

# Рублевые корпоративные облигации

8 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Размещение АИЖК-9: спекулятивный спрос побеждает » *стр. 3*
- Новые инвестиции РАО ЕЭС: хорошо или плохо для облигаций? » *стр. 4*
- Fitch повысило рейтинг Мегафона с «ВВ» до «ВВ+», прогноз – «стабильный»

## Индикаторы

|                           |          |          |
|---------------------------|----------|----------|
| Долларов США за Евро      | 1.3018   | + 0.3 %  |
| Рублей за доллар США      | 26.5062  | - 0.2 %  |
| Нефть Brent, USD/барр.    | \$ 56.67 | - 1.8 %  |
| Москва-39, дох. % год.    | 6.66%    | - 2 б.п. |
| Россия-30, дох. % год.    | 5.75%    | - 3 б.п. |
| EMBI+ Russia спрэд, б.п.  | 100      | + 1 б.п. |
| Остатки на к/с, млрд руб. | 401.8    | - 22.1   |
| Остатки на д/с, млрд руб. | 294.5    | + 31.6   |
| Сальдо операций с ЦБ      | + 6.4    |          |

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

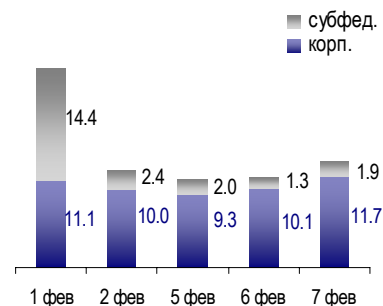
### СКОРО

- Авиакомпания «Сибирь» планирует дебютный выпуск (2.3 млрд руб., 5 лет)

### ВЧЕРА

- Размещен Финансбанк-1 (3.5 млрд руб.) под 8.10% годовых к оферте через 1.5 года
- Минфин почти полностью разместил ОФЗ-ГД 25061 (12 млрд руб., дюрация 3.0 лет) под 6.15% годовых

## Объем торгов на ММВБ

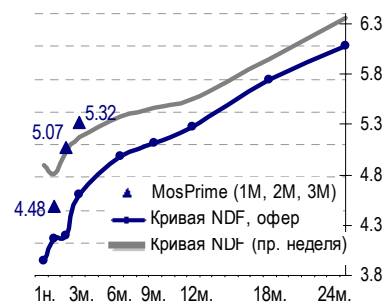


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

|        |  |
|--------|--|
| 8 фев  | Размещение АИЖК-9 (5 млрд руб., дюрация 5.8 лет, с амортизацией) |
|        | Размещение Комплекс финанс-1 (1 млрд руб., 3 года)               |
|        | Аукцион ОБР-3 (10 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)        |
| 15 фев | Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов                          |
| 20 фев | Уплата НДС   |
| 21 фев | Аукцион ОФЗ-АД (15 млрд руб., погашение в 2018 году)             |
| 26 фев | Уплата акцизов, НДС  |

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

|        | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|--------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| АИЖК-6 | 99.80        | + 35            | 5.1          | 7.65%     |
| АИЖК-8 | 100.65       | + 35            | 5.0          | *7.71%    |
| АИЖК-7 | 100.90       | + 31            | 5.8          | 7.74%     |

### 2 эшелон

|            | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| ВолгаТел-4 | 101.25       | + 25            | 2.3          | *7.66%    |
| СаНОС-2    | 105.05       | + 25            | 2.4          | 8.07%     |
| ЮТК-3      | 102.10       | + 25            | 0.6          | *7.73%    |

## Лидеры падения

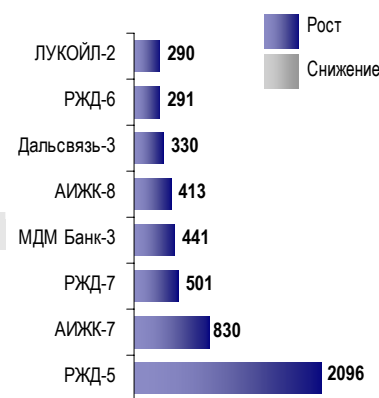
### 1 эшелон

|           | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-----------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| ФСК-4     | 100.65       | - 10            | 3.9          | 7.26%     |
| Газпром-5 | 101.24       | - 6             | 0.6          | 5.73%     |
| РЖД-3     | 104.05       | - 5             | 2.5          | 6.84%     |

### 2 эшелон

|             | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| СибирьТел-4 | 102.10       | - 15            | 0.4          | 7.24%     |
| ЦентрТел-4  | 114.20       | - 5             | 2.1          | 7.68%     |
| Протек-1    | 98.95        | - 5             | 2.4          | *9.55%    |

## 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             | 100.50          | -                   | 6.20                  | 0.13         | -                   | -                        | ↔                                |
| ТМК-3  | 05/09             | Держать             | 100.60          | 100.65              | 7.47                  | 0.98         | 186                 | 180                      | ↔                                |
| ОМК  | 30/11             | Держать             | 101.90          | 102.00              | 7.82                  | 1.28         | 208                 | 200                      | ↔                                |
| ЧТПЗ   | 30/11             | Держать             | 102.30          | 102.40              | 7.82                  | 1.30         | 208                 | 200                      | ↔                                |
| <b>ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»</b>                                 |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| ГидроОГК-1   | 22/12             | Фиксировать прибыль | 103.18          | 102.90              | 7.37                  | 3.77         | 112                 | 120                      | ↑ 10                             |
| <b>ГАЗ</b>   |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| ГАЗ-1  | 30/08             | Держать             | 100.50          | 100.50              | 8.12                  | 0.95         | 252                 | 250                      | ↔                                |
| <b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>            |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| Белон-1  | 20/09             | Фиксировать прибыль | 100.15          | 99.85               | 9.22                  | 2.11         | 324                 | 340                      | ↑ 15                             |
| <b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>                                      |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| ТВЗ-3  | 29/11             | Купить и держать    | 100.70          | -                   | 8.87                  | 1.30         | 312                 | -                        | ↔                                |
| <b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ</b>  |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| МОЭСК-1  | 17/10             | Фиксировать прибыль | 100.95          | 100.55              | 7.95                  | 3.80         | 170                 | 180                      | ↑ 10                             |
| <b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>  |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| ТАИФ-1   | 09/01             | Фиксировать прибыль | 99.80           | 99.70-99.85         | 8.73                  | 1.48         | 292                 | 290-300                  | ↑ 10                             |
| <b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>                                  |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| Петрокоммерц-2   | 11/01             | Покупать            | 99.90           | 100.15-100.60       | 8.72                  | 2.27         | 271                 | 240-260                  | ↓ 10-30                          |
| <b>Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний</b>   |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| Мосэнерго-1  | 11/01             | Покупать            | 100.50          | 100.60              | 7.45                  | 2.35         | 143                 | 140                      | ↓ 5                              |
| <b>Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль</b>       |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| Уралвагонзавод-1   | 16/01             | Фиксировать прибыль | 100.60          | 99.80               | 9.19                  | 1.52         | 337                 | 395                      | ↑ 55                             |
| <b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>   |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| Башкирэнерго-3   | 18/01             | Купить и держать    | 100.35          | -                   | 8.37                  | 1.94         | 243                 | 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    | 100.20          | -                   | 7.76                  | 2.48         | 170                 | -                        | ↓                                |
| <b>Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>                   |                   |                     |                 |                     |                       |              |                     |                          |                                  |
| Куйбышевазот-2   | 29/01             | Фиксировать прибыль | 100.25          | 99.35               | 8.91                  | 3.39         | 271                 | 300                      | ↑ 30                             |

## АИЖК-9: спекулятивный спрос побеждает

*При доходности ниже 7.90% АИЖК-9 будет непривлекательной*

Сегодня состоится размещение 9го выпуска облигаций АИЖК (5 млрд руб., погашение через 10 лет, предусмотрена частичная амортизация и колл-опцион). Эта бумага станет самой «длинной» на кривой доходностей АИЖК с дюрацией около 5.9 лет. Судя по всему, размещение пройдет успешно, т.к. текущая конъюнктура рынка является весьма благоприятной. Однако нам представляется, что если бумага будет размещена по доходности ниже 7.90%, то она будет выглядеть непривлекательно по сравнению с уже торгующимися более короткими выпусками АИЖК.

Первоначальный ориентир организаторов по доходности АИЖК-9 составлял 8.00-8.15% к погашению, однако в настоящий момент этот параметр был существенно снижен: участников ориентируют на доходность 7.95% и ниже. В терминах спреда к ОФЗ это составляет около 150 б.п. Ближайшие по дюрации 6, 7 и 8 выпуски АИЖК в течение последних дней заметно выросли на спекулятивном спросе, поэтому их спред к ОФЗ сузился до 135 б.п. к ОФЗ. Мы считаем, что новый выпуск должен предложить небольшую премию к уже обращающимся бумагам, поэтому его доходность должна составить не менее 7.90% к погашению.

*В 2007 г., судя по всему, еще будут новые выпуски облигаций АИЖК*

Агрессивный спекулятивный спрос последних дней на бумаги АИЖК, на наш взгляд, имеет под собой недостаточно объективных причин. Очевидно, что в текущем году девятый выпуск облигаций АИЖК не будет последним: в законе о бюджете на 2007 г. уже предусмотрена возможность предоставления гарантий по обязательствам АИЖК в сумме до 16 млрд руб. Динамичный рост портфеля АИЖК будет постоянно подталкивать Агентство к выходу на долговые рынки, поэтому мы ожидаем, что в 2007 г. АИЖК разместит еще не один облигационный выпуск.

*«Справедливый» спред АИЖК: 80 б.п. плюс премия 50 б.п. за отсутствие рейтингов и постоянное предложение долга*

Справедливый кредитный спред облигаций АИЖК (с учетом 100% бюджетной гарантии по погашению номинальной стоимости бумаг) мы оцениваем в 80 б.п. к кривой ОФЗ. Однако постоянное предложение нового долга и отсутствие кредитных рейтингов заставляют Агентство давать премию к этому уровню. На сегодняшний день эта премия по всем выпускам АИЖК сложилась на уровне около 50 б.п. и мы не ожидаем ее существенного уменьшения в течение ближайших месяцев.

*9ый выпуск будет самой длинной бумагой АИЖК*

Новый выпуск АИЖК будет самым длинным: поскольку в его структуре присутствует не put, а call-опцион, то корректно будет использовать дюрацию до погашения. С учетом амортизации она составит около 5.9 лет. В целом покупка бумаг с длинной дюрацией без существенной премии к более коротким бумагам представляется нам в настоящий момент нецелесообразной, т.к. мы ожидаем небольшого повышения доходностей кривой ОФЗ в перспективе ближайших 3 месяцев. Соответственно, более длинные выпуски должны предлагать премию к доходности коротких бумаг.

*При доходности АИЖК-9 ниже 7.85%, 5ый и 8ой выпуски будут более привлекательными*

Мы не исключаем, что на всплеске спекулятивного спроса, вызванного высокой ликвидностью и временным затишьем первичного рынка, выпуск АИЖК-9 будет размещен с доходностью 7.80-7.85%. Однако в данном случае его спекулятивная привлекательность на вторичном рынке будет минимальной. При доходности АИЖК-9 ниже 7.85%, 5ый и 8ой выпуски будут более привлекательными с точки зрения спреда к базовой кривой.

Не стоит сбрасывать со счетов тот факт, что несмотря на снижение ставок NDF в течение последней недели, на отрезке дюрации больше 4 лет кривая ОФЗ все еще лежит ниже кривой NDF. Соответственно длинные выпуски АИЖК предлагают существенно меньшую премию к NDF, чем короткие. Поэтому при размещении АИЖК-9 по доходности ниже 7.85%, эта бумага, по нашему мнению, будет непривлекательной для консервативно настроенных инвесторов.

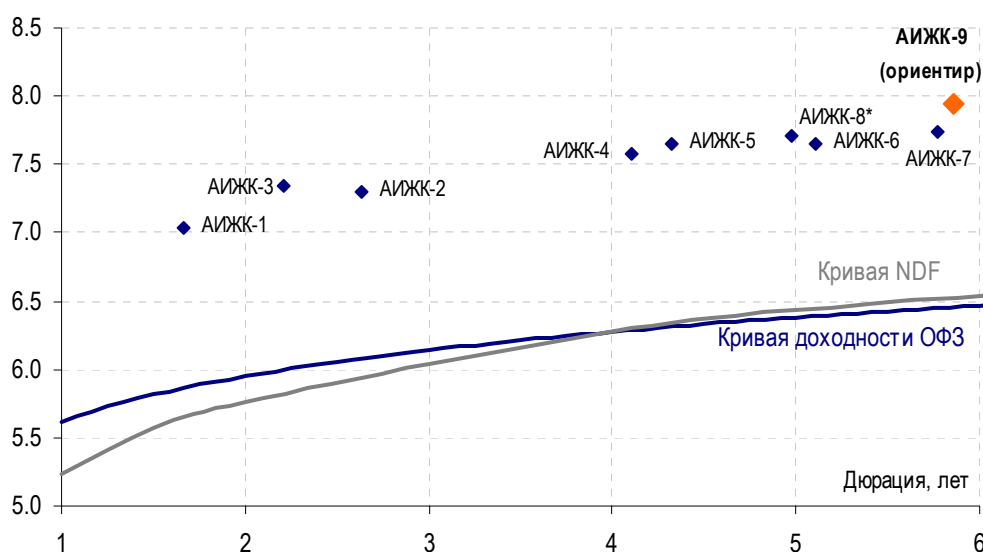
**Видимо, АИЖК-9 будет размещен без премии за длинную дюрацию**

Кредитное качество облигаций АИЖК не вызывает сомнений, и в случае скорого присвоения рейтинга мы ожидаем существенного роста всех бумаг. В данном случае самый длинный по дюрации выпуск АИЖК-9 принесет своим держателям наибольший рост цены. Однако мы ожидаем, что присвоение рейтинга АИЖК произойдет еще не очень скоро, и любое ухудшение конъюнктуры в течение этого времени способно обернуться значительным снижением цен для бумаги с 6-летней дюрацией.

**Спекулянтам, рассчитывающим на спрос иностранных инвесторов, мы рекомендуем более короткие выпуски**

По нашему мнению, сегодняшнее размещение АИЖК-9 по достаточно низким абсолютным доходностям должно привлечь в первую очередь долгосрочных инвесторов. Мы считаем целесообразной покупку АИЖК с инвестиционным горизонтом не менее полугода. Спекулятивным инвесторам, отыгрывающим идею роста спроса на бумаги АИЖК со стороны иностранцев, мы рекомендуем более короткие выпуски АИЖК 5, 6, 8, которые предлагают сопоставимую премию к базовой кривой и при этом несут существенно меньший риск негативных ценовых колебаний.

### Доходность облигаций на 7 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

### Новые инвестиции РАО ЕЭС: хорошо или плохо для облигаций?

**Инвестпрограмма РАО увеличена на 30 млрд**

Российская электроэнергетика опять выходит на первые полосы газет: судя по данным прессы, и без того масштабная \$80-миллиардная инвестпрограмма холдинга РАО ЕЭС может быть увеличена еще на \$30 млрд. И хотя официальные цифры требуемых инвестиций пока не объявлены, уже сейчас очевидно, что энергокомпании в течение нескольких ближайших лет будут одними из самых активных заемщиков.

Мы в целом весьма позитивно относимся к перспективам кредитного качества отрасли, т.к. она является основой функционирования всей экономики страны, и фактор государственной поддержки здесь играет очень высокое значение. Для каждого из видов деятельности предусмотрены свои основные источники инвестиций. Это разделение будет по-разному сказываться на кредитном качестве генерирующих и сетевых компаний.

**Увеличение вводов генерирующих мощностей: на 11 ГВт, может потребоваться \$15-20 млрд долга**

На поверхности новой инвестпрограммы лежит увеличение запланированных вводов новых тепловых генерирующих мощностей: с 23 до 34 ГВт на ближайшие 5 лет. Основными источниками должны стать IPO, операционные денежные потоки и заемные средства. По нашим оценкам, IPO всех ОГК и ТК способны принести от \$10 до \$15 млрд, а операционные результаты – еще около \$5 млрд в течение 5 лет. Соответственно, исходя из усредненной стоимости строительства 1кВт тепловой мощности в \$1 тыс, мы приходим к выводу, что тепловым генерирующим компаниям в течение ближайших 5 лет может потребоваться от \$15 до \$20 млрд нового долга.

- Пик долговой нагрузки: 2008-2009 годы**
- Столь крупные потребности в заемных средствах, очевидно, приведут к росту долговой нагрузки всей отрасли в целом, однако мы все же позитивно оцениваем кредитные перспективы ОГК и ТГК. По нашим предположениям, пик заимствований отрасли придется на 2008-2009 г., а за ним последует постепенное снижение долговой нагрузки. Этому будут способствовать следующие факторы:
- увеличение доли энергии продаваемой по «свободным ценам» в выручке энергокомпаний и, как следствие, рост цен и рентабельности;
  - ввод новых современных генерирующих мощностей также будет вести к росту выручки и эффективности генкомпаний.
- «Базовая» кривая ОГК-ТГК: 180-220 б.п. к ОФЗ**
- Мы ожидаем, что после выхода на облигационный рынок нескольких ОГК и ТГК, кривая доходностей их облигаций сформируется на уровне 180-200 б.п. к ОФЗ, что в целом отражает нашу высокую оценку кредитного качества отрасли.
- Инвестиции ФСК: за счет продажи активов РАО?**
- Вопрос инвестиций в магистральные сети является одним из болезненных мест в текущих планах РАО: ФСК не генерирует достаточных денежных потоков для покрытия инвестиционных потребностей на \$16 млрд на ближайшие 3 года. Заемными источниками компания также не может обойтись, т.к. в данном случае процентные расходы существенно превысят операционные результаты компании. На завтра назначено заседание Совета директоров РАО ЕЭС, на котором будет рассматриваться вопрос о механизмах финансирования инвестпрограммы ФСК за счет средств от продажи долей РАО в тепловых генкомпаниях (ОГК и ТГК).
- Вряд ли ФСК окончательно уйдет с долгового рынка**
- Новая схема разделения РАО учитывает интересы миноритариев, поэтому, если она не встретит возражений со стороны Правительства, мы ожидаем, что ФСК может уже в текущем году получить в свое распоряжение масштабный источник инвестиционных ресурсов. Однако в целом это не отменяет необходимости для ФСК в дальнейшем все же возвращаться на долговой рынок. По нашим предположениям, в 2007 г. на рынке рублевых облигаций может появиться еще как минимум один выпуск ФСК. Мы ожидаем, что он будет размещен без проблем, т.к. повышение рейтинга будет способствовать спросу на бумаги ФСК со стороны иностранных инвесторов.
- Есть неопределенность с финансированием инвестиций ГидроОГК**
- Некоторая неопределенность существует в настоящий момент с источниками финансирования инвестпрограммы ГидроОГК (около \$15 млрд на 5 лет). С одной стороны компания не является полноправным участником конкурентного сегмента рынка и в силу своей системной значимости может рассчитывать на поддержку государства. С другой стороны – пока мы не сталкивались с данными о том, что ГидроОГК наравне с ФСК могла бы рассчитывать на средства, вырученные от продажи доли РАО в тепло-ОГК и ТГК.
- Кредитное качество ГидроОГК очень высоко, но облигации немного переоценены**
- Мы очень высоко оцениваем кредитное качество ГидроОГК как по финансовым параметрам, так и исходя из очень высокой вероятности господдержки для компании. По нашим предположениям, ГидроОГК, как и ФСК, все же получит некий «государственный» источник финансирования инвестпрограммы. Однако мы ожидаем, что долговая нагрузка компании в течение ближайших лет будет достаточно высокой. Поэтому мы рекомендуем зафиксировать прибыль в облигациях ГидроОГК с ориентиром по спреду в 120 б.п. к ОФЗ (цена: 102.90%).

## 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 |

### 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.