

Рублевые корпоративные облигации

17 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ЧТПЗ: только хорошие результаты» *стр. 3*
- Карусель: отставание от графика несущественно » *стр. 4*
- Юниаструм-2: комментарий к размещению » *стр. 5*

Индикаторы

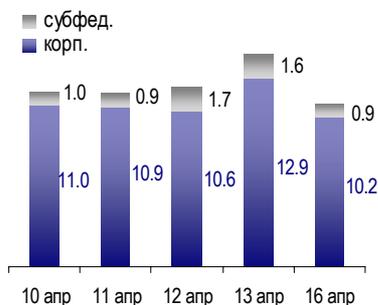
Долларов США за Евро	1.3529	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	25.8293	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 66.61	- 2.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.53%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.72%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	97	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	402.7	+ 6.0
Остатки на д/с, млрд руб.	711.4	- 6.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 58.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СЕГОДНЯ

- Размещение выпуска 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)

Объем торгов на ММВБ

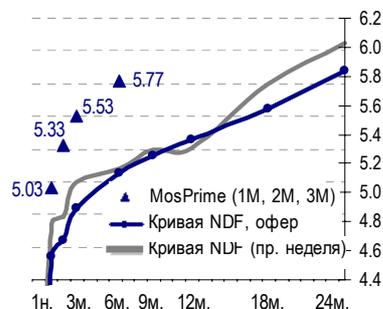


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 18 апр Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (15 млрд руб., погашение в 2012 году)
- 19 апр Размещение Мосмарт Финанс-1 (2 млрд руб., оферта через 1 год)
 Размещение Жилсоципотека-Финанс-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
 Размещение Уфаойл-ОПТАН-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1 год)
 Размещение Заводы Гросс-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
- 20 апр Размещение Банк Русский Стандарт-8 (5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
 Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	103.50	+ 30	3.6	7.24%
ФСК-2	103.70	+ 25	2.8	7.05%
АИЖК-8	101.80	+ 20	5.0	*7.47%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-5	102.70	+ 20	2.2	*7.68%
НК Альянс-1	101.20	+ 15	2.2	*8.53%
ВБД-2	103.70	+ 13	3.1	7.97%

Лидеры падения

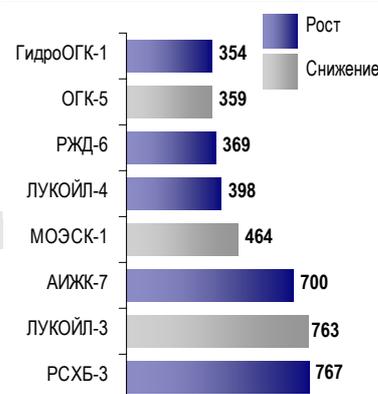
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-1	101.70	- 19	0.7	6.26%
Газпром-6	100.95	- 5	2.1	6.60%
РЖД-7	102.90	- 5	4.5	7.03%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-2	99.75	- 15	1.7	*9.14%
СибирьТел-7	102.35	- 9	1.9	7.55%
Карусель-1	101.70	- 7	1.4	*8.63%

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	100.25	100.15	7.59	1.83	173	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.25	0.83	175	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.80	102.05	7.67	1.09	204	180	↓ 25
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.40	102.40	7.45	1.11	181	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.85	9.24	1.93	335	350	↑ 15
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.40	100.75	7.81	3.77	162	180	↑ 20
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.80-99.95	8.71	1.35	298	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.65	100.25-100.65	8.35	2.18	241	240-260	↔
Мосэнерго-1: после роста в последние дни бумага оценена адекватно									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.90	101.10	7.25	2.25	129	120	↓ 10
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.80	-	8.08	1.79	223	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.05	7.55	2.30	158	140	↓ 20
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.55	8.86	3.35	272	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.35	100.20-100.40	10.09	1.14	444	535-550	↑ 90-105
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.60	-	8.94	1.92	306	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.80	-	9.49	3.58	332	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.00	109.60	8.24	2.58	222	200	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.90	104.20	8.21	3.11	210	200	↓ 10
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.35-103.70	8.18	1.82	231	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	103.65	103.20-103.50	7.76	1.49	199	210-230	↑ 10-30

ЧТПЗ: только хорошие результаты

ЧТПЗ показал очень хорошие финансовые результаты за 2006 год

Вчера трубные заводы ЧТПЗ и ПНТЗ опубликовали отчетность по РСБУ за 2006 год. Она практически полностью совпадает с озвученными ранее руководством группы результатами. В качестве основного достижения 2006 года мы отмечаем существенный рост выручки при заметном повышении рентабельности. В результате уровень долговой нагрузки компании снизился до 1х Долг/ЕБИТДА и практически совпадает с показателями ОМК и ТМК. Также мы отмечаем очень высокую финансовую прозрачность ЧТПЗ: отчетность по РСБУ практически не отличается от консолидированных результатов по МСФО.

Консолидированные финансовые результаты ЧТПЗ и ПНТЗ (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005 МСФО	41.8	5.7	13.7%	11.6	2.0	4.2
2006 РСБУ*	52.7	10.9	20.7%	10.9	1.0	10.1
2006 МСФО**	51.0	11.0	21.6%	-	-	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка, * - сумма показателей ЧТПЗ и ПНТЗ;

** - предварительные ориентиры, данные руководством ЧТПЗ в феврале 2007 г.

Отчетность по РСБУ: очень высокая прозрачность потоков

Единственным различием между отчетностью группы ЧТПЗ по МСФО и РСБУ является размер выручки. По РСБУ он несколько больше (на 3%) из-за отражения внутригрупповых сделок, которые не учитываются в консолидированных показателях по МСФО. При этом существенно более важный момент – показатели финансовых результатов по МСФО и РСБУ совпадают практически точно. Такую прозрачность финансовых потоков мы очень высоко оцениваем с точки зрения кредитного качества группы ЧТПЗ.

Основными факторами роста выручки в 2006 г. стали:

- увеличение физического объема отпуска труб на 12.5%;
- рост объемов выпуска высокорентабельной продукции (ТБД) на ЧТПЗ на 25%;
- общее повышение спроса и цен на трубную продукцию на российском рынке.

По итогам 1 квартала ЧТПЗ и ПНТЗ продолжили наращивать выпуск труб: прирост физического объема выпуска составил около 14%, причем в сегменте ТБД продолжился опережающий рост выпуска. Таким образом, в 2007 г. группа ЧТПЗ, по нашим прогнозам, может продемонстрировать рост выручки на 20-30%.

Рентабельность ЧТПЗ выровнялась с показателями ОМК и ТМК

Рентабельность группы ЧТПЗ также заметно повысилась: маржа ЕБИТДА выросла с 13.7% (по МСФО за 2005 г.) до 21.5% (консолид., неаудированные данные). Причинами для такой динамики опять же стали увеличение доли ТБД в структуре выпуска и рост цен на трубную продукцию. В 2006 году рентабельность всех трех трубных компаний выровнялась: по показателю «маржа ЕБИТДА» ЧТПЗ отстает от ОМК и ТМК не более чем на 3 п.п.

В 1кв2007 возможно небольшое снижение рентабельности из-за роста цен на сталь

В 1кв2007 все компании столкнулись с ростом цен на исходное сырье: трубную заготовку и листовую прокат. Повышение цен на трубы запланировано на 2ой квартал, поэтому в 1 полугодии мы ожидаем небольшого снижения маржи трубных заводов. Возможно, с точки зрения рентабельности 2007 год окажется менее успешным, чем предыдущий, т.к. производители ТБД лишь частично могут перекладывать рост затрат на потребителей.

Долговая нагрузка по итогам 2006 г.: всего 1х, и в ближайшие годы будет оставаться в пределах 2х Долг/ЕБИТДА

Долговая нагрузка ЧТПЗ по итогам 2006 г. снизилась до 1х Долг/ЕБИТДА, что также представляет собой рекордно низкий для компании уровень и вполне сопоставимо с показателями ОМК и ТМК. В 2007-2010 гг. ЧТПЗ будет реализовывать масштабные инвестпроекты на общую сумму \$1 050 млн: строительство новых мощностей по производству ТБД и создание собственного литейно-прокатного комплекса. В связи с этим долг компании будет увеличиваться. По нашим оценкам, основную часть программы группа может профинансировать самостоятельно. Мы ожидаем, что долговая нагрузка трубного дивизиона ЧТПЗ в течение ближайших лет не выйдет за пределы 1.8-2х Долг/ЕБИТДА.

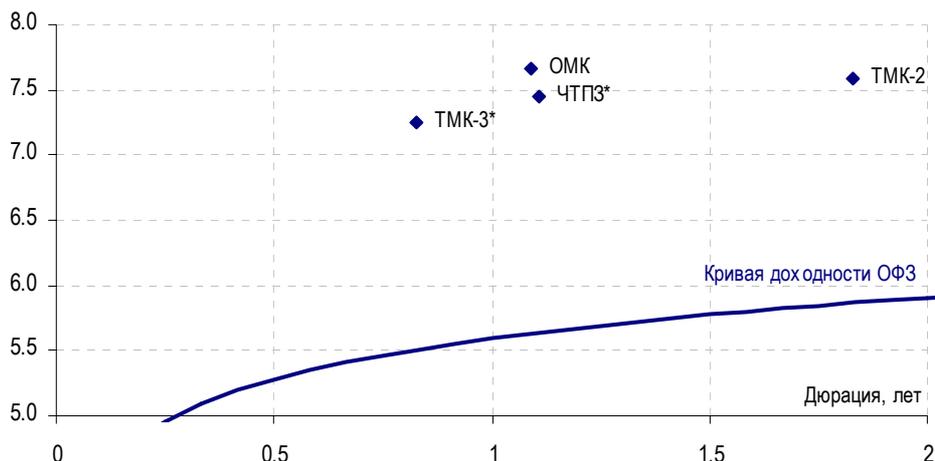
**«Справедливый» спред
ЧТПЗ: 180-200 б.п. к ОФЗ,
бумаги оценены
адекватно**

Мы очень высоко оцениваем кредитное качество всех трех трубных компаний. По нашему мнению, «справедливый» спред ЧТПЗ должен совпадать со спредом ОМК и составлять 180-200 б.п. С этой точки зрения облигации ЧТПЗ оценены адекватно, а бумаги ОМК все еще выглядят несколько недооцененными. Наша рекомендация: «держат» по бумагам ЧТПЗ и «покупать» — по бумагам ОМК с ориентиром 102.05% (текущая цена: 101.80%).

**Бумаги трубных компаний
остаются
привлекательными
только для
консервативных
инвесторов**

При текущих спредах и короткой дюрации бумаг ОМК и ЧТПЗ они остаются привлекательными в основном для консервативных инвесторов в рамках стратегии «держат до оферты». Потенциал долгосрочного роста котировок в бумагах обеих компаний практически отсутствует.

Доходность облигаций на 16 апреля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Карусель: отставание от графика незначительно

**Небольшое отставание
от графика
компенсируется высокой
рентабельностью**

Вчера Карусель опубликовала предварительные результаты за 2006 г.: они отражают небольшое отставание компании от прогнозного графика развития. Однако показатели рентабельности, несмотря на относительно раннюю стадию развития, уже достаточно высоки, что позитивно влияет на нашу оценку финансовых результатов. В любом случае, в настоящий момент кредитное качество Карусели определяется в большей степени ожиданиями по консолидации компании в X5 Retail Group.

Основные финансовые показатели Карусели за 2006 год:

- выручка: \$360 млн (прогноз: \$400 млн);
- EBITDA: \$30 млн (прогноз: \$32 млн);
- Маржа EBITDA: 8.25% (прогноз: 8.0%);
- Долг/EBITDA: 5.8x (прогноз: 5.3x).

**«Недобор» по выручке
связан с отставанием от
строительного графика**

Основной причиной отставания финансовых показателей Карусели от прогнозов, данных при размещении облигаций, является смещение графика строительства и ввода новых гипермаркетов на более поздний срок. Однако к настоящему моменту это отставание практически ликвидировано, поэтому мы высоко оцениваем вероятность выполнения прогноза по выручке на 2007 г. (\$1 050 млн).

**Рентабельность вышла
на очень достойный
уровень**

Мы очень позитивно оцениваем факт выхода Карусели в 2007 г. на запланированный уровень рентабельности. Маржа EBITDA на уровне 8.25% является весьма хорошим показателем и для зрелых розничных сетей. Финансовый результат Карусели за 2006 г., на наш взгляд, служит хорошей иллюстрацией эффективности формата гипермаркета и в целом отражает высокую привлекательность Карусели для стратегического инвестора.

Долговая нагрузка – вполне приемлема для ранней стадии развития

Долг компании на конец года составил около \$175 млн (прогноз: \$170 млн), что также вполне укладывается в модель развития, а показатели долговой нагрузки не выглядят чрезмерно высокими с учетом ранней стадии развития компании. Высокая степень предсказуемости финансовых результатов Карусели, на наш взгляд, также является важным аспектом кредитного качества компании.

Основной фактор для облигаций: ожидаемая консолидация в X5

Очевидно, что основным фактором, влияющим на цену облигаций Карусели, является ожидаемое вхождение компании в состав X5 Retail Group. Бумаги компании в последнее время существенно выросли на заявлениях менеджмента X5 о том, что вероятность исполнения опциона оценивается как высокая. Текущий спрэд Карусели составляет около 290 б.п. к ОФЗ. Теоретически, бумага могла бы торговаться и с более узкими спредами, но в силу относительно короткой дюрации выпуска потенциал дальнейшего роста цен ограничен.

Юниаструм-2: комментарий к размещению

Основной риск Юниаструма: агрессивная экспансия в ритейле

Сегодня состоится размещение второго выпуска облигаций Юниаструм Банка (объем 1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года, Moody's: B2). Юниаструм – средний по размерам частный банк (ТОП-50 по активам), избравший стратегию агрессивной экспансии в розничном сегменте. Основные риски для банка связаны, на наш взгляд, именно с проблемой роста: достаточность капитала находится под давлением быстрого роста активов, в то время как способность Юниаструма генерировать значительную прибыль для поддержания капитализации пока не подтверждается финансовыми результатами.

«Справедливый» спрэд Юниаструма: 600 б.п. к ОФЗ

Мы считаем, что потенциальные риски, связанные с ростом розничного портфеля банка, должны найти отражение в доходности нового выпуска. По нашей оценке, приемлемая премия Юниаструма должна составлять около 600 б.п. к ОФЗ, что соответствует YTP 11.80% и ставке купона в 11.50%, что совпадает с верхней границей диапазона организатора.

Основные финансовые показатели Юниаструм Банка (данные консолидированной отчетности по МСФО за 9 месяцев 2006 г.):

- Активы – 24.6 млрд руб. (+77.5% к началу 2006 г.)
- Собственный капитал (вкл. субординированный кредит) – 3.0 млрд руб. (+37.4%)
- Чистая прибыль – 62 млн руб. (-66% по сравнению с прибылью за 9 мес. 2005г.)

По структуре баланса Юниаструм вряд ли можно сравнивать с ключевыми игроками рынка потребительского кредитования. Это скорее небольшой универсальный банк, поставивший перед собой амбициозную цель совершить рывок в потребительском сегменте, и в перспективе привлечь внимание стратегического инвестора. Юниаструм наиболее активен в авто- и ипотечном кредитовании – на каждый из этих сегментов приходится около трети розничного портфеля. Промежуточная отчетность по МСФО за 9 мес. 2006 г. не содержит полных данных по провизиям, а отчетность за 2005 г., по нашему мнению, неприменима для оценки качества активов из-за их стремительного роста. Доля просроченных кредитов по данным РСБУ не превышает 3%.

Рентабельность банка очень невысока

Возможности Юниаструма по привлечению средств на рынках долгового капитала пока ограничены, поэтому основным источником финансирования остаются сравнительно дорогие депозиты физических лиц (доля в обязательствах: около 60%). Мы полагаем, что именно высокие процентные расходы по вкладам физических лиц являются одной из причин невысокой рентабельности банка (ROE – около 4%). Однако, главный фактор, сдерживающий рост прибыли банка – высокие административные расходы на развитие и поддержание сети, «съедающие» около 80% от операционных доходов.

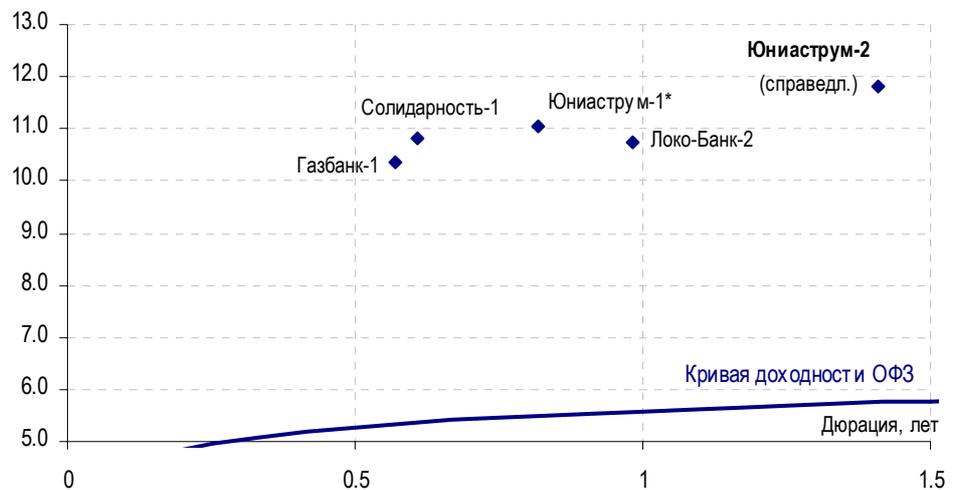
Достаточность капитала находится под давлением

Позитивный экономический эффект от расширения сети и роста кредитного портфеля может в будущем перевесить административные издержки. Тем не менее, мы сдержанно оцениваем способность банка обеспечить баланс между ростом доходов, качеством активов и достаточностью капитала.

Учитывая, что корпоративный бизнес банка пока остается непрозрачным, с большой степенью концентрации в секторах недвижимости и оптовой торговли, мы полагаем, что полная продажа Юниаструма иностранному банку маловероятна в среднесрочной перспективе. Мы считаем более вероятной частичную продажу портфельному инвестору, тем более что акционеры группы уже имеют опыт продажи 26%-й доли в компании-операторе системы денежных переводов Юнистрим фонду Auriga Russia (сделка должна быть закрыта в 1 пол 2007 г.).

Нижняя граница «справедливого» спреда облигаций Юниаструм-2, по нашему мнению, составляет 600 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности к оферте на уровне 11.80% и ставке купона в 11.50%. Более низкий уровень фактически не оставляет потенциала сужения спреда в связи с возможными позитивными событиями, а присвоение рейтинга Moody's уже с избытком отыграно в цене первого выпуска. Повышение рейтинга, скорее всего, возможно в ближайшие один-два года только в случае усиления состава акционеров или повышения рентабельности и достаточности капитала.

Доходность облигаций на 16 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	mrascosnov@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	npekшева@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	npatrahin@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.