

Рублевые корпоративные облигации

15 декабря 2006 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ОГК-3: стратегический инвестор «укоротил» дюрацию » *стр. 3*
- ОГК-5: покупать дешевающую бумагу пока рано » *стр. 5*
- Белон: долговая нагрузка остается высокой » *стр. 5*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3145	- 0.5 %
Рублей за доллар США	26.2642	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 62.57	+ 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.74%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.62%	+ 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	439.9	+ 5.5
Остатки на д/с, млрд руб.	46.3	- 1.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 100.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

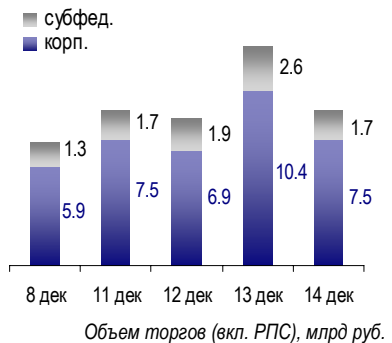
СКОРО

- 21 декабря планируется размещение УМПО-1 (4 млрд руб., оферта через 1.5 года)

ВЧЕРА

- Размещены выпуски Лукойл-3 (8 млрд руб., 5 лет) и Лукойл-4 (6 млрд руб., 7 лет) с доходностями 7.23% и 7.54% годовых к погашению соответственно
- СЗТ-4 (2 млрд руб.) размещен под 8.37% годовых к погашению через 5 лет
- Выпуск Топ-Книга-2 (1.5 млрд руб.) размещен под 10.79% годовых к 2-летней оферте
- Размещен ТООП-Финансы-1 (2 млрд руб.) под 12.36% годовых к 1.5-годовой оферте

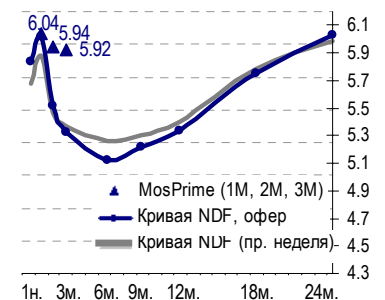
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

15 дек	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
	Аукцион ОБР-3 (130.5 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007 года)
	Размещение ОГК-3 (5 млрд руб., полугодовая оферта)
	Доразмещение ОФЗ-АД 46018 (1.7 млрд руб., дюрация 8.5 лет)
19 дек	Размещение ЮТэйр-3 (2 млрд руб., оферта через 2 года)
	Размещение Киригенмаш-1 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение Группа НИТОЛ-2 (2.2 млрд руб., 3 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	99.40	+ 5	5.7	7.96%
ФСК-2	103.50	+ 5	3.0	7.24%
ГидроОГК-1	103.05	+ 2	3.8	7.43%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-5	100.60	+ 45	1.6	*7.85%
Мосэнерго-1	100.00	+ 20	2.5	*7.67%
Петроком-2	99.60	+ 17	2.4	8.85%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	101.65	- 11	3.6	7.59%
ОГК-5	99.70	- 10	2.5	*7.76%
ЛУКОЙЛ-2	100.95	- 5	2.7	7.00%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СЗТел-2	99.90	- 30	0.6	7.89%
ВолгаТел-2	101.14	- 23	1.9	*7.71%
ВолгаТел-3	102.12	- 4	2.7	7.83%

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	100.84	-	7.08	0.28	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.35	100.35	7.76	1.13	179	180	↔
ОМК	30/11	Покупать	101.60	101.80	8.20	1.43	215	200	↓ 15
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.25	8.01	1.38	197	200	↔
ГидроОГК: сужение спреда до 100-120 в долгосрочной перспективе									
ГидроОГК-1	15/09	Держать	103.05	102.60-103.35	7.43	3.77	108	100-120	↔
Аптеки 36.6: «фиксировать прибыль» в связи с ростом долговой нагрузки									
Аптеки 36.6-1	01/09	Фиксировать прибыль	100.80	100.45	10.49	1.41	445	470	↑ 25
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	99.89	100.20	8.76	1.10	279	250	↓ 30
Белон: «фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.00	99.40-99.80	9.31	2.26	311	320-340	↑ 10-30
ЮТК: привлекательны как самые доходные среди МРК Связьинвеста									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.05	-	8.40	0.79	254	-	↔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.15	-	8.47	1.79	236	-	↔
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.38	103.85-104.05	8.01	2.07	184	200-210	↑ 15-25
САНОС: «фиксировать прибыль» в связи с недостаточной премией к выпуску СИБУРа									
СаНОС-2	23/11	Фиксировать прибыль	105.30	104.90-105.15	8.08	2.59	184	190-200	↑ 5-15
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.86	1.39	282	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль» на форвардах, ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.00-100.20	7.97	4.0	160	180	↑ 20

ОГК-3: стратегический инвестор «укоротил» дюрацию

Кредитное качество ОГК-3 не уступает ОГК-5

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска ОГК-3 (3 млрд руб., оферта через полгода). Несмотря на отсутствие консолидированной отчетности по МСФО и низкую рентабельность по РСБУ, мы считаем, что ее кредитный профиль не уступает по качеству «пионеру» - ОГК-5. По нашему мнению, сверхкороткий срок бумаги связан с краткосрочной потребностью в деньгах – на 2007 г. запланировано размещение акций компании, которое должно покрыть все финансовые потребности ОГК-3.

Бумага будет интересна в основном консервативным инвесторам, привлекательный купон: от 7.2% и выше

При столь короткой дюрации бумага практически не имеет спекулятивной привлекательности, и может быть интересна в основном консервативным инвесторам. Организаторы ориентируют участников на ставку полугодичного купона в размере 7.0-7.5%, что соответствует спреду в 180-230 б.п. над 6-месячными NDF. По нашему мнению, при текущей стоимости полугодичных рублевых ресурсов, бумага будет привлекательной при ставке купона от 7.2%. В случае, если после оферты эмитент решит оставить бумагу на рынке, ее «справедливый» спред, по нашим оценкам, составит около 180 б.п. к ОФЗ.

Кредитное качество всех ОГК примерно одинаково на начальном этапе

ОГК-3 – вторая после ОГК-5 генерирующая компания оптового рынка, выходящая на рынок рублевых облигаций. Мы уже неоднократно отмечали, что по фундаментальным характеристикам все ОГК созданы практически по «единому шаблону» со схожим размером установленных мощностей и сопоставимыми по качеству активами. Поэтому мы считаем, что на начальной стадии развития рынка кредитное качество всех ОГК находится примерно на одном уровне.

ОГК-3 уже сформирована как единая операционная компания

В настоящий момент в ОГК-3 уже завершены все корпоративные процедуры, с 1 апреля 2006 г. она функционирует как единая операционная компания, а все ГРЭС, входящие в ее структуру являются филиалами, соответственно все активы находятся на одном балансе, доходы и расходы сосредоточены у компании-эмитента.

Невысокая эффективность из-за низкого использования установленной мощности

Суммарная установленная мощность станций составляет 8.5ГВт (8.7 ГВт у ОГК-5). В качестве основной отличительной особенности ОГК-3 мы отмечаем относительно низкую эффективность, которая выражается в одном из самых низких уровней использования установленных мощностей: около 36% против 52% у ОГК-5. Такие характеристики ОГК-3 приводят к уменьшению финансовых результатов и снижению рентабельности

Крупнейшая станция – Костромская ГРЭС требует значительной модернизации

Крупнейшей станцией, входящей в структуру ОГК-3 является Костромская ГРЭС (42% установленной мощности и выработки электроэнергии всей ОГК). В существенной операционной проблемы ОГК-3 мы отмечаем высокую степень износа оборудования на Костромской ГРЭС: большая часть оборудования станции введена в строй в начале 1970х годов и требует модернизации и частичной замены.

Программа нового строительства: около 37 млрд руб...

Инвестиционная программа ОГК-3 предусматривает ввод 5 угольных блоков на Харанорской, Черепецкой и Южно-Уральской ГРЭС в 2010-2012 годах. По предварительным оценкам РАО ЕЭС стоимость строительства составит около 37 млрд руб. Начало финансирования этой программы, видимо, придется уже на следующий год.

...плюс затраты на модернизацию существующих мощностей

Помимо нового строительства значительные объемы ресурсов потребуются ОГК-3 для финансирования программы модернизации оборудования. По нашим оценкам, совокупная потребность компании в инвестиционных ресурсах на следующий год может составить около \$500 млн.

Основной источник финансирования на 2007 г.: допэмиссия акций в пользу «стратегга»

Основным источником финансирования для ОГК-3 в следующем году станут, судя по всему, средства от продажи допэмиссии акций: РАО ЕЭС уже одобрило выпуск акций компании на 61% от уставного капитала, в деньгах это может составить около \$1.6 млрд. Допэмиссия ОГК-3 будет размещаться в пользу стратегического инвестора, на сегодняшний день заявку на ее выкуп уже подала итальянская Enel, в качестве серьезного кандидата на выкуп акций также рассматривается холдинг Интеррос. Если размещение акций ОГК-3 пройдет в 2007 г. в

соответствии с планами, компания не будет нуждаться в долговых ресурсах в следующем году. По нашему мнению, сверхкороткая дюрация выпуска облигаций связана именно с этим фактором.

Рентабельность ниже, чем у ОГК-5 из-за невысокой степени использования мощностей

В качестве важной финансовой характеристики ОГК-3 мы отмечаем ее относительно невысокую эффективность: по итогам 2-3 кв. 2006 г. операционная рентабельность составила всего 3% (по сравнению с 6% у ОГК-5), причем в 3 квартале компания показала убыток по операционной деятельности. Мы считаем, что частично такая ситуация связана с более поздним завершением корпоративных процедур компании и влиянием эффектов консолидации. Однако мы отмечаем, что «реальная» рентабельность ОГК-3 окажется все же более низкой (по нашим оценкам – около 10% EBITDA Margin), чем у ОГК-5 (13-15% EBITDA Margin).

Долговая нагрузка – не проблема для компании

Текущий размер долга ОГК-3 относительно невелик: всего 2.6 млрд руб. на 30.09.2006 г. С учетом низкой рентабельности коэффициенты долговой нагрузки достаточно высоки: около 7х Долг/Операционная прибыль. Однако мы считаем столь высокий уровень в значительной степени «бумажным» эффектом и не оцениваем долговую нагрузку как слишком агрессивную. В любом случае средств от допэмиссии в следующем году должно быть достаточно для погашения всех долгов, если компания примет такое решение.

Определяющий фактор для облигаций - ожидаемая допэмиссия в пользу «стратега»

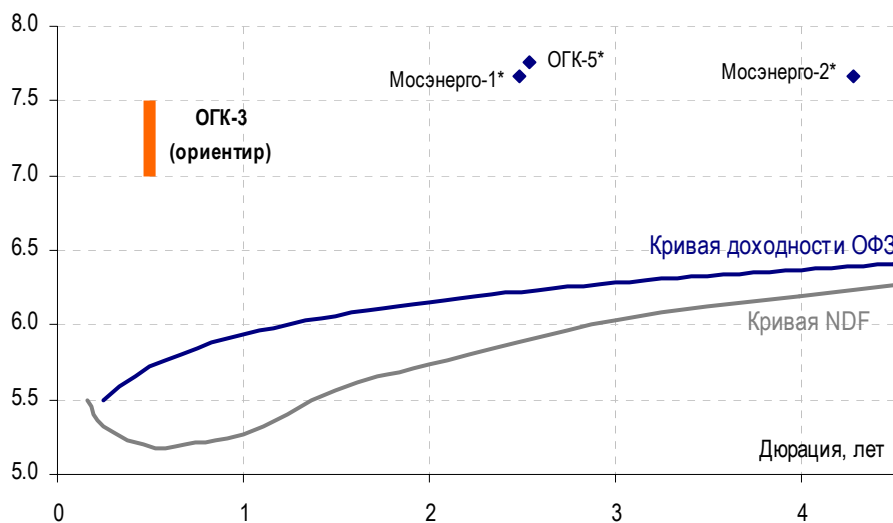
По нашему мнению, определяющим фактором кредитного качества ОГК-3 является низкая потребность в деньгах на ближайший год, связанная с крупной планируемой допэмиссией акций. Ожидаемый приход сильного «стратега» в капитал компании, возможно, создаст дополнительную финансовую поддержку для компании. С другой стороны, относительно невысокая операционная эффективность по мере привлечения нового долга в 2008 г. и далее будет «давить» на долговые коэффициенты ОГК-3. Мы считаем, что в настоящий момент кредитное качество ОГК-3 несущественно отличается от ОГК-5. Мы оцениваем «справедливый» спрэд ОГК-3 на том же уровне, что и ОГК-5: 170-180 б.п. к ОФЗ.

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

Бумага с короткой дюрацией будет интересна только консервативным инвесторам. Ждем купона от 7.2% и выше

Привлекательность облигаций ОГК-3 с полугодовым сроком до oferty определяется текущей стоимостью рублевых ресурсов, т.к. спекулятивные идеи в этой бумаге практически отсутствуют. Исходя из текущих ставок денежного рынка мы считаем облигации ОГК-3 привлекательными при ставке купона от 7.2% и выше. При этом мы отмечаем, что бумага будет интересна в первую очередь иностранным инвесторам и крупным российским банкам. При этом в силу короткой дюрации и невысокой абсолютной доходности бумага едва ли может привлечь спекулятивных российских инвесторов.

Доходность облигаций на 14 декабря



ОГК-5: покупать дешевающую бумагу пока рано

Снижение котировок ОГК-5 соответствует нашим ожиданиям

В последнее время наблюдается снижение котировок облигаций ОГК-5, которое в целом соответствует нашим ожиданиям. Мы считаем, что такая динамика связана с очень высоким предложением нового долга электроэнергетической отрасли в следующем году. Несмотря на наше позитивное отношение к кредитному качеству ОГК-5 (как и остальных «дочек» РАО ЕЭС), мы считаем, что текущий спрэд ОГК-5 все еще слишком узок и не рекомендуем увеличивать позиции в дешевающей ОГК-5.

Не рекомендуем покупать дешевающую бумагу, прогноз: «хуже рынка»

По нашему мнению, «справедливый» спрэд для всех ОГК находится на уровне около 170-180 б.п. к ОФЗ. Исходя из этой оценки, бумаги ОГК-5 все еще являются существенно переоцененными. Мы не ожидаем, что их цены до конца года упадут до уровня 99.20% от номинала, который соответствует «справедливому» спрэду. Однако, по нашим прогнозам, цены бумаги в следующем году будут существенно отставать от рынка в связи с размещением новых бумаг электроэнергетических компаний.

Белон: долговая нагрузка остается высокой

Рентабельность снижается, долговая нагрузка выше 3х, но кредитное качество остается высоким

Недавно ОАО «Белон» опубликовало результаты по РСБУ за 9М2006 г. В третьем квартале, как и по итогам 6М2006, рентабельность компании оставалась достаточно низкой из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке угля. Кроме того, из-за активной инвестиционной программы долговая нагрузка группы оказалась на довольно высоком уровне. Мы позитивно оцениваем перспективы группы Белон, однако считаем, что возросшая долговая нагрузка должна компенсироваться расширением спрэда ее облигаций до уровня 320-340 б.п. к кривой ОФЗ с текущего уровня 310 б.п.

Основной фактор: активная инвестиционная политика Белона

Основным фактором, определяющим финансовое положение Белона, является масштабная инвестиционная программа, необходимая для расширения бизнеса. В 2006-2008 гг. группа планирует вложить в развитие угольного бизнеса \$250-280 млн. Из них приблизительно 40% пойдет на модернизацию действующих предприятий группы, 60% - на строительство новых шахт и обогатительных фабрик. Среди ближайших целей – запуск шахты «Косторомовская» и новой обогатительной фабрики «Листвяжная».

Основные результаты Белона за 9М2006 по РСБУ:

- Выручка: 9.2 млрд руб (-12% к 9М2005);
- Рентабельность по EBITDA: 7-8% (-3 п.п. к 1 п/г 2006 г.);
- Долг: 4.2 млрд руб (+5% к 1 п/г 2006 г.), Чистый Долг/EBITDA: 3.4х.

По нашему мнению, финансовые результаты ОАО «Белон» по РСБУ являются хорошим ориентиром для консолидированных показателей группы в целом.

Долговая нагрузка: около 3.5х по итогам 2006 года, 2.5-3.0х к концу 2007 года

Инвестиционная программа финансируется как за счет размещения акций (компания привлекла 1.4 млрд руб. в капитал), так за счет привлечения долговых ресурсов. Текущая долговая нагрузка ОАО «Белон» составляет около 3.4х Чистый Долг/EBITDA. По нашим оценкам, по итогам года соотношение Долг/EBITDA по группе в целом будет находиться на уровне около 3.5х. Мы прогнозируем, что необходимость финансирования инвестпрограммы приведет к увеличению долга на сумму до \$100 млн в следующем году. При сохранении текущего уровня цен на уголь, долговая нагрузка Белона останется на достаточно высоком уровне и, по нашим прогнозам, не опустится ниже 2.5-3х Долг/EBITDA по итогам 2007 года.

Спрэды должны немного расширяться, рекомендуем зафиксировать прибыль

Мы сохраняем позитивную оценку кредитного качества Белона: временный рост долга представляется нам вполне обоснованным, т.к. компания вкладывает средства в развитие производства. Однако увеличение долговой нагрузки, по нашему мнению, должно компенсироваться расширением спрэдов до уровня 320-340 б.п. к ОФЗ. Поэтому мы рекомендуем зафиксировать прибыль в выпуске Белон-1 с ориентиром 99.40-99.80% от номинала (текущая цена – 100.00%).

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.