

# Рублевые корпоративные облигации

29 января 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Новая рекомендация: СИБУР » стр. 2
- Куйбышевазот: слишком дорогая химия » стр. 3
- Цены ОФЗ: скорее вниз, чем вверх » стр. 4

## Индикаторы

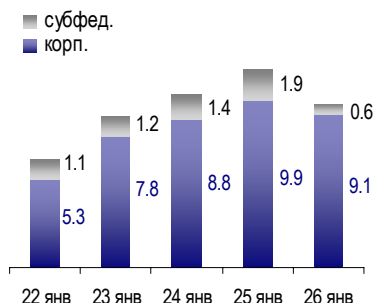
Долларов США за Евро	1.2915	- 0.1 %
Рублей за доллар США	26.5570	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 55.31	+ 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.72%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.89%	+ 6 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	+ 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	397.4	+ 8.3
Остатки на д/с, млрд руб.	118.7	- 5.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 14.5	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- 1 февраля состоится аукцион ОБР-3 (20 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)
- Розничная сеть О`КЕЙ планирует дебютный выпуск (2 млрд руб., 3 года)

## Объем торгов на ММВБ

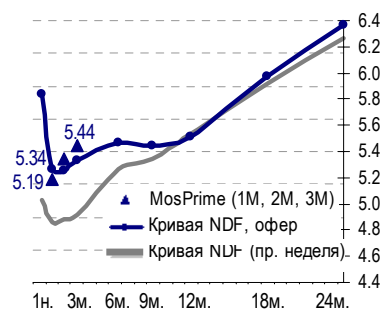


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

29 янв	Уплата налога на прибыль
31 янв	Перечисление платежей за пользование недрами в 4 кв. 2006 г.
2 фев	Размещение Ленэнерго-2 (3 млрд руб., 5 лет)
7 фев	Уплата ФОР
8 фев	Размещение АИЖК-9 (5 млрд руб., дюрация 5.8 лет, с амортизацией)
15 фев	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 фев	Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	100.50	+ 13	4.0	7.30%
РЖД-5	100.03	+ 8	1.9	6.76%
ОГК-5	99.75	+ 5	2.4	*7.74%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-7	101.40	+ 20	1.9	*7.82%
Русснефть	98.75	+ 19	1.7	*10.23%
ВолгаТел-2	101.34	+ 14	1.7	*7.54%

## Лидеры падения

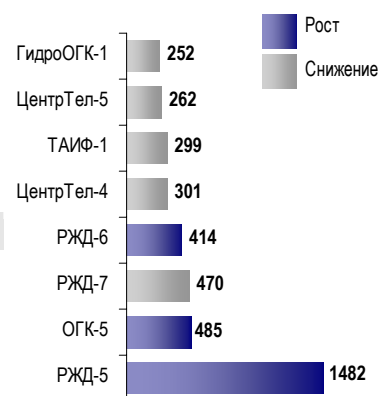
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-1	101.87	- 18	0.9	6.71%
Газпром-6	100.50	- 15	2.3	6.84%
РЖД-7	102.50	- 15	4.7	7.14%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СибкакадемБ-3	100.51	- 24	2.1	9.56%
ЮТК-3	102.00	- 20	0.7	*8.03%
РусСтандарт-4	99.73	- 19	1.0	8.68%

## 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</b>									
ТМК-2	05/09	Держать	100.57	-	6.54	0.16	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.45	7.58	1.01	173	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.80	7.93	1.31	198	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.07	102.20	8.05	1.33	209	200	↔
<b>ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»</b>									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.00	102.55	7.43	3.80	108	120	↑ 10
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.35	100.30	8.29	0.99	245	250	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.30	99.55	9.15	2.15	301	340	↑ 40
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.89	1.34	293	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.75	100.20	8.00	3.83	166	180	↑ 15
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.75	99.40-99.55	8.76	1.51	276	290-300	↑ 15-25
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.60	99.80-100.25	8.86	2.31	270	240-260	↓ 10-30
<b>Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний</b>									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.30	100.50-100.60	7.55	2.38	137	125-130	↓ 10-15
<b>АИЖК-7,8: наиболее недооцененные длинные выпуски I эшелона. Долгосрочный ориентир по спреду: 120-130 б.п. к ОФЗ</b>									
АИЖК-7	15/01	Покупать	99.95	-	7.91	5.80	141	120-130	↓ 10-20
АИЖК-8	15/01	Покупать	99.74	-	7.90	5.01	145	120-130	↓ 15-25
<b>Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль</b>									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.80	9.33	1.55	332	375	↑ 40
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.12	-	8.49	1.98	239	210-230	↔
<b>Сибур: привлекательная премия к Газпрому; рейтинги от Fitch и Moody's будут способствовать росту спроса на бумагу</b>									
Сибур-1	25/01	Купить и держать	99.80	-	7.93	2.51	173	-	↓

### Новая рекомендация: СИБУР

После получения рейтингов от Fitch и Moody's на прошлой неделе спрос на бумаги СИБУРа должен вырасти. В настоящий момент СИБУР предлагает премию в размере 100 б.п. к материнской компании – Газпрому и является весьма привлекательной по доходности бумагой с очень высоким кредитным качеством.

## Куйбышевазот: слишком дорогая химия

**Финансовые результаты компании ухудшились в 2006 году, долговая нагрузка превысила 3х**

В течение 2006 г. финансовые результаты Куйбышевазота постепенно ухудшались в связи с падением мировых цен на основную продукцию компании – капролактамы. Снижение маржи компании и продолжение реализации инвестиционной программы привели к более чем двукратному росту долговой нагрузки (текущий уровень Долг/ЕБИТДА: около 3.6х). По нашему мнению, сложившиеся спреды облигаций Куйбышевазота (250-260 б.п. к ОФЗ) являются недостаточной премией. Мы рекомендуем «фиксировать прибыль» в этих бумагах с ориентиром по спреду в 300 б.п. к ОФЗ.

### Финансовые результаты Куйбышевазота по РСБУ (млн руб)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2004	10 117	2 370	23.4%	2 294	1.0	17.4
2005	13 596	2 790	20.5%	3 470	1.3	14.2
9М2006	9 133	1 230	13.5%	5 870	3.6	4.8

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Существенный риск – высокая зависимость от цен на капролактамы, природный газ и бензол**

Куйбышевазот – один из крупных российских производителей минеральных удобрений и продукции химии органического синтеза. Основным видом продукции компании, на который приходится порядка 45% выручки, является капролактамы – исходный продукт для производства полиамида и синтетических волокон. Столь высокая зависимость от одного вида продукции делает компанию в значительной степени подверженной рискам изменения мировых цен на капролактамы, которые снижались в 2006 году. В то же время цены на основные виды сырья, используемого Куйбышевазотом (бензол, природный газ), в 2006 г. росли, что в целом привело к заметному снижению рентабельности компании.

**Резкое снижение рентабельности в 3 квартале**

Совокупное снижение валовой рентабельности компании и маржи ЕБИТДА по итогам 9М2006 по сравнению с результатом 2005 г. составило порядка 7 п.п. Однако результаты 3 квартала 2006 выглядят существенно хуже: маржа ЕБИТДА за 3 квартал составила всего 6%, а на уровне доналоговой и чистой прибыли компания получила убыток. Отчасти такой результат связан с использованием более дорогого импортного бензола в 3 квартале из-за дефицита этого сырья на российском рынке. В любом случае, резкие колебания рентабельности отражают высокие операционные риски компании.

В настоящий момент Куйбышевазот реализует инвестиционную программу, направленную на модернизацию производства и расширение мощностей. Источниками финансирования инвестиций являются операционные денежные потоки и заемные средства. За 9М2006 долг компании увеличился на 2.4 млрд руб., при этом основная часть роста долга пришлось на выпущенные облигации Куйбышевазот-инвест. По состоянию на 30.09.2006 на балансе компании находился существенный объем денежных средств (885 млн руб.).

**Долговая нагрузка выросла с 1.3х Долг/ЕБИТДА до 3.0х Чистый Долг/ЕБИТДА**

В связи со снижением рентабельности, уровень долговой нагрузки компании существенно вырос: если по итогам 2005 г. он не превышал 1.3х Долг/ЕБИТДА, то по итогам 9М2006 вырос до 3.6х (3.0х Чистый Долг/ЕБИТДА – с учетом свободных денежных средств). Выросла и процентная нагрузка: если в 2005 г. на выплату процентов ушло 7% ЕБИТДА, то по итогам 9М2006 этот показатель увеличился до 20%. На фоне неблагоприятной мировой конъюнктуры такие показатели выглядят достаточно высокими, хотя и не вызывают существенных опасений.

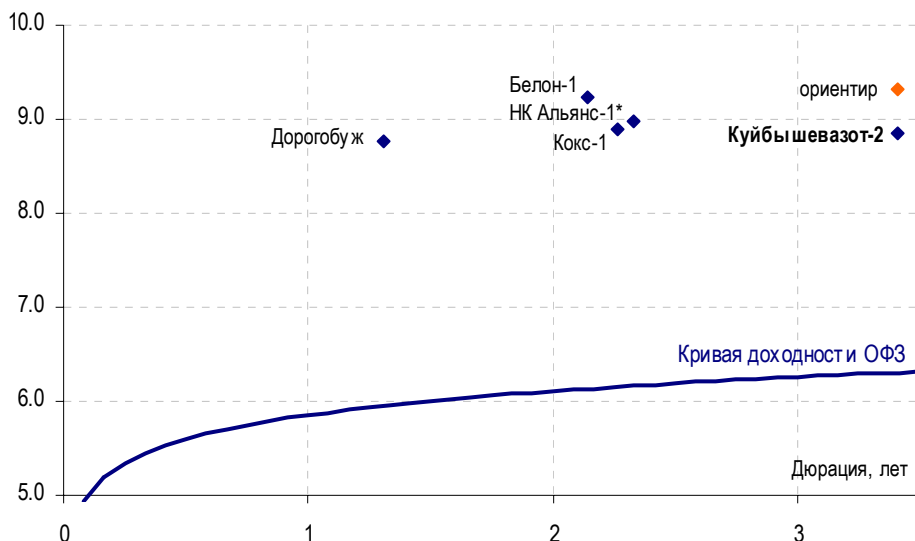
**Компания потратила значительные средства на операции с собственными акциями**

Мы обращаем внимание еще на одну новость, отраженную в отчетности за 9М2006: в 3 квартале 2006 г. ОАО «Куйбышевазот» отразило в качестве финансовых вложений взнос в размере 480.4 млн руб. в капитал ООО «Активинвест» (100% доля в капитале). Эта компания, в свою очередь, владеет 10.1% голосующих акций Куйбышевазота. Таким образом, на сделку с «казначейскими» акциями потенциально могли быть отвлечены значительные денежные средства. «Закольцованная» и непрозрачная структура собственности, на наш взгляд, создает дополнительные риски для кредиторов компании. Эти риски становятся более актуальными в условиях снижения финансовых результатов и роста долговой нагрузки.

**Рекомендуем «фиксировать прибыль» с ориентиром 99.00% от номинала**

По нашему мнению, текущие спреды облигаций Куйбышевазота (250-260 б.п. к ОФЗ) являются недостаточной премией за кредитное качество компании: снижение рентабельности, высокие операционные риски и низкая юридическая прозрачность требуют более высокой премии. Также облигации компании явно «выбиваются» из кривой сопоставимых по масштабам бизнеса эмитентов. Наша оценка «справедливого» спреда Куйбышевазота: 300 б.п. к ОФЗ. Мы рекомендуем «фиксировать прибыль» в бумагах компании с ориентиром по цене в 99% от номинала (текущая цена: 100.35-100.65%).

### Доходность облигаций на 26 января



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

### Цены ОФЗ: скорее вниз, чем вверх

**Конец месяца проходит спокойно, но избыточная ликвидность сильно сократилась**

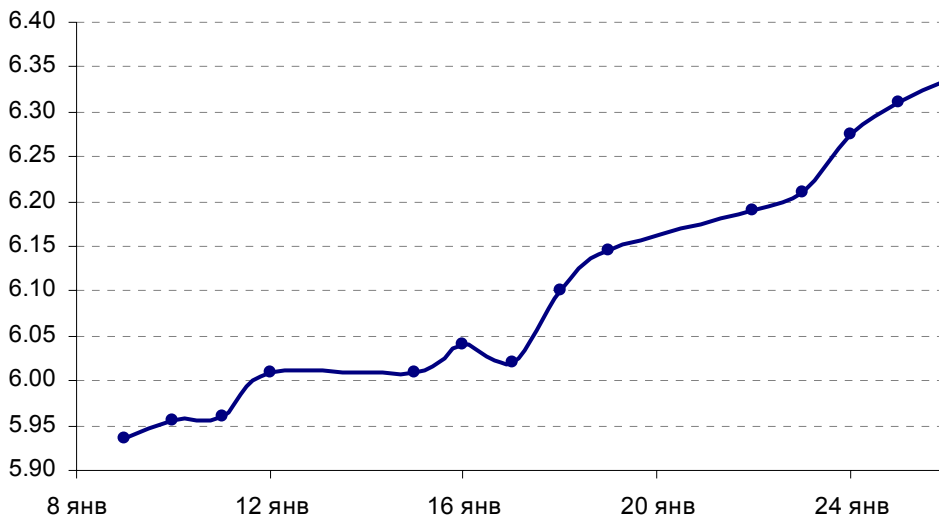
Конец месяца на денежном рынке проходит относительно спокойно: несмотря на налоговые платежи ставки рублевых межбанковских кредитов «овернайт» не выходят за пределы 4-5%. В то же время к сегодняшнему дню «пресс» избыточной рублевой ликвидности уже существенно уменьшил свое давление на банковскую систему, а основной источник притока рублей – активные продажи валюты в ЦБ, при текущих ценах на нефть пока неактуален.

**ОБР-3 были размещены на 9 б.п. выше аукциона прошлой недели**

В прошлый четверг ЦБ разместил ОБР-3 на 4.4 млрд руб. под ставку 5.12%, предложив существенную премию к уровню размещения предыдущей недели (5.03%). Таким образом, короткие доходности суверенных долговых инструментов следуют за движением кривой NDF. Однако в «длинном» сегменте наблюдается заметный дисбаланс: кривая доходностей ОФЗ с дюрацией более 2.5 лет лежит ниже кривой NDF. Мы ожидаем, что в течение ближайших месяцев эта ситуация исправится.

В данном случае возможны 2 варианта развития событий: ставки длинных NDF опустятся до уровня кривой ОФЗ, либо доходности длинных ОФЗ вырастут до уровня ставок NDF. Мы склоняемся ко второму варианту развития событий: если текущие цены на нефть сохранятся, то приток валютной выручки в банковскую систему существенно сократится по сравнению с предыдущим годом, а укрепление рубля станет менее актуальным. Еще один фактор против укрепления рубля: активное недовольство со стороны крупных экспортеров.

### Динамика трехлетних ставок NDF

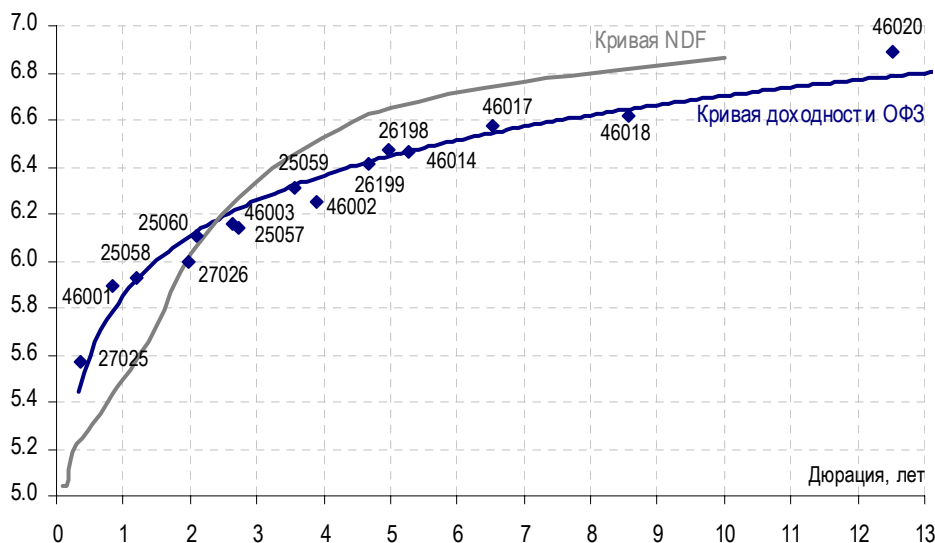


Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка

**Рекомендуем выходить из длинных ОФЗ...**

На прошлой неделе рост ставок NDF замедлился, и текущий спрэд между кривыми ОФЗ и NDF составляет около 20 б.п. Соответственно, при условии сохранения текущей конъюнктуры, мы видим потенциал роста доходностей длинных ОФЗ как минимум на 20 б.п. С одной стороны, эта величина относительно невысока и не приведет к существенным потерям в корпоративных бумагах, имеющих дюрацию до 2-3 лет. Однако для длинных выпусков ОФЗ (особенно – для перекупленного 46018) падение цен может быть весьма чувствительным. Поэтому мы рекомендуем выходить из длинных ОФЗ на текущих ценовых уровнях и замещать их более короткими ОФЗ или квазисуверенными бумагами.

### Доходность облигаций на 26 января



Источник: ММББ, Reuters, оценки Райффайзенбанка

*...особенно перекупленным  
выглядит ОФЗ 46018*

Самая длинная ОФЗ 46020 лежит все же выше уровня 10-летних NDF и в целом выбивается из кривой ОФЗ. Мы не рекомендуем ее к покупке, т.к. в случае активных продаж в длинных ОФЗ, цены 46020 также будут падать. Однако ОФЗ 46020 представляется нам существенно более привлекательной, чем соседняя ОФЗ 46018, которая все еще находится под кривой доходности ОФЗ.

*Рекомендуем покупать  
качественный 2ой эшелон  
в рамках защитной  
стратегии*

Наиболее предпочтительно в текущих условиях выглядит второй эшелон: с одной стороны, позиции в этих бумагах могут быть рефинансированы за счет операций РЕПО, с другой стороны – они предлагают существенную премию к кривой ОФЗ и позволяют получать весьма привлекательную доходность. Мы сохраняем нашу рекомендацию покупать бумаги второго эшелона с дюрацией до 2 лет в качестве наиболее очевидной защитной стратегии.



## 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

### 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.