

# Рублевые корпоративные облигации

6 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### День первичного рынка:

- Лебединский » стр. 3
- Уралэлектромедь » стр. 4
- КБ Ренессанс Капитал » стр. 5

## Индикаторы

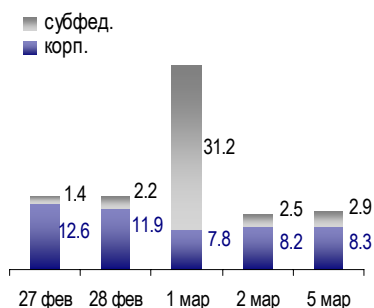
Долларов США за Евро	1.3093	- 0.8 %
Рублей за доллар США	26.2193	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 60.11	- 2.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.73%	+ 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	116	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	569.6	+ 45.7
Остатки на д/с, млрд руб.	73.4	+ 2.2
Сальдо операций с ЦБ	- 17.2	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- 13 марта планируется размещение выпуска Глобэксбанк-1 (2 млрд руб., 3 года)

## Объем торгов на ММВБ

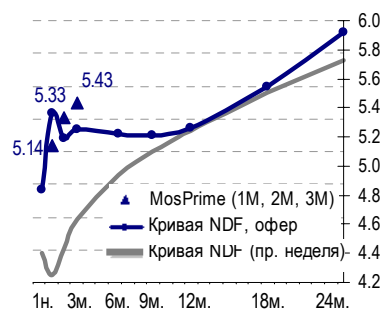


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 мар	Размещение Лебединский-2 (1.5 млрд руб., 3 года, с плавающей ставкой)
	Размещение Уралэлектромедь-1 (3 млрд руб., оферта через 3 года)
	Размещение МИАН-Девелопмент-1 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение Банк Ренессанс Капитал (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение Рыбинский кабельный завод-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение СЗЛК-Финанс-1 (1 млрд руб., оферта 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. %
Газпром-4	104.05	+ 5	2.7	6.79%
ФСК-1	102.00	+ 5	0.8	6.24%
Газпром-8	99.75	+ 3	3.9	7.19%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-2	102.80	+ 5	2.8	*7.98%
Ленэнерго	100.33	+ 5	0.1	7.51%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	100.50	- 31	4.9	*7.74%
ГидроОГК-1	102.40	- 29	3.7	7.57%
РЖД-5	99.80	- 25	1.8	6.90%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-6	100.90	- 40	1.6	*7.76%
ЦентрТел-4	113.61	- 40	2.2	7.78%
ВолгаТел-3	102.25	- 35	2.4	7.71%

## 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-3	05/09	Держать	100.50	100.50	7.53	0.94	181	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.80	7.82	1.21	198	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.15	7.68	1.22	184	200	↔
<b>ГидроОГК: спрэды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»</b>									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	102.50	102.60	7.55	3.69	123	120	↔
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.40	100.40	8.19	0.92	248	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	2.04	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	1.23	291	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.60	100.30	8.05	3.73	172	180	↑ 10
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.90	99.60-99.70	8.67	1.41	277	290-300	↑ 15-25
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	99.95-100.35	8.68	2.30	256	240-260	↔
<b>Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска</b>									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.40	100.60	7.50	2.28	139	130	↓ 10
<b>Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль</b>									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.85	9.28	1.45	337	380	↑ 45
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.87	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	2.41	160	140	↓ 20
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.10	8.84	3.32	256	300	↑ 45
<b>ОГК-5</b>									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	99.50	99.50	7.86	2.32	174	175	↔
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.00	100.20-100.40	10.38	1.26	453	505-520	↑ 50-70

## Лебедянский

**Справедливый спред  
Лебедянского: 165-175 б.п.  
к MOSPRIME**

Сегодня состоится размещение 2-го выпуска облигаций ОАО «Лебедянский» (1,5 млрд руб., срок 3 года, плавающий купон, привязанный к 3-месячной ставке MOSPRIME). «Справедливый» спред по бумаге Лебедянского мы оцениваем исходя из котировок обращающихся облигаций ВБД-2 (185-190 б.п.). Более высокий рейтинг Лебедянского и отсутствие других долговых инструментов этого эмитента обуславливают нашу оценку «справедливого» спреда на уровне 165-175 б.п., т.е. с дисконтом от ВБД в размере 10-20 б.п.

ОАО «Лебедянский» - крупнейший производитель овощных и фруктовых соков и один из лидеров рынка детского питания в России. Доля компании на рынке соков составляет более 30%. В период с 1998 по 2005 год компания увеличила оборот более чем в 20 раз. 26 июня 2006 г. агентство Moody's Investors Service присвоило ОАО «Лебедянский» корпоративный рейтинг Вa3. Прогноз рейтинга стабильный.

**Динамичный рост продаж  
в 2006 г.**

За 9 мес. 2006 г. объем продаж Лебедянского вырос до 682,5 млн литров (+ 28% к аналогичному периоду 2005 г.) При этом продажи соков выросли на 22%, а детского питания — на 37%. Основными факторами роста продаж в 2005-2006 гг. стали:

- Развитие системы дистрибуции в регионах;
- Укрепление каналов прямых продаж в Москве и Санкт-Петербурге;
- Эффективная ценовая и маркетинговая политика.

Темпы роста выручки компании опережают средние темпы роста отрасли. По итогам 9 мес. 2006г. выручка Лебедянского возросла на 38% в сравнении с 9 мес. 2005г. до 519,7 млн долл. EBITDA выросла за тот же период на 21% и составила \$110,2 млн Чистая прибыль выросла на 20% и составила 73,1 млн долл.

Инвестиционная программа Лебедянского включает в себя как расширение производственных мощностей, так и приобретение компаний. За 9 мес. 2006 г. Лебедянский инвестировал \$53,3 млн на приобретение основных средств.

В 2006 году Лебедянский также инвестировал \$30,6 млн долл. на покупку ООО «ТРОЯ-Ультра» (входит в пятерку крупнейших производителей соков) и \$14,1 млн на покупку ЗАО «ЭНТЕР Логистика» (складской комплекс). Общая сумма капитальных затрат, запланированных на 2007—2008 гг. составляет \$212,8 млн.

**Долговая нагрузка ниже 1x  
и останется невысокой**

Несмотря на увеличение капитальных затрат, долговая нагрузка компании остается на невысоком уровне, благодаря высокой эффективности деятельности. За последние 4 года показатель Долг/EBITDA не превышал 0.6x. Долг/EBITDA за 9 мес. 2006г. составляет 0.5x. Мы прогнозируем, что по итогам 2007г. уровень долговой нагрузки компании существенно не увеличится.

## Уралэлектромедь

**Главный плюс:  
принадлежность к группе  
УГМК, главный минус:  
толлинговые схемы  
работы**

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций ОАО «Уралэлектромедь» (УЭМ: 3 млрд руб., оферта через 3 года). В качестве сильной стороны этого выпуска мы отмечаем принадлежность УЭМ ко второму крупнейшему производителю меди в России – группе УГМК и очень высокую степень зависимости группы от производственных мощностей УЭМ. Ключевой слабостью эмитента является его статус «сервисного» подразделения группы УГМК, которое перерабатывает основную часть сырья в рамках толлинговых схем.

**Наша оценка  
«справедливого» спреда  
УЭМ: 240 б.п. к ОФЗ**

Организаторы ориентируют участников на ставку купона около 8.25% на 3 года, что соответствует спреду в 220 б.п. к ОФЗ. Мы считаем, что такой спред был бы адекватной премией за риск всей группы УГМК. Поскольку денежные потоки УЭМ формируются в основном из внутригрупповых поступлений, нам представляется логичным, что бумаги УЭМ должны содержать премию к этому уровню. Наша оценка «справедливого» спреда УЭМ-1: 240 б.п. к ОФЗ; ставка купона: 8.45%.

**УЭМ – ключевое предприятие для УГМК с точки зрения товарных потоков...**

Уралэлектромедь является единственным заводом группы УГМК, специализирующимся на электролитическом рафинировании черновой меди и медного лома. УЭМ играет ключевую роль в производственных процессах группы УГМК: вся черновая медь, производимая на других заводах группы, проходит стадию рафинирования на мощностях УЭМ. Таким образом, с точки зрения товарных потоков группы УГМК эмитент является одним из основных звеньев производственной цепи.

**... но оно не является центром выручки и прибыли группы**

Однако, несмотря на важное операционное значение для группы, УЭМ не является центром прибыли: основную часть сырья предприятие перерабатывает в рамках толлинговых схем, получая лишь комиссию за переработку. В такой финансовой модели мы видим основной риск УЭМ: по сути, денежные потоки компании являются управляемыми на внутригрупповом уровне. В 2006 г. выручка УЭМ составила \$650 млн, тогда как совокупная стоимость переработанной за год меди – более \$2 млрд.

#### Финансовые результаты Уралэлектромеди по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	11.3	2.9	25.6 %	3.5	1.1	8.8
9М2006	13.3	4.3	32.4 %	3.2	0.6	25.1

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

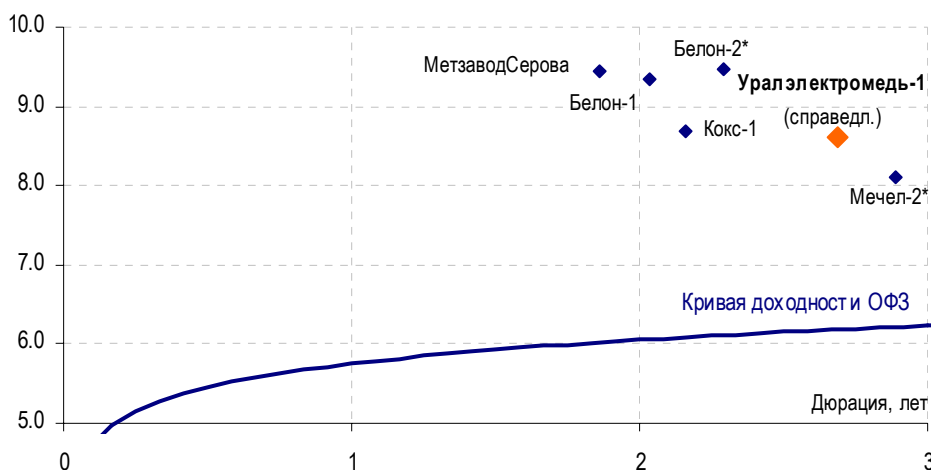
**Рентабельность УЭМ в 2006 выросла вслед за ценами на медь**

В 2006 г. в связи с заметным ростом мировых цен на медь выручка и рентабельность УЭМ заметно выросли. Это, безусловно, позитивное событие, однако мы не беремся предполагать, как изменится распределение денежных потоков между предприятиями группы УГМК в случае существенного падения цен на медь.

**Балансовая долговая нагрузка УЭМ совсем невелика...**

Текущий уровень долговой нагрузки компании не вызывает у нас никаких опасений: по итогам 9М2006 соотношение Долг/ЕБИТДА составило всего около 0.6х. Инвестиционная программа 2007 г. в размере около \$100 млн может быть профинансирована компанией без значительного увеличения долга. При сохранении в 2007 г. тех же показателей выручки и рентабельности, что в 2006 г., долговая нагрузка не должна выйти за рамки 1х Долг/ЕБИТДА, что является более чем комфортным уровнем.

#### Доходность облигаций на 5 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**... но долговая нагрузка УГМК может быть существенно выше**

По нашему мнению, в пользу версии существенного перераспределения денежных потоков помимо «толлинговой» схемы бизнеса УЭМ, говорит и тот факт, что 25% акций УЭМ, из 81% пакета, принадлежащего УГМК, находятся в залоге. По нашим предположениям, долговая нагрузка группы УГМК существенно выше, чем долговая нагрузка УЭМ. Поэтому избыточные денежные средства УЭМ могут изыматься материнской компанией для погашения долгов.

*Риски УГМК: низкая прозрачность и высокая зависимость от цен на медь*

В качестве дополнительного риска мы выделяем невысокую финансовую прозрачность группы УГМК: консолидированная аудированная отчетность группы недоступна инвесторам. Еще один риск, связанный с УГМК: высокая зависимость от цен на медь: в течение апреля-ноября мировая цена на медь находилась на исторических максимумах, однако с декабря намечилось их заметное снижение. Мы предполагаем, что при низких ценах на медь, маржа, оставляемая на УЭМ, может существенно уменьшаться.

*УЭМ должна разместиться с дисконтом к Метзаводу Серова*

В настоящий момент на рынке представлены бумаги еще одной компании группы УГМК – метзавода им. Серова. В отличие от УЭМ, это предприятие не является ключевым для группы, а его финансовые показатели выглядят существенно слабее (невысокая рентабельность, Долг/ЕБИТДА выше 4х). Поэтому очевидно, что бумаги УЭМ должны торговаться с дисконтом к облигациям Метзавода, текущий спрэд которых составляет около 340 б.п. к ОФЗ.

*Наша оценка «справедливого» купона: 8.45%*

Ориентир организаторов (8.42% УТР, спрэд: около 220 б.п. к ОФЗ) представляется нам несколько заниженной оценкой кредитного риска УЭМ. Премия в 30 б.п. к доходности Мечела представляется нам недостаточной в силу «несамостоятельности» УЭМ и высокой зависимости УГМК от цен на медь. Наша оценка «справедливого» спреда: 240 б.п. к ОФЗ, что соответствует ставке купона в 8.45%.

### **КБ Ренессанс Капитал**

*Купон в 10.50% представляется нам минимально адекватным уровнем*

Сегодня размещается дебютный выпуск рублевых облигаций КБ «Ренессанс Капитал» (2 млрд руб., оферта через 1.5 года). Основные риски выпуска связаны с рынком потребительского кредитования и характерны для всех банков, специализирующихся на этом бизнесе, — кредитные потери и изменения в нормативной базе. Ориентир организаторов по ставке купона на уровне 10.50% (УТР: 10.77, спрэд к ОФЗ: 487 б.п.) представляется нам минимально приемлемым с учетом низких рейтингов банка.

*По масштабам и рейтингам банк уступает ХКФБ и Русскому Стандарту*

Банк Ренессанс Капитал (БРК, Moody's: B2, Fitch: B-) является «дочкой» одноименной инвестиционной группы и специализируется на потребительском кредитовании. По состоянию на конец 2006 г. активы банка составили около \$550 млн, розничный кредитный портфель: около \$480 млн.

По размеру кредитного портфеля БРК более чем в 2 раза уступает ХКФБ, и более чем в 10 раз – Русскому Стандарту. Такое отставание связано с меньшим сроком деятельности БРК. В 2006 г. портфель банка вырос более чем в 3 раза, и если банку удастся удержать столь высокие темпы роста, то к концу текущего года он может существенно сократить отставание от ХКФБ по размеру портфеля.

#### **Позитивные факторы**

- Динамичный рост в 2006 году;
  - Сильные акционеры, заинтересованные в развитии бизнеса банка;
- Относительно невысокий уровень «просрочки»: всего 4% по итогам 2006 года.

#### **Негативные факторы**

- Относительно небольшой масштаб бизнеса по сравнению с лидером рынка;
- Кредитные рейтинги на 2 ступени ниже, чем у ХКФБ и Русского Стандарта;
- Чистый убыток по результатам 2006 года в размере \$12 млн;
- Невысокий уровень достаточности капитала по сравнению с ХКФБ.

*Вряд ли банку удастся удерживать столь низкий уровень просрочки при динамичном росте портфеля*

В качестве ключевой финансовой особенности БРК мы выделяем низкий уровень просроченной задолженности: всего 4% от портфеля по состоянию на начало 2007 г. (по данным организаторов). Нам представляется, что банку не удастся в течение длительного времени расти столь быстрыми темпами, удерживая при этом просрочку на рекордно низком для отрасли уровне.

**Ожидаем роста просрочки**

Еще одна причина столь низкого уровня просрочки, по нашему мнению, может заключаться в различиях бухгалтерских технологий отражения просроченных кредитов на балансах банков, специализирующихся на потребительском кредитовании. Эта гипотеза подтверждается тем фактом, что по данным отчетности по РСБУ на 01.01.2007 отношение просрочки к портфелю составило 10.4%. В целом, мы ожидаем, что в ближайшие годы уровень просроченной задолженности БРК будет расти, приближаясь к среднеотраслевым показателям.

**В будущем рентабельность будет зависеть от кредитных потерь и резервов**

Убыточная деятельность банка в 2006 г. связана с тем, что административные расходы пока превышают операционную прибыль, что вполне логично для ранней стадии развития банка. Мы ожидаем, что в 2007 г. рентабельность банка также будет невысокой, т.к. на первый план выйдет проблема формирования резервов по кредитному портфелю, которые будут уменьшать финансовый результат.

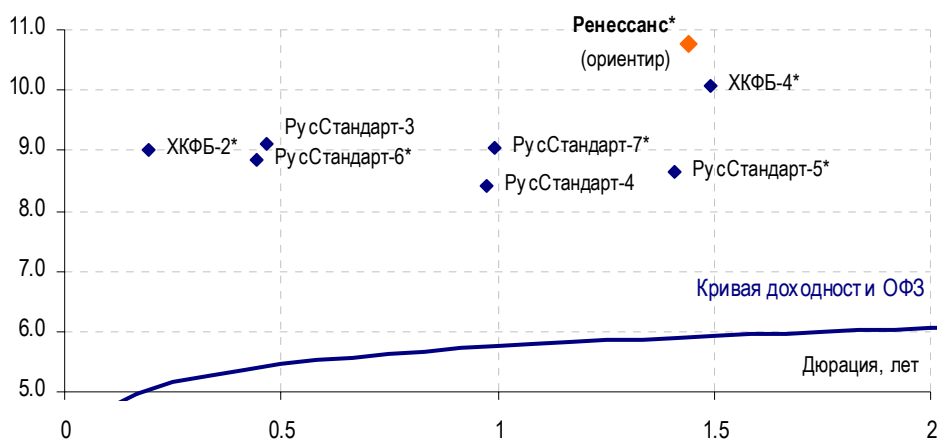
**Сравнение: с ХКФБ**

При сравнении с ХКФБ БРК проигрывает по масштабам бизнеса, достаточности капитала и кредитным рейтингам и выигрывает по темпам роста и уровню просрочки. Фактор поддержки со стороны группы Renaissance Capital мы оцениваем как менее сильный, чем поддержка со стороны материнской компании ХКФБ – чешской PPF Group. Сравнение БРК с Русским Стандартом представляется нам нецелесообразным из-за слишком больших различий в масштабах бизнеса.

**Рекомендуем участвовать по ставке купона не менее 10.50%**

Выпуск БРК по дюрации будет находиться рядом с ХКФБ-4. Исходя из ориентира по купону БРК на уровне 10.50%, премия к ХКФБ-4 составит около 75 б.п. По итогам сравнения БРК и ХКФБ такой уровень представляется нам минимально адекватным. Мы рекомендуем участвовать в размещении со ставкой купона не менее 10.5%.

### Доходность облигаций на 5 марта



Источник: ММВБ, 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.