

# Рублевые корпоративные облигации

9 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- ГАЗ: умножаем выручку на консолидацию » *стр. 3*
- Государство задерживает инвестиции ФСК » *стр. 4*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3038	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	26.3939	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 56.67	- 1.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.66%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.76%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	102	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	368.3	- 33.5
Остатки на д/с, млрд руб.	296.8	+ 2.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 45.3	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

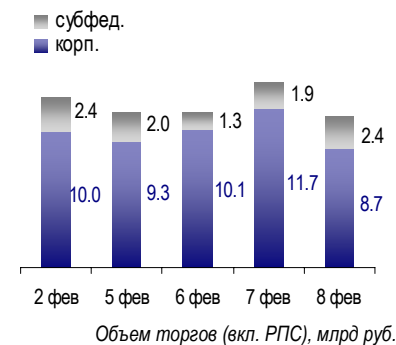
### СКОРО

- 15 февраля состоится размещение Трансмашхолдинг-2 (4 млрд руб., 2-летняя оферта)
- Размещение Митлэнд Фуд Групп-1 (1 млрд руб., 3 года) запланировано на 20 февраля

### ВЧЕРА

- Выпуск АИЖК-9 (5 млрд руб., дюрация 5.9 лет) размещен под 7.70% годовых к погашению через 10 лет
- Комплекс Финанс-1 (1 млрд руб.) размещен под 12.89% годовых к оферте через 1.5 года

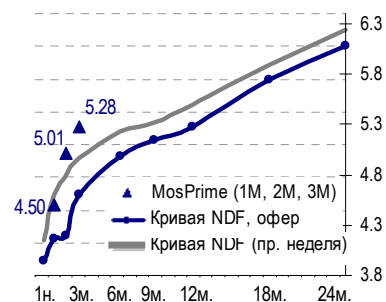
## Объем торгов на ММВБ



## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

15 фев	Размещение Трансмашхолдинг-2 (4 млрд руб., оферта через 2 года) Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 фев	Размещение Митлэнд Фуд Групп-1 (1 млрд руб., 3 года) Уплата НДС
21 фев	Аукцион ОФЗ-АД (15 млрд руб., погашение в 2018 году)
26 фев	Уплата акцизов, НДС
28 фев	Уплата налога на прибыль

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	101.10	+ 20	5.8	7.70%
АИЖК-8	100.85	+ 20	5.0	*7.67%
ФСК-3	100.70	+ 15	1.7	6.80%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-6	101.40	+ 10	1.7	*7.47%
Балтика-1	101.25	+ 7	0.8	7.18%
УРСИ-7	101.60	+ 5	1.9	*7.70%

## Лидеры падения

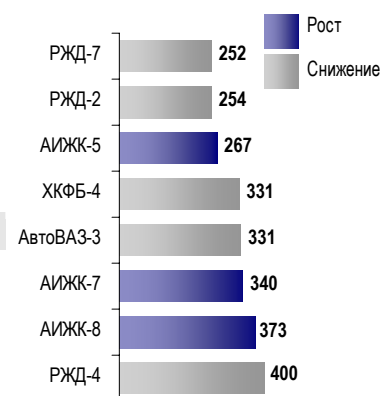
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-5	101.04	- 20	0.6	6.03%
Газпромбанк	99.30	- 9	3.5	7.44%
Мосэнерго-1	100.50	- 7	2.3	*7.45%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	103.65	- 20	1.6	8.01%
Карусель-1	100.15	- 10	1.5	*9.87%
ХКФБ-4	100.75	- 10	1.6	*9.80%

## Лидеры по оборотам



\*к оферте

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

## 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	-	6.11	0.13	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.65	7.46	0.97	186	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.90	102.00	7.81	1.28	208	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.40	7.78	1.29	204	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	3.76	113	120	↑ 5
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.50	100.55	8.12	0.95	253	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	325	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	313	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.95	100.60	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	1.47	293	290-300	↑ 5
<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	272	240-260	↓ 10-30
<b>Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний</b>									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.53	100.60	7.44	2.35	142	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	1.51	338	395	↑ 55
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.37	1.94	244	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	171	-	↓
<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	3.38	272	300	↑ 30

## ГАЗ: умножаем выручку на консолидацию

**Рост по всем направлениям бизнеса, дивизион LCV лидирует**

Вчера группа ГАЗ отчиталась об операционных результатах за 2006 год: компания продемонстрировала заметный рост по всем основным направлениям бизнеса. Наиболее заметный рост, как и в 1ом полугодии отмечается в ключевом сегменте – производстве легких коммерческих автомобилей. Выручка группы оказалась заметно выше наших предварительных ожиданий, основанных на оценках руководства ГАЗа, и составила более 116 млрд руб. Также группа сообщила о завершении допэмиссии и консолидации акций дочерних предприятий на балансе ОАО «ГАЗ».

**Консолидация активов – тоже позитивная новость для держателей облигаций**

Все вчерашние новости подтверждают нашу позитивную оценку кредитного качества группы: ГАЗ придерживается четкой бизнес-стратегии, которая позволяет ему добиваться высоких темпов роста бизнеса при одновременном повышении рентабельности. Консолидация акций всех основных производственных «дочек» на балансе головной структуры также позитивна для держателей облигаций, т.к. она усиливает степень обеспечения облигационного займа.

**Выручка превысила оценки на 16%**

На основании предположений, высказанных руководителями группы ГАЗ в телеконференции по итогам 1 п/г 2006 в сентябре мы оценили выручку группы за 2006 г. в 100 млрд руб. Реальный объем выручки существенно превысил этот уровень и составил 116 млрд руб. Исходя из предположений менеджмента, рентабельность во 2 полугодии могла несколько снизиться, однако в целом по итогам года она должна, по нашим оценкам, составить не менее 11% по EBITDA (12.5% за 6М2006).

**Долговая нагрузка и в 2007 году останется более чем комфортной**

Активные планы по развитию бизнеса, возможно, потребуют от компании увеличения долга в 2007 году. Однако мы предполагаем, что в любом случае уровень долговой нагрузки не должен превысить 2х Долг/ЕБИТДА (0.9х по состоянию на 30.06.2006). Мы считаем, что финансовая политика группы ГАЗ является вполне взвешенной, и оцениваем уровень долговой нагрузки компании как вполне комфортный для кредиторов. Для того, чтобы сохранить такой уровень долговой нагрузки компания может увеличить размер долга на 20 млрд руб. (по отношению к уровню в 10.8 млрд руб. на 30.06.2006).

### Спрэд облигаций ГАЗ-Финанс к ОФЗ, б.п.



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Исходно мы очень позитивно оценивали кредитное качество ГАЗа: наша оценка «справедливого» спреда бумаг ГАЗ-Финанс с марта 2006 г. составляет 240-250 б.п. к ОФЗ. В прошлом году облигации компании были незаслуженно забыты инвесторами, в результате чего их спрэд расширялся до 300-320 б.п. к ОФЗ. Однако с началом 2007 г. мы наблюдали существенный спрос в облигациях ГАЗ-Финанс: их спрэд сократился до исторического минимума и составляет около 240 б.п. к ОФЗ.

*Спекулятивный потенциал практически исчерпан, но для консервативных инвесторов ГАЗ-Финанс все еще привлекателен*

По нашему мнению, потенциал сужения спреда облигаций ГАЗ-Финанс на сегодняшний день относительно невелик: минимальный спред этой бумаги мы оцениваем в 220-230 б.п. к ОФЗ, что соответствует цене 100.70-100.80% (цена до закрытия бумаги на выплату купона – 100.60%). Соответственно, бумага к настоящему моменту потеряла свою привлекательность для спекулянтов. Однако для консервативных инвесторов, которые готовы «купить и держать» бумагу с доходностью 8.00% и годовой дюрацией ГАЗ-Финанс все еще остается привлекательным.

### **Государство задерживает инвестиции ФСК**

*Вопрос о новой схеме разделения активов РАО будет перенесен на март*

Вчера днем информагентства сообщили о том, что представители государства в Совете директоров РАО ЕЭС на сегодняшнем заседании перенесут рассмотрение вопроса о новой схеме разделения компании на март. Это означает, что вопрос о направлении значительных поступлений от продажи активов РАО на финансирование инвестпрограммы ФСК затягивается как минимум на месяц. В целом мы предполагаем, что в той или иной форме ФСК все же получит эти средства, т.к. иного источника для финансирования масштабных инвестиций ФСК просто не существует. Однако, как мы и ожидали, этот процесс будет достаточно длительным, а значит ФСК, видимо, вернется на долговой рынок в этом году.

*Основная проблема – вопрос финансирования инвестиций ФСК*

Напомним, что новая схема раздела активов РАО предполагает разделение долей в тепловых ОГК и ТГК на 2 части: государственную и принадлежащую миноритарным акционерам. После такого разделения доли в теплогенерации, попавшие в государственную часть, планируется передать ФСК для последующей продажи и финансирования инвестпрограммы за счет вырученных средств. Основной целью такого разделения является учет интересов миноритарных акционеров РАО, которые не были согласны с финансированием инвестпрограммы ФСК за счет продажи генерирующих активов холдинга РАО ЕЭС.

*Пока непонятна юридическая сторона новой схемы разделения активов*

Основной вопрос, который возникает у нас относительно новой схемы разделения активов РАО: на основании какого договора планируется передача активов РАО в управление ФСК. В зависимости от юридической схемы этой сделки возможны различные последствия для кредитного качества компании. В связи с тем, что существует законодательный запрет на сочетание деятельности по генерации и транспортировке электроэнергии, прямая передача долей в ТГК и ОГК в капитал ФСК, судя по всему, невозможна. Мы предполагаем, что эти активы будут передаваться ФСК в управление, а выручка от их продажи – в виде долгосрочных субординированных займов, которые затем будут конвертироваться в капитал. Дополнительные подробности мы рассчитываем получить в ходе сегодняшней телеконференции по итогам заседания Совета директоров РАО.

*ФСК, видимо вернется на долговой рынок в 2007 году...*

Последние доступные данные по инвестпрограмме ФСК: 420 млрд руб. на 2007-2009 гг. Соответственно, компании необходимо ежегодно инвестировать не менее \$5 млрд. За счет средств от допэмиссии в пользу государства, запланированной на этот год, ФСК получит около 20 млрд руб. А в связи с переносом решения о схеме раздела активов РАО, вопрос получения средств от продажи долей в генерирующих активах, судя по всему откладывается. Поэтому мы предполагаем, что в течение 2007 г., пока будут решаться вопросы относительно новой схемы разделения активов РАО, компании придется возвращаться на долговой рынок.

*... но фундаментально кредитное качество не пострадает*

По нашему мнению, фундаментально кредитное качество ФСК не страдает от временного роста долговой нагрузки и неопределенности с источниками финансирования. Компания является одним из главных стратегических активов государства, от деятельности которого зависит национальная безопасность. Поэтому фактор государственной поддержки является определяющим для кредитного качества ФСК.

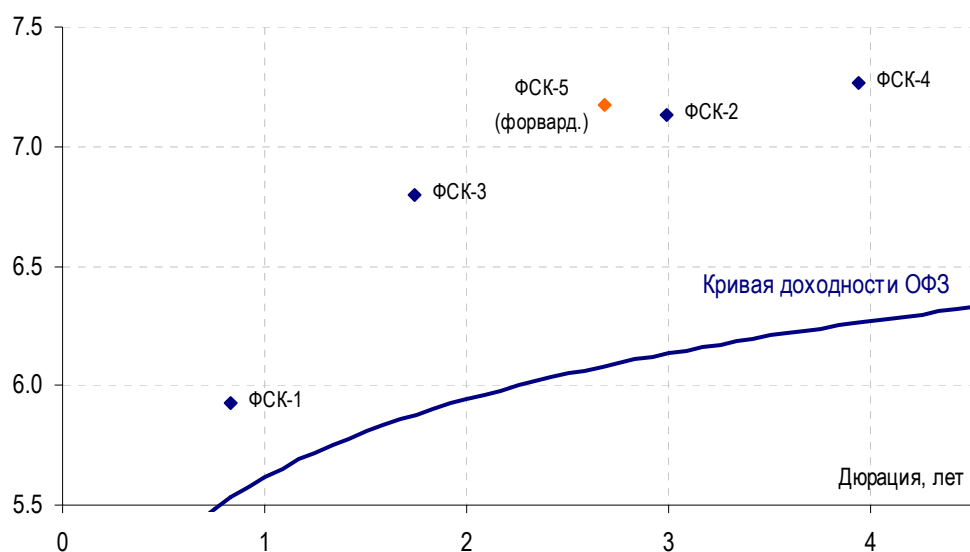
**Спекулятивная  
привлекательность  
ФСК-2, 3, 4 в настоящий  
момент невелика...**

С другой стороны, ожидания относительно предложения нового долга в настоящий момент снижают шансы на рост котировок облигаций ФСК. Текущие спрэды торгующихся длинных выпусков ФСК-2, 3, 4 (90-100 б.п. к ОФЗ) близки к верхней границе коридора «справедливых» спрэдов (80-100 б.п.). По нашему мнению, в ближайшее время вероятность сужения спрэдов до уровня 80 б.п. достаточно мала, поэтому спекулятивная привлекательность бумаг также невелика.

**... а ФСК-5 на форвардах  
недооценен**

Пока не вышедший на вторичные торги выпуск ФСК-5 в настоящий момент торгуется на форвардах по цене около 100.40% от номинала, что соответствует доходности в 7.17% и спрэду к ОФЗ в 110 б.п. Таким образом, более короткий пятый выпуск предлагает большую доходность, чем соседний ФСК-2, явно выбиваясь из кривой. Поэтому мы рекомендуем бумагу к спекулятивной покупке на форвардах с ориентиром по цене 100.60-100.70%.

### Доходность облигаций на 8 февраля



Источник: ММББ, 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
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.