

# Рублевые корпоративные облигации

5 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Кокс: финансовые результаты и новые приобретения » стр. 3
- Ликвидация РАО: внимание к отдельным компаниям » стр. 4
- Длинные ОФЗ стоит продать, пока не поздно» стр. 6

## Индикаторы

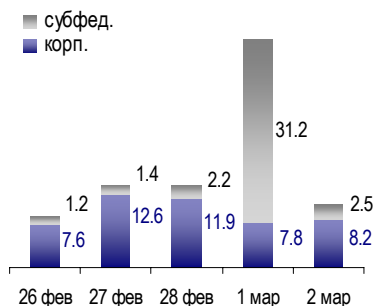
Долларов США за Евро	1.3192	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.1792	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 61.65	+ 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	+ 5 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	114	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	523.9	+ 29.2
Остатки на д/с, млрд руб.	71.2	+ 18.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 24.0	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

В ПЯТНИЦУ

- Размещен Амурметалл-2 (2 млрд руб.) под 9.36% годовых к погашению через 3 года СКОРО
- 7 марта состоится размещение выпуска Банк Возрождение-1 (3 млрд руб., 3 года)

## Объем торгов на ММВБ

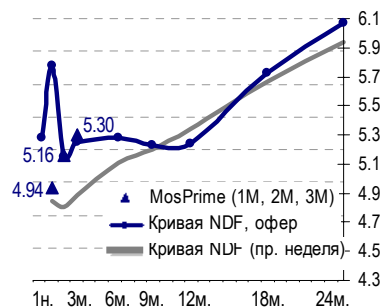


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 6 мар
- Размещение Лебедянск-2 (1.5 млрд руб., 3 года, с плавающей ставкой)
  - Размещение Уралэлектромедь-1 (3 млрд руб., oferta через 3 года)
  - Размещение МИАН-Девелопмент-1 (2 млрд руб., oferta через 1.5 года)
  - Размещение Банк Ренессанс Капитал (2 млрд руб., oferta через 1.5 года)
  - Размещение Рыбинский кабельный завод-1 (1 млрд руб., годовая oferta)
  - Размещение СЗЛК-Финанс-1 (1 млрд руб., oferta через 1.5 года)
- 7 мар
- Уплата ФОР

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	101.15	+ 15	4.2	*7.51%
ФСК-5	100.50	+ 20	2.5	7.11%
ФСК-4	100.25	+ 10	3.9	7.36%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-6	101.30	+ 30	1.6	*7.51%
КамАЗ-2	100.55	+ 22	1.4	*8.22%
Карусель-1	101.10	+ 10	1.4	*9.17%

## Лидеры падения

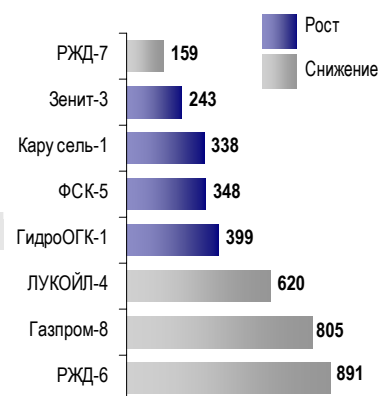
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-1	102.05	- 15	0.8	6.17%
Газпром-4	104.00	- 20	2.7	6.81%
РЖД-5	100.05	- 15	1.8	6.75%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	90.30	- 70	1.6	*16.28%
Очаково-2	98.30	- 44	1.0	10.43%
Копейка-2	98.85	- 30	1.8	*9.68%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к offerте

## 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-3	05/09	Держать	100.50	100.50	7.54	0.95	179	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.80	7.83	1.22	198	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.15	7.69	1.23	184	200	↔
<b>ГидроОГК: спрэды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»</b>									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	102.65	102.65	7.51	3.70	120	120	↔
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.40	100.35	8.20	0.93	246	250	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.00	99.50	9.30	2.05	323	350	↑ 25
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.75	1.24	290	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.75	100.35	8.00	3.74	169	180	↑ 10
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.90	99.55-99.70	8.67	1.41	276	290-300	↑ 15-25
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.10	99.95-100.35	8.63	2.30	252	240-260	↔
<b>Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска</b>									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.50	100.60	7.45	2.29	135	130	↓ 5
<b>Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль</b>									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.85	9.29	1.45	337	380	↑ 45
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.88	234	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.25	100.70	7.73	2.42	160	140	↓ 20
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.15	8.84	3.33	258	300	↑ 40
<b>ОГК-5</b>									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	99.75	99.50	7.75	2.33	163	175	↑ 10
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.00	100.20-100.40	10.38	1.27	452	505-520	↑ 50-70

## Кокс: финансовые результаты и новые приобретения

**Кокс приобрел контрольный пакет Словенской Стальной Группы**

В конце прошлой недели правительство Словении и группа Кокс сообщили, о том что Кокс за 105 млн евро приобретет 55% акций Словенской Стальной Группы (ССГ) – крупного производителя специальных сталей. Таким образом, Кокс завершает формирование полной вертикальной производственной цепи в черной металлургии. Компания ожидает, что приобретение ССГ позволит достичь значительных синергетических эффектов и позитивно скажется на рентабельности всей группы в целом.

**Опубликована отчетность по МСФО за 9М2006: долговая нагрузка ниже заявленных ориентиров**

Также в рамках подготовки к размещению второго выпуска облигаций Кокс опубликовал консолидированную отчетность про-форма за 9М2006 по МСФО. Ее показатели в целом совпали с нашими предварительными оценками, сделанными на основе отчетности ключевых предприятий группы по РСБУ. Мы отмечаем, что рентабельность группы остается весьма высокой, а долговая нагрузка не выходит за рамки запланированного уровня в 2х Долг/ЕБИТДА.

Slovenska Industrija Jekla (ССГ) – металлургический комплекс по производству специальных легированных и инструментальных сталей и изделий из них. Объем выпуска ССГ в 2006 г. составил около 500 тыс тонн, а выручка – более 600 млн евро. ССГ – группа производств с высокой добавленной стоимостью: тонна продукции ССГ стоит около \$1.6 тыс, в то время как стоимость обычной стали – всего около \$400.

**Приобретение увеличит степень вертикальной интеграции группы**

С точки зрения группы Кокс сделка направлена на углубление вертикальной интеграции: предполагается, что словенская компания станет одним из крупнейших потребителей всех видов продукции группы:

- Никелевой продукции, производимой Уфалейникелем и Режником;
- Продукции порошковой металлургии (Полема);
- Чугуна (Тулачермет).

Таким образом, после включения ССГ в производственные цепочки группы, Кокс будет продавать не первичный металл, а продукцию высоких переделов, что должно позитивно сказаться на рентабельности компании.

### Финансовые результаты Группы Кокс (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	21 029	4 965	24 %	2 827	0.6	30.5
9М2006	17 900	5 017	28 %	11 218	1.7	11.9

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Устойчивые финансовые результаты, рост рентабельности за 9М2006**

Консолидированные финансовые результаты группы за 9М2006 также, на наш взгляд заслуживают позитивной оценки: несмотря на значительное снижение цен на ванадий, выручка группы по итогам 9М2006 выросла на 7.2% и составила 17.9 млрд руб. Однако главным достижением мы считаем рост рентабельности по ЕБИТДА: до 28% по итогам 9М2006 по сравнению с 24% за 2005 год. Высокие финансовые показатели 2006 г. сложились в значительной мере благодаря росту мировых цен на никель. Таким образом, политика диверсификации источников дохода приводит к высокой стабильности финансовых результатов группы по сравнению с другими компаниями отрасли.

**Рост долга был ожидаемым, Долг/ЕБИТДА не превышает установленных значений**

За 9М2006 группа существенно увеличила размер долга: с 2.8 млрд руб. на конец 2005 г. до 11.2 млрд руб. на 30.09.2006. Однако такая динамика была запланированной: 2006 г. стал годом консолидации активов группы, что потребовало увеличения долга. При размещении 1го выпуска облигаций компания сообщила, что не планирует увеличения долговой нагрузки до уровня выше 2х Долг/ЕБИТДА в 2006 году. Финансовые результаты свидетельствуют о том, что Коксу удалось удержаться в установленных рамках: по итогам 9М2006 долговая нагрузка составила 1.7х.

При анализе финансовой отчетности Кокса необходимо обратить внимание на 2 существенных «бухгалтерских» эффекта:

- величина балансового долга компании включает в себя товарный кредит, полученный Уфалейникелем в 1998 году. Этот кредит гасится в никеле, таким образом, операционная прибыль компании не является источником средств для исполнения этого обязательства;
- в 2006 г. компания создала налоговые резервы на сумму 604 млн руб. Мы не включаем эти расходы в расчет показателя EBITDA, т.к. они являются разовыми и не связаны с основной производственной деятельностью компании.

Сумма сделки по приобретению 55% акций ССГ составила 105 млн евро. Если предположить, что сделка полностью была профинансирована за счет долга, то долговая нагрузка Кокса вырастет незначительно (не выше, чем до 2х Долг/EBITDA). Более точные оценки влияния покупки ССГ на консолидированные результаты группы Кокс мы опубликуем в специальном обзоре после появления детальной финансовой информации по сделке.

*«Справедливый» спрэд  
Кокса: 250-270 б.п.*

Мы позитивно оцениваем развитие группы Кокс: компания успешно реализует стратегию по вертикальной интеграции и диверсификации бизнеса, сохраняя при этом долговую нагрузку в достаточно комфортных рамках. Мы оцениваем «справедливый» спрэд облигаций Кокса в 250-270 б.п. к ОФЗ, что в целом соответствует текущим спредам выпуска Кокс-1 (около 260 б.п. к ОФЗ). На март запланировано размещение 2го выпуска облигаций Кокса. По нашему мнению, оно не должно сказаться на котировках выпуска Кокс-1, т.к. компания демонстрирует заметные успехи в реализации своей бизнес-стратегии, а ее долговая нагрузка остается вполне комфортной.

### **Ликвидация РАО: внимание к отдельным компаниям**

*Совет директоров в  
пятницу принял  
судьбоносные решения  
для всей отрасли*

В пятницу Совет директоров РАО ЕЭС принял ряд принципиальных решений с точки зрения судьбы всей отрасли. Наибольшее влияние на рынок долга электроэнергетиков, по нашему мнению, окажут следующие события:

- ликвидация РАО ЕЭС, намеченная на июль 2008 г.: после нее все сегодняшние «дочки» РАО будут существовать как независимые бизнес-единицы;
- утверждение решения о передаче государственной доли в тепловой генерации для финансирования инвестпрограмм ФСК и ГидроОГК;
- увеличение возможностей компаний группы РАО ЕЭС по привлечению заемных средств благодаря утверждению новых стандартов управления долгом.

*Ожидаем  
дифференциации  
кредитного качества  
электроэнергетиков*

Реорганизация РАО ЕЭС вступает в завершающую фазу: на сентябрь предварительно намечен созыв внеочередного собрания акционеров, которое утвердит окончательную ликвидацию компании в форме выделения из нее всех «дочек». Для долгового рынка это событие будет иметь важное следствие: дифференциацию кредитного качества компаний отрасли. Если сейчас облигации всех компаний группы РАО рассматриваются как близкие по уровню кредитного риска на основании фактора поддержки, то после ликвидации РАО, каждую из компаний необходимо будет рассматривать как отдельный бизнес.

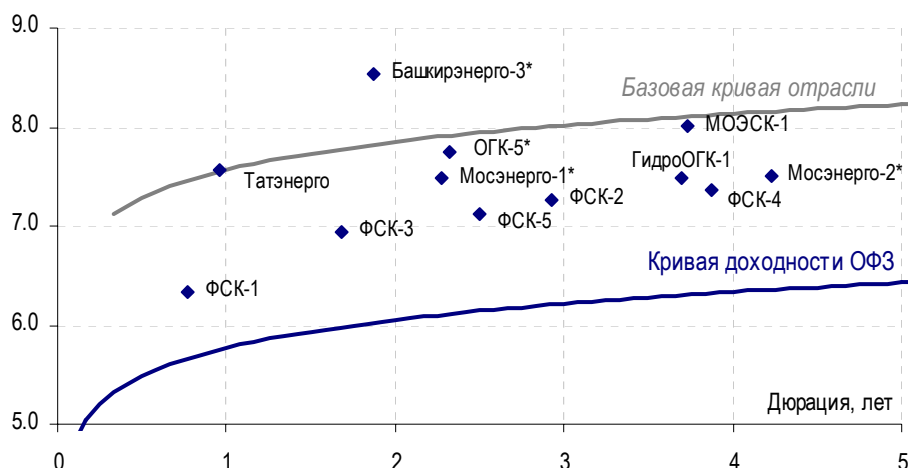
*Источник спроса –  
появление «независимых»  
лимитов на каждую  
компанию*

С другой стороны, после расформирования РАО ЕЭС исчезнет проблема единого лимита на группу, ограниченного обязательными нормативами, в рамках которого участники должны выбирать облигации тех или иных компаний. Мы ожидаем, что этот фактор послужит существенным источником спроса на облигации электроэнергетиков.

*«Базовая» кривая  
отрасли: 180 б.п. к ОФЗ*

Мы ожидаем, что ликвидация РАО приведет к большему разбросу спредов электроэнергетических облигаций. Поэтому мы используем понятие «базовой» кривой генерирующих компаний, спрэд которой, по нашему мнению, должен составлять около 180 б.п. к кривой ОФЗ. Различия в кредитном качестве отдельных ОГК и ТГК, на наш взгляд, должны проявляться в спредах отдельных бумаг к «базовой» кривой.

## Доходность облигаций на 2 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Передача госдоли в теплогенерации в пользу ФСК и ГидроОГК утверждена, как и ожидалось**

Со второго раза Совет директоров РАО утвердил передачу государственной доли в ОГК и ТГК «квази-государственным» ФСК и ГидроОГК. Такое решение является необходимым, т.к. обеим компаниям необходимы огромные средства для финансирования инвестиционных программ. Мы ожидаем, что после получения государством прямого контроля над ФСК и ГидроОГК, рейтинги обеих компаний от Moody's и S&P будут находиться на инвестиционном уровне. Однако к радикальному пересмотру спредов облигаций ФСК и ГидроОГК это не приведет, т.к. фактор госконтроля и поддержки уже учтен в уровне доходности бумаг обеих компаний.

**Новые стандарты управления долговой позицией в электроэнергетике: ориентируемся на EBITDA**

Совет директоров РАО принял новые стандарты управления долговой позицией компаний группы. Вместо условий по выручке и ликвидным активам, теперь размер долга будет ограничиваться исходя из операционных результатов компаний:

- Долгосрочный долг/EBITDA: до 4x;
- EBITDA/процентные расходы: 33%.

Если учесть, что за 6М2006 EBITDA Группы РАО составила около 90 млрд руб., а долгосрочный долг на 30.06.2006 – всего 53 млрд руб., то в сумме компании группы могут занять более 600 млрд руб.

**Мы ожидаем, что долга у «дочек» РАО будет по-настоящему много**

Увеличение возможностей «дочек» РАО по привлечению заемных средств в целом подтверждает нашу гипотезу о том, что в ближайшее время долг станет одним из ключевых источников финансирования инвестпрограммы отрасли. Мы предполагаем, что запланированный на 2007-2010 гг. объем финансирования в 1 030 млрд руб. за счет собственных средств является завышенным ориентиром (при жестких ограничениях на повышение тарифов компании группы вряд ли смогут заработать достаточные средства). Поэтому мы ожидаем, что значительная часть из дефицита по статье «собственные средства» будет финансироваться именно за счет долга.

Мы в целом позитивно оцениваем кредитные перспективы отрасли: по мере либерализации рынка электроэнергии, рентабельность компаний будет расти, т.к. российская энергосистема остается дефицитной. После расформирования РАО ЕЭС на кредитное качество каждой отдельной компании наибольшее влияние будут оказывать ее собственные финансовые результаты. Однако мы все же предполагаем, что в силу системной значимости отрасли, большинство компаний смогут рассчитывать на финансовую поддержку со стороны федерального Правительства и регионов, в которых они ведут свою деятельность.

## Длинные ОФЗ стоит продать, пока не поздно

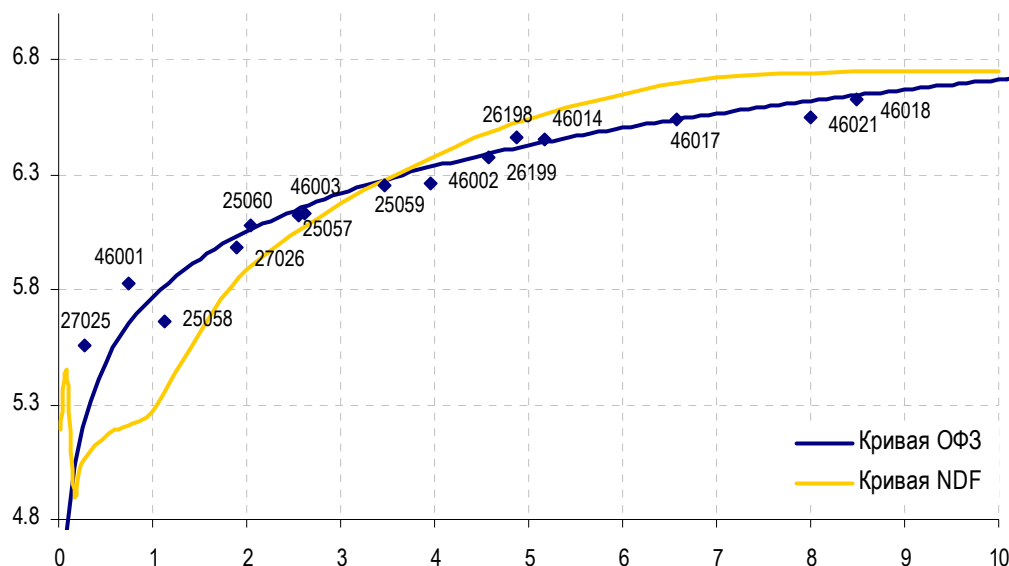
**Негативный прогноз по длинным ОФЗ и первому эшелону**

В пятницу, как мы и ожидали, ставки денежного рынка остались достаточно высокими из-за блокировки значительных объемов средств на накопительных счетах Сбербанка. Сегодня ликвидность в значительной мере «выправится» из-за крупных продаж валюты в ЦБ, которые наблюдались в конце прошлой недели. Однако мы сохраняем умеренно-негативный прогноз по ОФЗ и бумагам первого эшелона с дюрацией более 4 лет.

**Самые переоцененные бумаги: 46021, 46017, 46018**

На фоне продолжающегося падения на рынке акций, ставки NDF в пятницу продолжили рост. На сегодняшний день кривые ОФЗ и NDF пересекаются в дюрации около 3.5 лет, поэтому большинство «длинных» ОФЗ представляются нам фундаментально переоцененными. Самыми дорогими выглядят выпуски 46021, 46017 и 46018: их дисконт к кривой NDF составляет 10-20 б.п. Мы рекомендуем избавляться от этих выпусков, т.к. ценовые потери при росте их доходностей будут очень значительными. Мы ожидаем, что доходность кривой ОФЗ в сегменте дюрации от 4 лет вырастет на как минимум на 10 б.п.

### Кривые доходности на 2 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Дефицит ликвидности вряд ли закончится быстро**

Блокировка рублей на накопительном счете в рамках допэмиссии Сбербанка будет влиять на ликвидность банковской системы в течение еще как минимум 2-3 недель, поэтому мы не ожидаем скорого снижения ставок. Мы отмечаем, что аукцион по продаже активов Юкоса, намеченный на начало февраля, также может вызывать значительный отток рублей в бюджет.

**Рекомендуем «защитную» стратегию**

Мы остаемся приверженцами «защитной» стратегии: покупка качественных бумаг 2-3 эшелона с высокой доходностью позволяет относительно безболезненно пережить период высоких ставок, который может продлиться несколько месяцев.

---

**ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»**


---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

**Аналитика**

Максим Раскоснов	mrasnosnov@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.