в результате которой теплогенерирующие мощности были недозагружены из-за большого сброса речной воды и роста выработки энергии на гидростанциях;
- разовых расходах, которые компания понесла в связи с пожаром, произошедшим в декабре на Рефтинской ГРЭС.

Мы ожидаем восстановления рентабельности в 2007 г. до 15% по EBITDA

Наши предположения о сезонном характере убытков ОГК-5 в целом подтверждаются финансовыми результатами всех генкомпаний по итогам 2006 года. Мы полагаем, что снижение рентабельности является разовым и неповторяющимся событием и ожидаем повышения маржи ОГК-5 в 2007 году до уровня около 15% по EBITDA.

Средства от IPO ОГК-5 может потратить уже в течение 2007 г.

Основным событием для компании в 2006 году стало IPO, в результате которого ОГК-5 привлекла около $460 млн в капитал. Судя по отчетности, к началу 2007 года эти средства практически не были израсходованы и находились на балансе компании в виде финансовых

вложений (13 млрд руб.). Однако инвестиционные потребности ОГК-5 достаточно велики: 52.6 млрд руб. на 2007-2010 гг. Поэтому мы предполагаем, что уже в текущем году компания потратит все средства, полученные в ходе IPO и прибегнет к новым заимствованиям.

Оценка потребности в новом долге на 2007-2008 г.: 20 млрд руб.

Общую потребность в ОГК-5 привлечении нового долга на 2007-2008 г. мы оцениваем в 20 млрд руб., а более точный график привлечения долга в значительной степени будет зависеть от хода реализации программы по строительству новых мощностей. В любом случае, 2007-2008 гг. должны стать пиковыми с точки зрения роста долговой нагрузки. Компания заранее готовится к привлечению средств: недавно было объявлено, что ОГК-5 планирует занять до $200 млн под гарантии экспортных агентств.

К 2008 г. долговая нагрузка может вырасти до 4x, но в целом это некритично для кредитного качества

По нашим прогнозам, долговая нагрузка ОГК-5 к середине-концу 2008 года может вырасти до уровня около 4x Долг/EBITDA. Мы не считаем такой уровень чрезмерно высоким, т.к. он в течение короткого времени будет компенсирован ростом поступлений от продажи электроэнергии по свободным ценам. Однако фактор роста долга все же будет определяющим с точки зрения оценки финансового состояния компании в ближайшие годы.

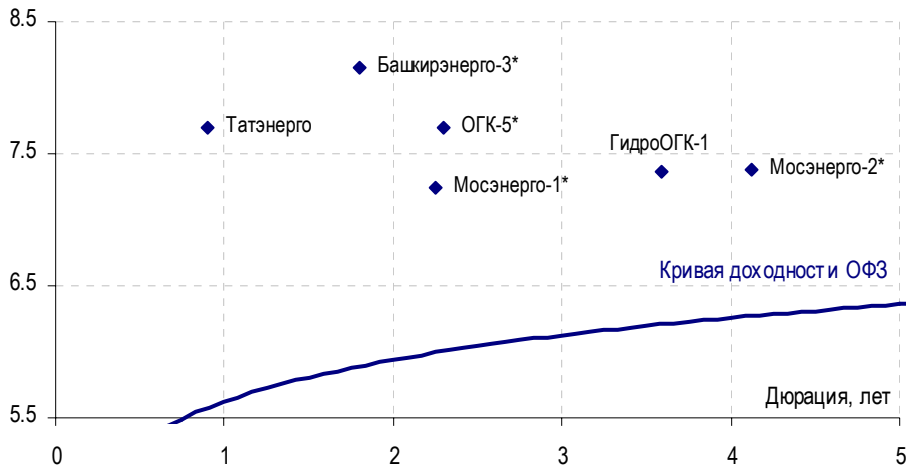
Следующее важное событие для компании – продажа блокпакета акций в июне 2007

На 6 июня назначен аукцион по продаже блокпакета акций ОГК-5, принадлежащего РАО ЕЭС. На этом аукционе будет определен новый стратегический акционер компании, который будет в дальнейшем существенно влиять на ее развитие. Пока преждевременно делать предположения о возможном покупателе этого пакета, однако об интересе к нему уже говорили представители крупных иностранных энергоконцернов и Газпрома. В любом случае, новый инвестор после аукционе не станет контролирующим акционером, поэтому о существенной переоценке кредитного качества речи не идет.

Облигации ОГК-5 оценены «справедливо»

«Справедливый» спрэд ОГК-5 мы оцениваем в 180 б.п. к ОФЗ. Текущий спрэд бумаги составляет 170 б.п. Поэтому мы не видим потенциала существенного роста котировок компании до объявления результатов аукциона по продаже блокпакета, однако и не ожидаем существенного проседания цен. По нашим прогнозам, цена облигаций ОГК-5 будет находиться в диапазоне 99.60-100.00% в течение ближайших месяцев.

Доходность облигаций на 10 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.