

# Рублевые корпоративные облигации

14 декабря 2006 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### Комментарии к первичным размещениям

- ЛУКОЙл: длинная дюрация привлекательна для спекулянтов » *стр. 3*
- Северо-Западный Телеком » *стр. 4*
- ТООП-Финансы » *стр. 4*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3216	- 0.5 %
Рублей за доллар США	26.2338	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 61.77	- 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.74%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.59%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	101	- 8 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	434.4	- 6.6
Остатки на д/с, млрд руб.	47.8	+ 3.3
Сальдо операций с ЦБ	- 3.5	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

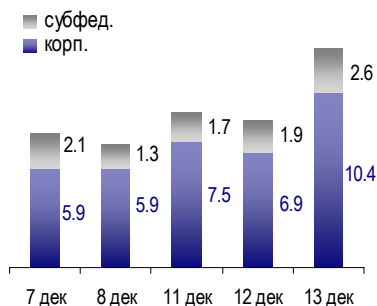
### СКОРО

- Размещение Нэфис Косметикс-2 (1 млрд руб., 3 года) планируется 20 декабря
- ТГК-4 планирует дебютный выпуск объемом 5 млрд руб. и сроком обращения до 5 лет
- Микояновский комбинат планирует второй выпуск (2 млрд руб., срок обращения 5 лет)

### ВЧЕРА

- Размещен выпуск НБ Ретал-1 (1 млрд руб.) под 10.14% годовых к оферте через 2 года
- Минфин разместил ОФЗ-АД 46018 (дюрация 8.5 лет) на 5.41 млрд руб. из 6 млрд руб. под 6.54% годовых к погашению

## Объем торгов на ММВБ

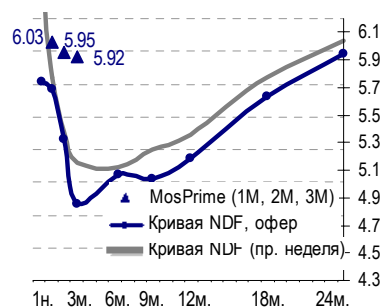


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 14 дек
- Размещение Лукойл-3 (8 млрд руб., 5 лет) и Лукойл-4 (6 млрд руб., 7 лет)
  - Размещение Северо-Западный Телеком-4 (2 млрд руб., 5 лет, опцион call через 2 года)
  - Размещение Топ-Книга-2 (1.5 млрд руб., оферта через 2 года)
  - Размещение ТООП-Финансы-1 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
  - Размещение Белый Фрегат-1 (1 млрд руб., 3 года)
- 15 дек
- Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
  - Аукцион ОБР-3 (130.5 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.00	+ 20	2.7	6.98%
ОГК-5	99.80	+ 10	2.5	*7.72%
Сибур-1	99.97	+ 7	2.6	*7.86%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-6	100.80	+ 20	1.8	*7.89%
Копейка-2	99.20	+ 10	2.0	*9.42%
НК Альянс-1	100.29	+ 9	2.5	*8.98%

## Лидеры падения

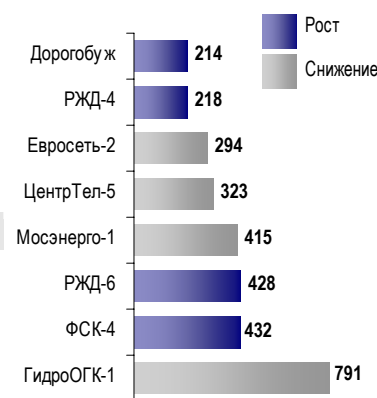
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	99.35	- 10	5.7	7.97%
РСХБ-2	101.76	- 9	3.6	7.56%
РЖД-7	102.65	- 7	4.8	7.12%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-5	100.15	- 44	1.6	*8.14%
Зенит-2	99.70	- 15	2.0	8.71%
Иркут-3	103.60	- 15	3.2	7.76%

## 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.
<b>Трубные компании: бумаги достигли справедливых уровней, рекомендуем «держать»</b>									
ТМК-2	05/09	Держать	100.84	-	7.11	0.28	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.35	100.35	7.76	1.13	182	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.90	101.85	7.98	1.43	196	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.30	8.01	1.39	200	200	↔
<b>ГидроОГК: сужение спреда до 100-120 в долгосрочной перспективе</b>									
ГидроОГК-1	15/09	Держать	103.03	102.65-103.40	7.44	3.77	110	100-120	↔
<b>Аптеки 36.6: «фиксировать прибыль» в связи с ростом долговой нагрузки</b>									
Аптеки 36.6-1	01/09	Фиксировать прибыль	100.55	100.50	10.68	1.42	466	470	↑ 5
<b>ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента</b>									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	99.90	100.20	8.75	1.11	281	250	↓ 30
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.00	99.45-99.85	9.31	2.27	313	320-340	↑ 5-25
<b>ЮТК: привлекательны как самые доходные среди МРК Связьинвеста</b>									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.00	-	8.47	0.80	264	-	↔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.06	-	8.53	1.74	244	-	↔
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.38	103.90-104.10	8.01	2.08	187	200-210	↑ 15-25
<b>САНОС: «фиксировать прибыль» в связи с недостаточной премией к выпуску СИБУРа</b>									
СаНОС-2	23/11	Фиксировать прибыль	105.30	104.95-105.20	8.08	2.59	187	190-200	↑ 5-15
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.86	1.39	285	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль» на форвардах, ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.00-100.20	7.97	4.0	162	180	↑ 20

## ЛУКОЙл: длинная дюрация привлекательна для спекулянтов

*7-летний ЛУКОЙл будет привлекательным для спекулянтов*

Сегодня состоится размещение 2 выпусков облигаций ЛУКОЙла в сумме на 14 млрд руб. По нашему мнению, в более коротком 5-летнем выпуске на аукционе может появиться достаточно высокий спрос со стороны иностранцев, в то же время мы считаем 7-летний выпуск существенно более привлекательным со спекулятивной точки зрения.

*«Справедливый» спрэд ЛУКОЙла: 80-100 б.п. к ОФЗ*

Кредитное качество ЛУКОЙла как крупнейшей российской нефтяной компании не вызывает сомнений и подтверждается высокими рейтингами от международных агентств (BB+/Baa2/BBB-). Мы считаем, что спрэды облигаций ЛУКОЙла должны быть лишь немногим шире спрэдов госмонополий (Газпром, РЖД). По нашим оценкам, «справедливый» спрэд ЛУКОЙла, основанный на кредитных параметрах составляет от 80 до 100 б.п. к кривой ОФЗ.

*Основной вопрос – длинная дюрация*

Основным вопросом сегодняшнего размещения облигаций ЛУКОЙла будет, на наш взгляд, длинная дюрация обоих выпусков:

- ЛУКОЙл-3 (8 млрд руб.): погашение через 5 лет, ориентир по купону 7.2%;
- ЛУКОЙл-4 (6 млрд руб.): погашение через 7 лет, ориентир по купону 7.7%.

*Мы ожидаем более высокого спроса в 5-летней бумаге*

Восстановление ликвидности банковской системы и ожидания относительно снижения доходностей на рынке облигаций в следующем году, судя по всему, создадут достаточно благоприятный фон для сегодняшнего размещения облигаций компании. При этом мы ожидаем более высокого спроса именно в 5-летнем выпуске, т.к. эта дюрация является более распространенной и уровень ставок по ней легче захедржировать.

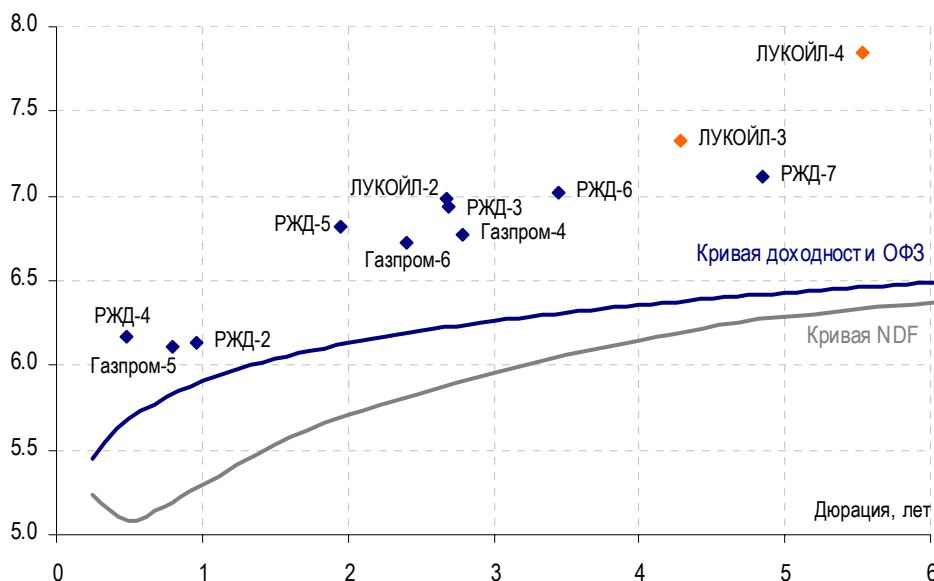
*7-летняя бумага может предложить существенную премию за дюрацию...*

С другой стороны, 7-летний ЛУКОЙл-4, судя по предварительным ориентирам доходности, предложит достаточно интересную спекулятивную возможность. Разница в ориентирах доходности между 5- и 7-летней бумагами составит около 52 б.п., в то время как разница в доходностях ОФЗ и NDF на эти сроки составляет всего 8-12 б.п. Соответственно, премия за более длинную дюрацию, по нашему мнению, является весьма интересной.

*... и, по нашему мнению, будет более привлекательной для спекулятивных стратегий*

Судя по всему, такая премия является следствием относительно малой распространенности бумаг со сроками погашения более 5 лет на российском рынке и осторожным отношением участников к таким срокам. С другой стороны, общее настроение рынка относительно снижения доходностей на рынке в конце 2006 – начале 2007 года делают ЛУКОЙл-4 привлекательным именно с точки зрения игры на ставках. По нашему мнению, 7-летний выпуск ЛУКОЙла предоставит хорошую возможность заработать на снижении рыночных ставок на рублевом рынке. Поэтому для участников, ориентирующихся на спекулятивные стратегии, мы считаем покупку ЛУКОЙла-4 более предпочтительной.

### Кривые доходностей ОФЗ, NDF и облигации первого эшелона



## Северо-Западный Телеком

*Мы считаем аукцион по СЗТ привлекательным в связи с ожиданиями по снижению доходностей рублевого рынка*

Сегодняшнее размещение выпуска СЗТ-4 (2 млрд руб., погашение через 5 лет, колл-опцион через 2 года, частичная амортизация) также обещает дать небольшую премию в связи с большим объемом «первички». Исходя из ориентиров организаторов, спрэд СЗТ-4 составит 190-210 б.п. к ОФЗ при «справедливом» уровне в 170-180 б.п. к ОФЗ. С учетом длинной дюрации и высокого кредитного качества СЗТ мы рекомендуем участвовать в аукционе в расчете на снижение доходностей на рублевом рынке.

*Кредитное качество СЗТ - очень высокое*

Кредитное качество СЗТ также не требует длинных объяснений: компания давно и хорошо известна на долговом рынке и, как и все МРК Связьинвеста, отличается очень высокой прозрачностью. В течение ближайшего времени СЗТ планирует несколько нарастить долговую нагрузку, что связано с приобретением транзитного оператора «Петербург Транзит Телеком». При этом компания установила для себя ориентир по максимальному уровню долговой нагрузки в 2х Долг/ЕБИТДА на ближайший год. С учетом значительного объема финансовых вложений на балансе СЗТ (15% акций Телекоминвеста, оценочная стоимость: \$290 млн на конец 2005 г.) соотношение Чистый Долг/ЕБИТДА не должно выйти за пределы 1.2х, что представляется нам весьма консервативным уровнем.

*«Справедливый» спрэд – 170-180 б.п. к ОФЗ*

По кредитному качеству СЗТ является одной из сильнейших МРК и немного уступает разве что Волгателекому. «Справедливый» спрэд для облигаций СЗТ мы оцениваем в 170-180 б.п. к кривой ОФЗ. При ставке купона в 8.2% (верхний ориентир организаторов) спрэд составит около 210 б.п., что, на наш взгляд, является вполне адекватной премией за длинную дюрацию.

*Вероятность исполнения колл-опциона невелика*

По нашему мнению, вероятность исполнения колл-опциона невысока. С учетом цены исполнения в 102.00% от номинала доходность к дате 2-летнего опциона составит более 9.20%, что увеличит спрэд бумаги к ОФЗ до 310 б.п.

На наш взгляд, СЗТ, как и ЛУКОЙЛ предлагает довольно хорошую возможность для российских спекулянтов сыграть на ожиданиях относительно снижения уровня доходностей на рынке облигаций. Количество кредитных лимитов на облигации СЗТ очень велико, поэтому мы ожидаем, что аукцион пройдет успешно.

## ТОАП-Финансы

*Основная специализация – оптовая торговля авиатопливом в Московском регионе*

Торговый Дом «Авиационное обеспечение аэропортов» специализируется на оптовой торговле авиационным топливом. Компания является вторым после Лукойла оператором рынка с долей 35% от объема поставок в целом по России. Основная часть бизнеса ТОАП сосредоточена в Московском авиаузле, на который в 2005 году пришлось 83% поставок топлива. Основные аэропорты, в которых представлена группа: Домодедово и Внуково.

*ТОАП занимает промежуточное звено в цепи поставок топлива авиакомпаниям*

Являясь оптовым оператором, ТОАП занимает промежуточное положение в цепи поставок авиакеросина. Компания закупает большие объемы у производителей – нефтеперерабатывающих заводов, и доставляет его розничным продавцам – топливозаправочным комплексам (ТЗК). Функционально ТЗК входят в состав аэродромных комплексов и непосредственно заправляют воздушные суда, при этом юридически они являются независимыми компаниями-монополистами на локальных рынках. На сегодняшний день политику на рынке авиационного топлива определяют именно ТЗК, в то время как оптовые операторы (в т.ч. ТОАП) вынуждены подстраиваться под их условия.

*Сам рынок авиатоплива очень непрозрачен, риски конкуренции с ЛУКОЙЛОМ высоки*

По нашему мнению, сложившаяся на сегодняшний день схема отношений на рынке авиационного топлива крайне непрозрачна. Поэтому вероятность изменения политики госрегулирования в этой области весьма высока. На наш взгляд, это создает существенные бизнес-риски для ТОАП, т.к. компания, по сути, является перепродавцом и не имеет значительной инфраструктуры, которая бы делала ее «незаменимой» в этом бизнесе. Другой важный риск для ТОАП связан с очень сильными экономическими и политическими позициями основного конкурента компании – ЛУКОЙЛА, который на сегодняшний день является крупнейшим оператором рынка авиатоплива.

**Финансовые результаты ТД «ТОАП» по РСБУ (млн руб.)**

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз
2005	5 983	5.1%	155	2.3%	362	2.3
I п/г 2006	9 009	3.5%	117	1.3%	1 054	4.5

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Компания не владеет крупными объектами инфраструктуры**

Специфика операционного цикла заключается в том, что компания является перепродавцом и не имеет на балансе значительных основных средств (менее 20 млн руб.). В связи с этим актив и пассив ТОАП более чем на 97% состоят из дебиторской и кредиторской задолженности соответственно. ТОАП практикует товарное кредитование, предоставляя авиакомпаниям отсрочку платежа и, соответственно, испытывает постоянные потребности в финансировании оборотного капитала. Основным источником финансирования является кредиторская задолженность (2.4 млрд руб. на 30.06) перед поставщиками.

**Низкая рентабельность операций**

Ключевым аспектом в деятельности ТД «ТОАП», на наш взгляд, является очень низкая рентабельность: валовая маржа по итогам I п/г 2006 г. составила всего 3.5%. Возможно, такая ситуация связана с непрозрачностью цепочек поставки: судя по данным проспекта эмиссии, основную часть продукции ТОАП закупает не напрямую у нефтяных компаний, а у российских перепродавцов.

**Высокая долговая нагрузка**

Долговая нагрузка компании очень высока: соотношение Долг/ЕБИТДА на конец I п/г 2006 г. составило 4.5х. При сохранении рентабельности на прежнем уровне, по итогам 2006 года это соотношение, по нашим оценкам, превысит 8.5х. Столь высокие значения показателя Долг/ЕБИТДА свидетельствуют о том, что генерируемого компанией операционного денежного потока может быть недостаточно для покрытия процентных расходов.

**ТОАП планирует приобретать основные средства на деньги от выпуска облигаций**

По данным информационного меморандума, в планы компании входит покупка 2 региональных ТЗК за счет средств, вырученных от размещения облигационного займа. Этот шаг может упрочить ее позиции на рынке, однако подробности относительно этих сделок пока не были обнародованы.

Организаторы ориентируют инвесторов на ставку купона на уровне 12% годовых, что, на наш взгляд, является заниженной величиной. По нашему мнению, высокие операционные и финансовые риски ТД ТОАП делают покупку ее облигаций весьма рискованной инвестицией.

## 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
Ольга Базюкина	obazyukina@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

### **Начальник аналитического отдела**

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928
----------------	------------------------	-------------------

### 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 Михалевич	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.