

# Рублевые корпоративные облигации

22 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Кокс: комментарий к размещению » *стр. 3*
- ГидроОГК: новые ориентиры по долгу » *стр. 5*
- Долги электроэнергетиков: есть куда расти » *стр. 6*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3385	+ 0.5 %
Рублей за доллар США	26.0358	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 60.09	- 1.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.65%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	110	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	689.8	+ 87.5
Остатки на д/с, млрд руб.	112.4	+ 40.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 21.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

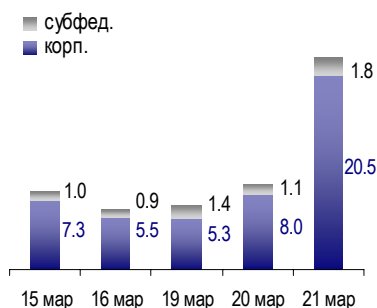
### СКОРО

- Размещение Тюменьэнерго-2 (2.7 млрд руб., 5 лет) планируется 5 апреля

### ВЧЕРА

- Дебютный выпуск Восточный Экспресс (1.5 млрд руб.) размещен под 10.56% годовых к оферте через 1 год

## Объем торгов на ММВБ

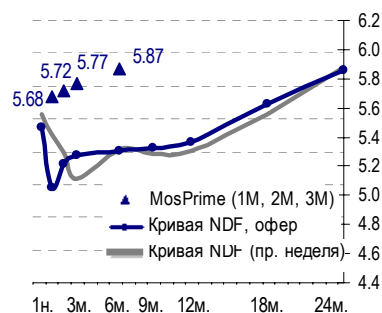


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

22 мар	Размещение Кокс-2 (5 млрд руб., оферта через 3 года) Аукцион ОБР-1 (20 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
23 мар	Размещение Разгуляй-Финанс-3 (3 млрд руб., оферта через 2 года)
26 мар	Уплата акцизов, НДС
27 мар	Размещение МОИТК-2 (4 млрд руб., оферта через 2 года)
28 мар	Размещение Магнит-Финанс-2 (5 млрд руб., оферта через 3 года) Размещение МОИТК-2 (4 млрд руб., оферта через 2 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.94	+ 24	2.2	6.62%
АИЖК-8	100.92	+ 17	5.0	*7.66%
РЖД-6	101.44	+ 14	3.2	7.01%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-2	102.70	+ 20	2.7	*8.01%
Кокс-1	101.00	+ 8	2.1	8.64%
Петроком-2	100.00	+ 5	2.2	8.68%

## Лидеры падения

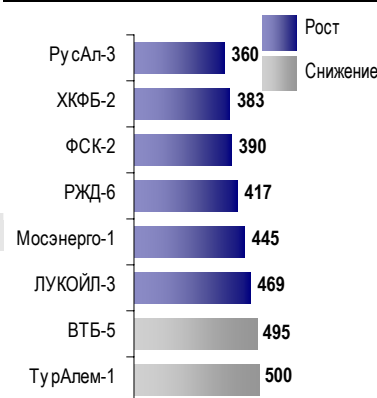
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.25	- 10	2.4	6.84%
Газпром-4	104.01	- 1	2.6	6.78%
Мосэнерго-2	101.10	- 1	4.2	*7.52%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РТК-Лизинг-4	100.40	- 25	0.6	8.29%
Пятерочка-2	102.95	- 19	3.2	8.53%
ЮТК-3	101.80	- 15	0.5	*7.64%

## 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	7.50	0.90	181	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.75	7.90	1.16	210	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.15	7.66	1.18	185	200	↔
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.40	7.98	0.88	230	250	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.60	9.24	2.00	322	350	↑ 30
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.72	1.19	292	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.60	100.40	8.04	3.83	175	180	↑ 5
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.65-99.75	8.71	1.42	283	290-300	↑ 5-15
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.00-100.45	8.68	2.25	260	240-260	↔
<b>Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска</b>									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.55	100.85	7.43	2.32	134	120	↓ 15
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.33	1.83	234	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.10	100.80	7.80	2.37	171	140	↓ 30
<b>Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.30	99.20	8.90	3.42	265	300	↑ 35
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.05	100.20-100.40	10.35	1.21	454	510-530	↑ 60-75
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.30	-	9.12	1.99	310	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	9.81	3.65	354	-	↑

## Кокс: комментарий к размещению

**«Справедливая»  
доходность: 8.65-8.85%**

Сегодня состоится размещение второго выпуска облигаций ОАО «Кокс» (5 млрд руб., oferta через три года). Райффайзенбанк как один из организаторов займа оценивает «справедливый» спред выпуска Кокс-2 в 270-290 б.п., что соответствует УТР на уровне 8.84-9.05% и ставке купона в 8.65-8.85%.

Кокс – вертикально интегрированная горно-металлургическая группа, которая объединяет активы полного металлургического цикла: от добычи угля и металлических руд до производства сталей и продукции из цветных металлов. Основные активы группы расположены в России, однако в начале марта группа вышла на европейский рынок, объявив о приобретении Словенской стальной группы. Более подробная информация о группе Кокс представлена в нашем специальном обзоре от 12 марта.

**Основа стратегии  
группы: диверсификация  
+ вертикальная  
интеграция**

Одним из основных факторов привлекательности Кокса является четкая стратегия, направленная на снижение зависимости от цен на отдельные виды продукции и повышение степени вертикальной интеграции. Если год назад при размещении 1го выпуска облигаций основным видом продукции группы был металлургический кокс, то теперь в рамках группы производится гораздо более широкий спектр наименований продукции. В 2006 году группа консолидировала контрольные пакеты 2 никелевых заводов (Уфалейникель и Режникель), приобрела производителя железорудного концентрата (Комбинат КМАРуда).

Диверсификация производимой продукции направлена в первую очередь на снижение зависимости от колебаний цен на отдельные товары. В 2006 году она уже продемонстрировала эффективность: несмотря на снижение цен на ванадий, группе удалось удержать высокую рентабельность и увеличить выручку за счет очень благоприятной конъюнктуры на мировом рынке никеля. В настоящий момент группа способна производить и продавать на рынке очень широкий спектр рудной и металлургической продукции.

**Рост вертикальной  
интеграции в 2006-2007 гг  
за счет приобретений**

Вторым базовым элементом стратегии Кокса является вертикальная интеграция активов в рамках Группы: все новые приобретения рассчитаны на то, чтобы обеспечивать сырьевую независимость и повышать степень передела продукции внутри группы. Так, например, комбинат КМАРуда был приобретен в 2006 году с целью обеспечения поставок собственного железорудного концентрата на завод Тулачермет, который также находится под управлением группы Кокс. Аналогичным образом все сырьевые предприятия группы являются крупными поставщиками для перерабатывающих подразделений. Такая стратегия в конечном итоге ведет к повышению рентабельности бизнеса.

**Приобретение ССГ –  
завершение  
формирования  
производственной цепи в  
черной металлургии**

Приобретение Словенской стальной группы (ССГ) полностью укладывается в стратегию вертикальной интеграции: планируется, что ССГ станет крупнейшим потребителем никеля, чугуна и других видов сырьевой продукции, производимой на предприятиях Кокса. ССГ специализируется в основном на производстве спецсталей, т.е. является предприятием с очень высокой степенью передела. Поэтому приобретение ССГ в конечном итоге должно привести к росту рентабельности группы Кокс в целом.

**В ближайшее время не  
планируются новые  
приобретения**

2006 и начало 2007 года стали для группы пиковым периодом с точки зрения сделок M&A. В ближайшем будущем Кокс не планирует новых приобретений и будет концентрировать усилия на модернизации приобретенных предприятий и их интеграции в вертикальные производственные цепочки.

**Взвешенная финансовая  
политика и высокая  
прозрачность**

Помимо четкой и эффективной бизнес-стратегии Кокса, мы отмечаем также взвешенную финансовую политику и высокую степень финансовой прозрачности:

- несмотря на активные приобретения в 2006 году, показатели долговой нагрузки группы не вышли за рамки ориентиров, определенных при размещении 1го выпуска облигаций: pro-forma соотношение Долг/EBITDA по итогам 9M2006 составило около 1.7x (ориентир составлял 2x);

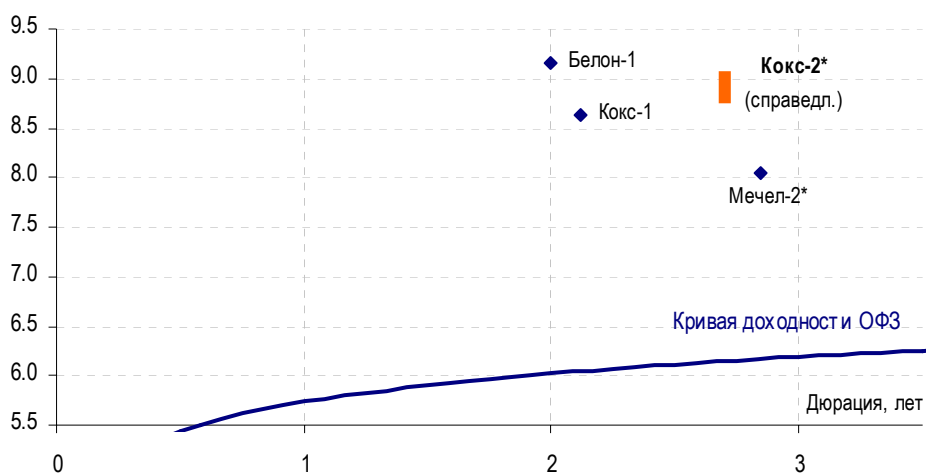
- в результате приобретения ССГ уровень долговой нагрузки по нашим оценкам не должен выйти за пределы 2.2x Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 года;
- группа публикует аудированную отчетность по МСФО и проводит периодические процедуры аудиторской проверки (review) промежуточной отчетности;
- финансовые результаты отдельных предприятий группы позволяют составить достаточно точное представление о результатах группы в целом, т.к. сделки между подразделениями группы проводятся на рыночных условиях.

По масштабам бизнеса группа Кокс существенно уступает крупным российским горно-металлургическим группам (Мечел, Евраз и др.), однако по степени диверсификации бизнеса и эффективности стратегии вполне сравнима с ними. В этом смысле Кокс существенно выигрывает у группы Белон, которая пока остается преимущественно угольной компанией.

**Спрэд Кокс-2 к ОФЗ:**  
270-290 б.п.,  
купон: 8.65-8.85%

Спрэд первого выпуска облигаций Кокса к ОФЗ в настоящий момент составляет около 260 б.п., что представляется нам вполне адекватной оценкой кредитного качества группы. Мы полагаем, что при размещении достаточно крупного нового выпуска целесообразно ориентироваться на небольшую премию к уже торгуемому выпуску, однако эта премия, на наш взгляд, должна составлять не более 10-30 б.п. Таким образом, мы оцениваем «справедливый» спрэд выпуска Кокс-2 в 270-290 б.п. к ОФЗ, что соответствует ставке купона в 8.65-8.85% и доходности к оферте в 8.84-9.05%.

#### Доходность облигаций на 21 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

#### ГидроОГК: новые ориентиры по долгу

**ГидроОГК будет наращивать долг, но достаточно медленно**

После включения ГидроОГК в список компаний, которые могут рассчитывать на средства от продажи госдоли в тепловой генерации, потребность компании в долговом финансировании существенно снизилась. Однако в сегодняшнем интервью Ведомостям гендиректор компании г-н Синюгин сообщил, что в 2007-2010 гг. компания все же будет увеличивать размер долга.

**К концу 2007 года ожидаем долговую нагрузку около 3x Долг/ЕБИТДА**

Г-н Синюгин обнародовал следующие планы по наращиванию долга:

- 9 млрд руб. в 2007 году;
- 26-40 млрд руб. – до конца 2010 года.

Мы предполагаем, что по итогам 2007 г. долговая нагрузка ГидроОГК в терминах Долг/ЕБИТДА окажется достаточно высокой (около 3x), но считаем, что это не приведет к снижению кредитного качества компании.

**Определяющий фактор  
для ГидроОГК -  
господдержка**

Как и в случае с ФСК, определяющим фактором для оценки долга ГидроОГК является государственная поддержка: компания вместе с ФСК, судя по всему, получит доступ к финансированию за счет продажи госдоли в тепловой генерации. В итоге статус ГидроОГК с кредитной точки зрения будет в очень незначительной степени отличаться от ФСК.

**Потенциал сужения  
спрэда на горизонте в 1  
год: около 20 б.п.**

Как и в случае с ФСК, мы ожидаем, что переход ГидроОГК под государственный контроль вызовет сужение спреда облигаций компании. Если в сегодняшнем статусе «справедливый» спред облигаций ГидроОГК мы оцениваем в 120 б.п., то после перехода под государственный контроль, спред бумаг, по нашему мнению, может сузиться до 100 б.п. Таким образом, потенциал сужения спреда на годовом горизонте, по нашим оценкам, составляет около 20 б.п. – один из максимальных показателей в первом эшелоне.

**Долги электроэнергетиков: есть куда расти****Максимально возможное  
увеличение долга «дочек»  
РАО: 600 млрд руб.!**

На днях РАО ЕЭС опубликовало отчетность по МСФО за 9М2006. С точки зрения рынка облигаций эта отчетность интересна тем, что позволяет оценить потенциальный рост долга «дочек» РАО с учетом новых ориентиров по долговой нагрузке. Исходя из установленных РАО ЕЭС ориентиров, максимально возможное увеличение долга компаний отрасли составляет около 600 млрд руб.

Напомним, что стандарты управления долговой позицией дочерних компаний РАО ЕЭС устанавливают максимальный уровень долговой нагрузки в 4х ДолгосрочныйДолг/ЕБИТДА. На основании консолидированных финансовых результатов РАО, максимально допустимый размер долгосрочного долга мог бы составлять около 650 млрд руб. Текущий консолидированный долгосрочный долг группы составляет всего 73 млрд руб. Таким образом, потенциал роста долга очень высок.

В составе источников финансирования инвестпрограммы РАО ЕЭС на 2007-2010 годы на долговые источники приходится около 440 млрд руб. Мы предполагаем, что компаниям, входящим в группу РАО в действительности может понадобиться 600-800 млрд руб. долга для исполнения инвестпрограммы, которая в сумме составляет 3.1 трлн руб.

**«Базовый» спред  
сильнейших  
генерирующих компаний:  
180 б.п. к ОФЗ**

Пока рынок облигаций с легкостью «переваривает» все новые выпуски и мы ожидаем, что эта ситуация сохранится и в дальнейшем. По нашему мнению, «базовая» кривая доходностей облигаций ОГК и сильнейших ТГК по итогам 2007 года сформируется на уровне около 180 б.п. к ОФЗ.

## 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	npatrahin@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.