

Рублевые корпоративные облигации

16 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Пятерочка и Магнит: спрэды наоборот » *стр. 3*
- Русфинанс-4: без гарантий все равно хорош » *стр. 4*

Индикаторы

| | | |
|---------------------------|----------|----------|
| Долларов США за Евро | 1.3145 | + 0.1 % |
| Рублей за доллар США | 26.2342 | - 0.2 % |
| Нефть Brent, USD/барр. | \$ 55.56 | - 2.3 % |
| Москва-39, дох. % год. | 6.65% | + 0 б.п. |
| Россия-30, дох. % год. | 5.75% | - 6 б.п. |
| EMBI+ Russia спрэд, б.п. | 100 | + 3 б.п. |
| Остатки на к/с, млрд руб. | 384.5 | - 29.4 |
| Остатки на д/с, млрд руб. | 197.6 | - 29.1 |
| Сальдо операций с ЦБ | + 59.0 | |

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

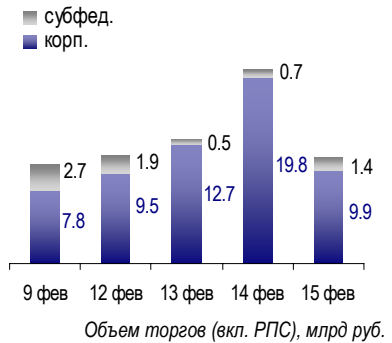
ВЧЕРА

- Размещен Трансмашхолдинг-2 (4 млрд руб.) под 8.78% годовых к двухлетней оферте
- ЦБ разместил на аукционе ОБР-3 на 2.36 млрд руб. из 10 млрд руб. под 4.78% годовых к обратному выкупу 15 июня 2007 года

СКОРО

- ОГК-6 планирует два выпуска облигаций общим объемом 8.2 млрд руб.
- Планируется выпуск Провиант Финанс-1 (розничная сеть, 1 млрд руб., 3 года)

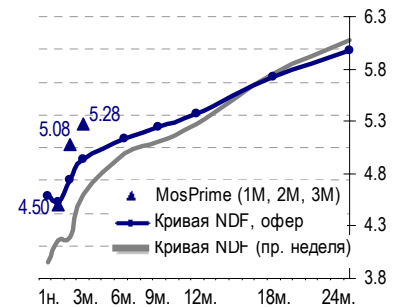
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 20 фев
- Размещение Русфинансбанк-4 (4 млрд руб., 3 года)
 - Размещение Москоммерцбанк-2 (3 млрд руб., оферта через 1.5 года)
 - Размещение Русь-Банк-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
 - Размещение Виктория-Финанс-2 (1.5 млрд руб., 3 года)
 - Уплата НДС
- 21 фев
- Размещение Газпром-9 (5 млрд руб., 7 лет)
 - Размещение ТД Копейка-3 (4 млрд руб., 5 лет)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| РСХБ-2 | 101.86 | + 28 | 3.4 | 7.51% |
| Газпромбанк | 99.31 | + 22 | 3.5 | 7.44% |
| РЖД-5 | 100.19 | + 13 | 1.8 | 6.67% |

2 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| Сибкадем-5 | 101.55 | + 110 | 3.7 | 9.85% |
| Пятерочка-1 | 108.95 | + 25 | 2.7 | 8.40% |
| Дальсвязь-2 | 103.00 | + 20 | 2.8 | *7.92% |

Лидеры падения

1 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|--------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| АИЖК-7 | 101.45 | - 48 | 5.8 | 7.64% |
| ФСК-1 | 102.34 | - 1 | 0.8 | 5.97% |

2 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| Руснефть | 91.00 | - 75 | 1.7 | *15.62% |
| ВолгаТел-2 | 101.45 | - 10 | 1.7 | *7.45% |
| ХКФБ-4 | 100.75 | - 5 | 1.5 | *9.79% |

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 | 100.55 | - | 4.96 | 0.11 | - | - | ↔ |
| ТМК-3 | 05/09 | Держать | 100.50 | 100.65 | 7.56 | 0.95 | 194 | 180 | ↔ |
| ОМК | 30/11 | Держать | 101.80 | 101.95 | 7.87 | 1.26 | 212 | 200 | ↔ |
| ЧТПЗ | 30/11 | Держать | 102.40 | 102.35 | 7.71 | 1.27 | 196 | 200 | ↔ |
| ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль» | | | | | | | | | |
| ГидроОГК-1 | 22/12 | Фиксировать прибыль | 103.15 | 102.90 | 7.37 | 3.74 | 113 | 120 | ↑ 5 |
| ГАЗ | | | | | | | | | |
| ГАЗ-1 | 30/08 | Держать | 100.70 | 100.50 | 7.89 | 0.97 | 226 | 250 | ↔ |
| Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга | | | | | | | | | |
| Белон-1 | 20/09 | Фиксировать прибыль | 100.15 | 99.85 | 9.22 | 2.09 | 324 | 340 | ↑ 15 |
| ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности | | | | | | | | | |
| ТВЗ-3 | 29/11 | Купить и держать | 100.70 | - | 8.86 | 1.28 | 310 | - | ↔ |
| МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ | | | | | | | | | |
| МОЭСК-1 | 17/10 | Фиксировать прибыль | 100.90 | 100.60 | 7.96 | 3.78 | 171 | 180 | ↑ 10 |
| ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга | | | | | | | | | |
| ТАИФ-1 | 09/01 | Фиксировать прибыль | 99.80 | 99.70-99.85 | 8.73 | 1.46 | 292 | 290-300 | ↔ |
| Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков | | | | | | | | | |
| Петрокоммерц-2 | 11/01 | Покупать | 99.90 | 100.15-100.55 | 8.72 | 2.25 | 271 | 240-260 | ↓ 10-30 |
| Мосэнерго-1: бумага предлагает премию в 25 б.п. относительно более длинного второго выпуска | | | | | | | | | |
| Мосэнерго-1 | 15/02 | Покупать | 100.55 | 100.80 | 7.43 | 2.33 | 140 | 130 | ↓ 10 |
| Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль | | | | | | | | | |
| Уралвагонзавод-1 | 16/01 | Фиксировать прибыль | 100.45 | 99.95 | 9.29 | 1.50 | 346 | 380 | ↑ 35 |
| Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям | | | | | | | | | |
| Башкирэнерго-3 | 18/01 | Купить и держать | 100.40 | - | 8.34 | 1.92 | 240 | 210-230 | ↔ |
| Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п. | | | | | | | | | |
| Сибур-1 | 15/02 | Покупать | 100.30 | 100.80-100.90 | 7.71 | 2.46 | 166 | 140-145 | ↓ 20-25 |
| Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки | | | | | | | | | |
| Куйбышеввазот-2 | 29/01 | Фиксировать прибыль | 100.50 | 99.35 | 8.84 | 3.37 | 264 | 300 | ↑ 35 |
| ОГК | | | | | | | | | |
| ОГК-5 | 15/02 | Фиксировать прибыль | 99.90 | 99.50 | 7.68 | 2.37 | 164 | 180 | ↑ 20 |

Пятерочка и Магнит: спрэды наоборот

**Спрэды Пятерочки шире
Магнита – неадекватная
ситуация**

После объявления о крупных займах X5 Retail Group на рублевом рынке, облигации Пятерочки довольно заметно потеряли в цене. По нашему мнению, для такой динамики недостаточно объективных причин, а продажи мы связываем с опасениями относительно роста долга. В результате, на сегодняшний день спрэды Пятерочки оказались шире спрэдов Магнита, что представляется нам не совсем обоснованной с точки зрения кредитного качества ситуацией.

**В 2007 г. долговая
нагрузка X5 не должна
вырасти**

Как мы отмечали в нашем обзоре от 2 февраля, основным направлением использования средств от новых займов X5 станет рефинансирование долга. Компания планирует досрочно погасить неудобный для себя с точки зрения ковенантных ограничений синдицированный кредит. В случае размещения всех трех займов в текущем году на инвестиции, т.е. по сути на увеличение долга, X5 планирует направить около \$300 млн. Если X5 не будет предпринимать масштабных поглощений, то долговая нагрузка компании по итогам 2007 г. не увеличится по сравнению с концом 2006 г. и останется в рамках 3.0-3.5 Долг/ЕБИТДА.

**Долговая нагрузка
Магнита вырастет в
2007 году**

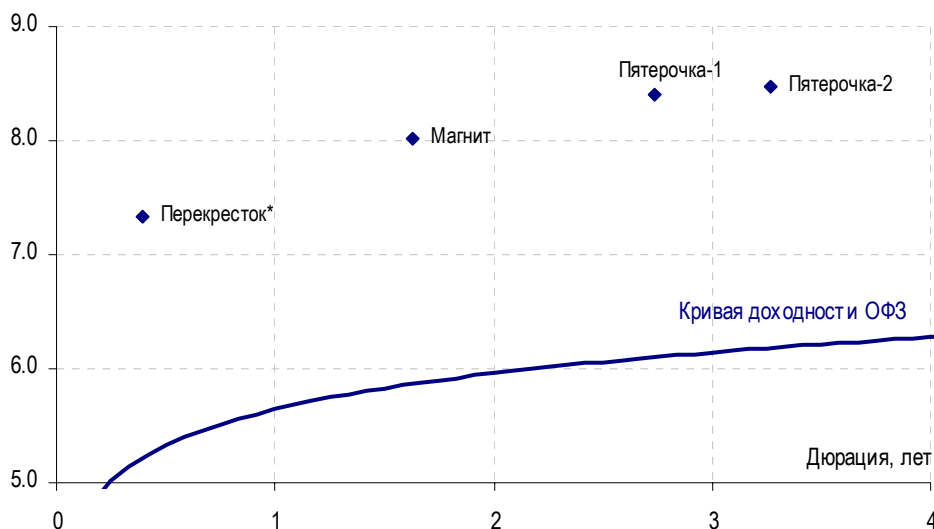
В 2007 г. Магнит также планирует увеличивать свой инвестиционный аппетит: капитальные вложения сети по предварительным оценкам гендиректора Магнита г-на Галицкого, озвученным в ноябре 2006 г., составят \$400-500 млн. По нашему мнению, за счет операционных потоков компания сможет профинансировать \$100-150 млн, а остальную часть компания, судя по всему, будет финансировать за счет долговых источников. Поэтому мы ожидаем, что в 2007 г. долговая нагрузка Магнита вырастет до уровня около 3х Долг/ЕБИТДА с 0.9х по состоянию на конец 3 квартала 2006 г.

**Долговая нагрузка X5 и
Магнита будет
выравниваться**

Таким образом, мы ожидаем, что в 2007 году уровень долговой нагрузки 2 крупнейших российских ритейлеров будет сближаться. Мы не считаем, что рост коэффициентов покрытия долга свидетельствует об ослаблении кредитного качества компаний: динамичное развитие сетей требует временного увеличения кредитного плеча. Однако мы уверены, что и X5, и Магнит могут позволить себе такую финансовую политику, т.к. обе компании продемонстрировали эффективность своей стратегии, и рынок готов кредитовать их в значительных объемах и на длительный срок.

По нашему мнению, спрэды бумаг X5 должны быть на 20 б.п. уже спрэдов Магнита из-за наличия высоких кредитных рейтингов и сильного акционера в лице Альфа-Групп. Мы оцениваем «справедливый» спред X5 в 200-220 б.п. к ОФЗ, спред Магнита – в 220-240 б.п.

Доходность облигаций на 15 февраля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Спрэды Пятерочки слишком широки; а Магнит – немного переоценен

Исходя из этой оценки бумаги Пятерочки после продаж в течение последних 2 недель несколько недооценены: их спред составляет около 230 б.п., и мы ожидаем его сужения как минимум до уровня в 220 б.п.

Магнит-1, наоборот, выглядят переоцененным: их спред составляет 210-215 б.п. к ОФЗ, и мы ожидаем, что к моменту размещения второго выпуска он расширится на 15-20 б.п.

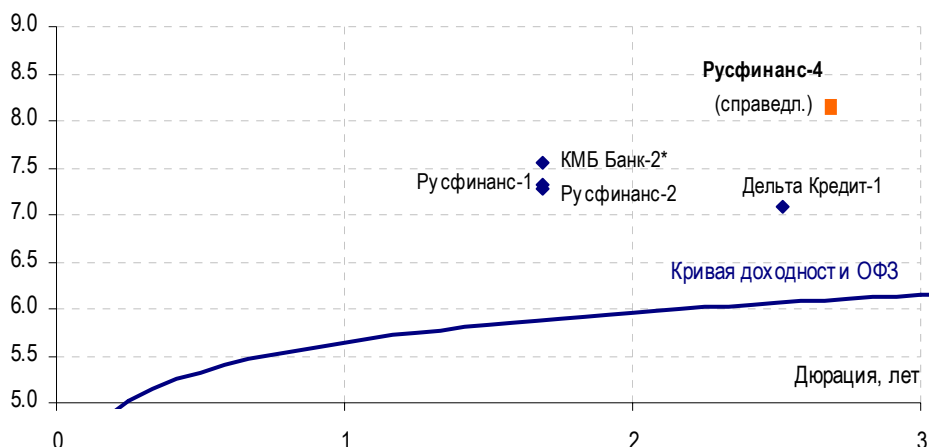
В целом мы оцениваем кредитное качество Х5 и Магнита как самое высокое в отрасли. По нашему мнению, другие продуктовые ритейлеры из первой пятерки, которые в погоне за лидерами увеличили долговую нагрузку до уровня 5-6х Долг/ЕБИТДА, выглядят существенно слабее. Премия более слабых ритейлеров к кривой доходности Х5 и Магнита должна составлять как минимум 150 б.п.

Русфинансбанк: без гарантий все равно хорош

Русфинанс будет интересным со спредом от 190 б.п. к ОФЗ (доходность – от 8.00%)

Сегодня состоится размещение четвертого выпуска облигаций Русфинансбанка (4 млрд руб., погашение через 3 года). В отличие от первых двух выпусков Русфинанса, сегодняшняя бумага не содержит гарантий от IFC, поэтому ее спрэды окажутся более широкими. В любом случае мы считаем, что вероятность поддержки банка со стороны Societe Generale очень высока. Поэтому риск 100% «дочки» крупной европейской банковской группы с рейтингами категории «АА-» будет привлекательным с премией в 180-210 б.п. к ОФЗ.

Доходность облигаций на 15 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Главный фактор – поддержка от Societe Generale...

Главным фактором кредитного качества Русфинансбанка, очевидно, является поддержка со стороны Societe Generale. Рейтинги банка от Standard and Poor's («ВВ») основаны в первую очередь на поддержке со стороны Societe Generale. Материнская структура в значительных объемах финансирует бизнес Русфинанса как в форме предоставления долгосрочных заемных ресурсов, так и в форме взносов в капитал банка. Так, в декабре 2006 г. уставный капитал банка был увеличен на 4.2 млрд руб.

... несмотря на отсутствие формальных поручительств

Хотя в отличие от предыдущих 2 выпусков эта поддержка не зафиксирована в виде финансовых обязательств, мы оцениваем риск дефолта дочерней консолидируемой структуры Societe Generale как минимальный. Дело в том, что такое событие могло бы привести к крайне негативным репутационным последствиям для материнской структуры и, возможно, повлиять на ее рейтинги. Поэтому мы все же оцениваем вероятность поддержки со стороны материнской группы как очень высокую.

| | |
|--|---|
| Русфинанс-1 и 2 разместились нелогично по доходностям | Доходности предыдущих выпусков Русфинанса были сформированы с учетом поручительства от IFC на 40-50% от номинального объема. Однако в силу значительного количества первичных размещений в декабре доходности на размещении сложились не самым логичным образом. При одинаковой дюрации выпусков купон Русфинанс-1 (50% поручительство от IFC) оказался на 15 б.п. выше, чем купон Русфинанс-2 (40% поручительство от IFC). |
| Премия к КМБ: 30-50 б.п. | Мы считаем, что при условии наличия ковенант относительно сохранения контрольного пакета Societe Generale, спрэд Русфинанс-4 мог бы быть на 10-15 б.п. шире бумаг КБМ-Банка (наличие ковенант, «дочка» группы Intesa, рейтинг: Baa2 от Moody's). Однако отсутствие таких ковенант и более низкие рейтинги требуют, по нашему мнению, более высокой премии в 30-50 б.п. |
| Ставка купона: от 7.85% | Исходя из текущих спрэдов КМБ в размере около 160-170 б.п. к ОФЗ, «справедливый» спрэд Русфинанса мы оцениваем в 200-210 б.п. к ОФЗ, что соответствует ставке купона в 7.85-8.05%. По нашему мнению, бумаги Русфинанса будут привлекательными в основном для консервативных инвесторов. Краткосрочный спекулятивный потенциал бумаги ограничен низкой абсолютной доходностью и ожидаемым размещением еще одного выпуска (Русфинанс-3: 4 млрд руб., погашение через 2 года). |

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 Михалевиц | 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.