

Рублевые корпоративные облигации

26 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Электрометаллургия: долги и перспективы отрасли » *стр. 3*
- Пятерочка и Магнит: дисбаланс сохраняется » *стр. 5*
- Патэрсон: привлекательная доходность, приемлемое качество » *стр. 6*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3282	- 0.4 %
Рублей за доллар США	26.0191	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 63.33	+ 1.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.62%	+ 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.63%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	100	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	721.1	+ 18.1
Остатки на д/с, млрд руб.	111.9	+ 3.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 60.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

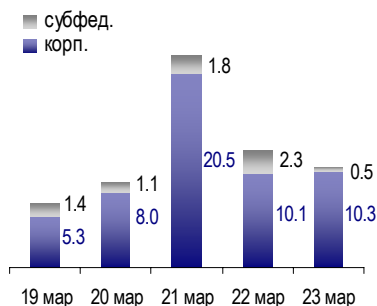
СКОРО

- АвтоВАЗ планирует четвертый выпуск облигаций (5 млрд руб., 7 лет)
- Планируется выпуск ГТ-ТЭЦ Энерго-5 (2 млрд руб., 3 года)
- Кирово-Чепецкий химический комбинат планирует дебютный выпуск (3 млрд руб., 3 года)

В ПЯТНИЦУ

- Выпуск Разгуляй-Финанс-3 (3 млрд руб.) размещен под 11.29% годовых к оферте через 2 года

Объем торгов на ММВБ

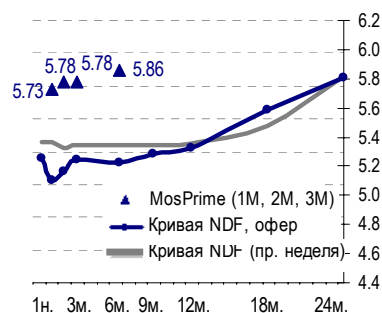


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 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 Кировский завод-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Уплата налога на прибыль
- 29 мар Размещение дебютного выпуска Гражданские Самолеты Сухого (5 млрд руб., оферта через 2.5 года)
- 3 апр Размещение Севкабель-Финанс-3 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	100.25	+ 15	5.8	7.66%
Сибур-1	100.35	+ 15	2.4	*7.69%
Газпромбанк-1	99.35	+ 13	3.4	7.43%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Пятерочка-2	103.12	+ 17	3.2	8.48%
МОИА-1	102.05	+ 15	2.7	8.38%
Росбанк	100.82	+ 15	1.8	7.45%

Лидеры падения

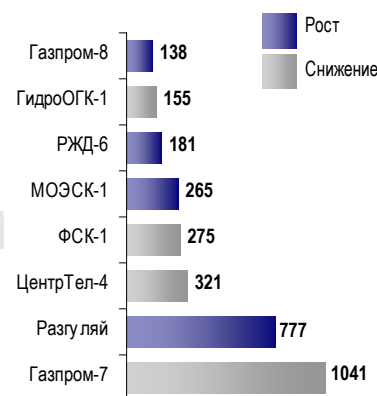
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	100.50	- 5	5.3	7.44%
РЖД-7	102.40	- 5	4.6	7.15%
ФСК-3	100.33	- 2	1.6	7.00%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	103.32	- 18	1.6	8.08%
ХКФБ-3	99.95	- 15	1.4	*9.83%
Зенит-2	99.81	- 13	1.8	8.67%

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-3	05/09	Держать	100.55	100.50	7.44	0.89	176	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.75	7.89	1.16	211	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.15	7.65	1.18	186	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.40	7.98	0.87	231	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.60	9.24	1.99	324	350	↑ 25
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.72	1.18	293	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.70	100.50	8.01	3.83	174	180	↑ 5
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.65-99.80	8.71	1.41	285	290-300	↑ 5-15
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.05-100.45	8.68	2.25	262	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.70	100.90	7.36	2.31	129	120	↓ 10
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.33	1.82	236	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.20	100.85	7.75	2.36	168	140	↓ 30
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.30	99.25	8.90	3.41	267	300	↑ 35
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.05	100.20-100.40	10.35	1.21	456	515-530	↑ 60-75
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.30	-	9.12	1.99	312	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.80	-	9.78	3.64	353	-	↑

Электросталеплавление: долги и перспективы отрасли

В пятницу мы опубликовали специальный обзор «Большие долги малой металлургии», посвященный анализу кредитного качества небольших компаний, специализирующихся на выплавке стали по электросталеплавлению технологии. Объектом нашего внимания стали: Амурметалл, Макси-Групп/НСММЗ, Метзавод им. Серова, НМЗ им. Кузьмина. Ниже мы приводим основные выводы, сделанные в данном обзоре.

ЭСП-технология:
приемлемая
эффективность при
меньших масштабах
производства

Заводы на базе электросталеплавления (ЭСП) технологии позволяют достигать высокой эффективности при меньших масштабах производства. Средняя мощность заводов на базе ЭСП-печей составляет 1-2 млн тонн стали в год по сравнению с 8-12 млн тонн в год у крупнейших «традиционных» металлургических комбинатов (ММК, НЛМК, Северсталь). Рентабельность ЭСП-заводов в среднем ниже, чем у крупных меткомбинатов (около 20% по EBITDA против 30-50%), но эти предприятия все равно вполне способны обеспечить достаточно высокую экономическую эффективность.

**Ключевой фактор
рентабельности:**
интеграция собственной
ломозаготовки

Одним из ключевых факторов, влияющих на рентабельность ЭСП-заводов, является интеграция собственного ломозаготовительного производства. Полное обеспечение собственным ломом позволяет повысить маржу предприятия на 10-15%. Наиболее ярким примером в этом смысле является НСММЗ, входящий в Макси-Групп: рентабельность этого завода вполне сопоставима с Магнитогорским меткомбинатом. В настоящий момент все ЭСП-заводы движутся по направлению интеграции ломозаготовительных производств рамках холдинговых структур.

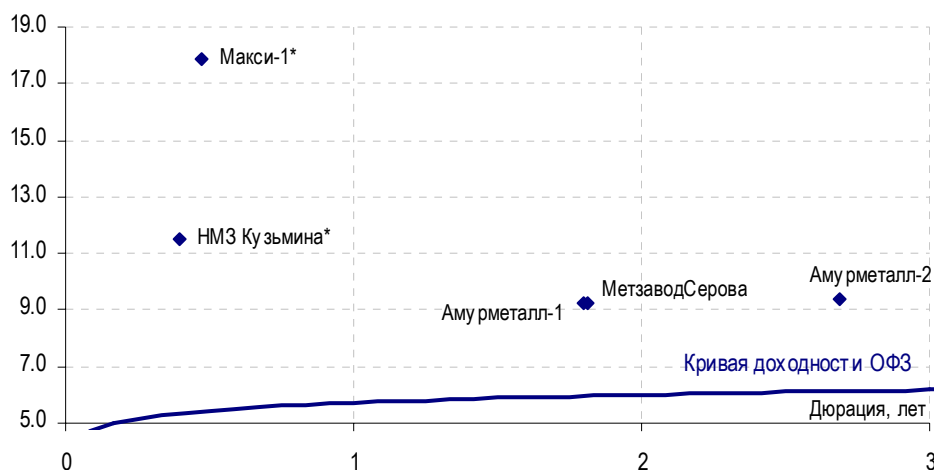
**Кредитное качество
компаний определяется
высокой долговой
нагрузкой, ...**

Ключевым аспектом кредитного качества всех самостоятельных ЭСП-предприятий в настоящий момент является относительно высокий уровень долговой нагрузки: от 2.7х до 7.5х Долг/EBITDA. По нашему мнению уровень 4.5-5х Долг/EBITDA является максимально приемлемым показателем долговой нагрузки для стальных компаний в долгосрочной перспективе. Если предприятие неспособно снизить долговую нагрузку до такого уровня, то стоимость компании для акционеров будет стремиться к нулю, что существенно повышает инвестиционные риски такой компании.

**... но 2007 год должен
оказаться довольно
благоприятным**

По нашему мнению, несмотря на активную инвестиционную фазу, в 2007 году большинству компаний удастся как минимум не увеличивать долговую нагрузку. Благоприятная конъюнктура стального рынка в 2007 году будет способствовать росту выручки и рентабельности компаний. При этом в наиболее благоприятном положении окажутся производители с высокой степенью обеспеченности собственным металлоломом.

Доходность облигаций на 23 марта



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

НСММЗ – самая крупная и наиболее рентабельная среди четырех компаний

НСММЗ является самым крупным (текущая мощность 3 млн тонн в год) и самым рентабельным ЭСП-производством: за счет 100% обеспечения собственным ломом компания демонстрирует высокий уровень рентабельности (около 30% по EBITDA). Предприятие работает на современном и эффективном оборудовании ведущих мировых производителей. Ключевой проблемой НСММЗ является высокий уровень долговой нагрузки: производственные мощности компании были построены практически полностью на заемные средства. В результате по итогам 9М2006 долговая нагрузка компании, по нашим оценкам, находилась в диапазоне 7-8х Долг/ЕБИТДА, что существенно превышает «критический» уровень в 5х.

Долговая нагрузка снизится в 2007, но Долг/ЕБИТДА не опустится ниже 6х

Благоприятная конъюнктура стального рынка в 2007 году и ввод новых мощностей в конце 2006 года должны способствовать росту финансовых результатов компании и снижению долговой нагрузки. Однако мы не ожидаем, что показатель Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 г. опустится ниже 6х из-за агрессивных планов акционера компании по строительству новых ЭСП-заводов по всей России.

Риск Макси-Групп – private equity, но доходность в 18% представляется интересной

Мы рассматриваем кредитный риск Макси-Групп как риск private-equity инвестиционного проекта, который уже продемонстрировал высокую рентабельность, но еще долгое время будет нуждаться в заемных средствах. С этой точки зрения облигации Макси-Групп предлагают достаточно интересную доходность (около 18% к полугодовой оферте).

«Справедливый» спрэд зависит от планов по снижению долговой нагрузки. Предварительная оценка: 550-600 б.п. к ОФЗ

По нашему мнению, к сужению спреда бумаг Макси-Групп может привести появление у компании сильного стратегического инвестора или публикация финансовой стратегии, направленной на снижение долговой нагрузки. В текущем состоянии бумаги Макси-Групп представляют собой интересную инвестиционную возможность для инвесторов с очень высокой толерантностью к риску в рамках стратегии «купить и держать до оферты». Справедливый спрэд бумаг Макси-Групп после оферты мы предварительно оцениваем в 550-600 б.п. Более точная оценка будет зависеть от финансовых результатов в 2007 году и планов по снижению долговой нагрузки компании.

Амурметалл: самая низкая долговая нагрузка

Амурметалл – ЭСП-предприятие с мощностью около 1.1 млн тонн стали в год и планами по расширению мощностей до 2 млн тонн к 2009 году. Основными преимуществами Амурметалла являются:

- выгодное географическое положение: компания является крупнейшим производителем стального проката на Дальнем Востоке и имеет удобный доступ к экспорту металла в страны Юго-Восточной Азии;
- самый низкий уровень долговой нагрузки среди сравнимых компаний: около 2.7х Долг/ЕБИТДА по итогам 9М2006. Компания рассчитывает, что несмотря на инвестиционный пик 2007 года, ей удастся удержать долговую нагрузку в рамках 3.5х Долг/ЕБИТДА к концу 2007 года.

«Справедливый» спрэд: 300-320 б.п.

На основании самой низкой среди сравнимых компаний долговой нагрузки, мы оцениваем «справедливый» спрэд бумаг Амурметалла в 300-320 б.п. к ОФЗ. В настоящий момент выпуск Амурметалл-1 торгуется со спрэдом около 325 б.п., а Амурметалл-2 еще не вышел на вторичные торги. По нашему мнению, сужение спреда Амурметалла до 300 б.п. к ОФЗ будет возможно в том случае, если промежуточные результаты компании в 2007 году продемонстрируют способность выдерживать ориентиры по долговой нагрузке.

Метзавод Серова – производство полного цикла в составе группы УГМК

Метзавод им. Серова – черно-металлургическое предприятие, входящее в УГМК. В отличие от других ЭСП-предприятий, Метзавод является производством полного цикла и включает в себя восстановление руды в доменных печах. На сегодняшний день Метзавод находится в начальной фазе инвестиционного процесса по превращению в современное металлургическое производство: на заводе пока не остановлены мартеновские печи. При этом долговая нагрузка Метзавода уже достигла 4.6х Долг/ЕБИТДА и, по нашим прогнозам, в течение 2007 г. не стоит ждать ее снижения.

**«Справедливый» спрэд:
320-350 б.п.**

Stand-alone «справедливый» спрэд Метзавода мы оцениваем на одном уровне с Макси-Групп в силу высокой долговой нагрузки. Однако принадлежность к сильной группе УГМК определяет дисконт относительно этого уровня. Мы считаем, что Метзавод в случае необходимости может рассчитывать на поддержку УГМК, но не склонны переоценивать масштаб этой поддержки. «Справедливый» спрэд бумаг Метзавода мы оцениваем в 320-350 б.п. к ОФЗ, текущий спрэд: около 325 б.п.

**НМЗ им. Кузьмина:
прокатное производство
в рамках группы ЭСТАР**

НМЗ им. Кузьмина не имеет собственных сталелитейных мощностей: этот завод специализируется на производстве стальных труб и штрипса из заготовки внешних поставщиков. НМЗ входит в состав группы ЭСТАР, в рамках которой представлено и сталеплавильное производство (Златоустовский метзавод). Наличие поручительства от одной из холдинговых структур группы позволяет с определенной степенью условности рассматривать облигации НМЗ как долг всей группы ЭСТАР.

Консолидированная долговая нагрузка группы ЭСТАР составила около 3.5x Долг/ЕБИТДА по итогам 9М2006 (5.0x stand-alone показатель НМЗ).

**«Справедливый» спрэд:
550-600 б.п.**

Мы оцениваем «справедливый» спрэд облигаций НМЗ на одном уровне с Макси-Групп: 550-600 б.п. к ОФЗ.

Пятерочка и Магнит: дисбаланс сохраняется

**Пятерочка не должна
торговаться дешевле
Магнита**

Дисбаланс в доходностях облигаций сильнейших ритейлеров Х5 Retail Group и Магнита сохраняется: спрэды бумаг Пятерочки на 20 б.п. шире спрэдов Магнита. Мы считаем такую ситуацию неадекватной с точки зрения соотношения кредитного качества. Поэтому мы ожидаем расширения спрэдов бумаг Магнита и сужения спрэдов Пятерочки.

Исходя из фундаментальных характеристик, мы считаем, что спрэд бумаг Магнита должен быть на 20 б.п. шире, чем спрэд «дочек» Х5:

- у Пятерочки есть кредитные рейтинги от международных агентств;
- вероятность привлечения средств на развитие за счет допэмисии акций для Х5 существенно выше в силу наличия сильного стратегического инвестора в лице Альфа-групп;
- долговая нагрузка обеих компаний по итогам 2007 года будет находиться на сопоставимом уровне (около 3.0x Долг/ЕБИТДА).

**Рынок еще не до конца
учел ожидаемый рост
долговой нагрузки
Магнита в 2006 году**

По нашему мнению, рынок все еще оценивает кредитное качество Магнита исходя из предположения о крайне низком уровне долговой нагрузки (около 0/8x Долг/ЕБИТДА по состоянию на 30.06.2006). Однако в 2007 году Магнит планирует увеличить объемы инвестиций в открытие новых магазинов и логистические мощности до \$400-500 млн. По нашему мнению, за счет собственных источников компания сможет профинансировать \$100-120 млн, а основная часть инвестиций будет осуществлена за счет увеличения долга.

**Прогноз Долг/ЕБИТДА
около 3x по итогам 2007 г.
у обеих компаний**

Мы ожидаем, что по итогам 2007 г. долговая нагрузка компании вырастет до 3.0x Долг/ЕБИТДА и окажется сопоставимой с показателями Х5 Retail Group. Мы не считаем такой уровень излишне высоким для 2 компаний-лидеров, т.к. увеличение долга оправдано с точки зрения укрепления позиций. Обе компании уже неоднократно продемонстрировали эффективность своих бизнес-моделей, поэтому привлечение средств на рынке не является для них проблемой.

Исходя из сравнения компаний, мы оцениваем «справедливый» спрэд бумаг Х5 (Пятерочка, Перекресток, новые выпуски Х5) в 200-220 б.п. к ОФЗ, а спрэд Магнита – в 220-240 б.п. к ОФЗ. В текущей ситуации спрэды Пятерочки представляются нам слишком широкими, а спрэды Магнита – слишком узкими:

- Магнит-1: 205 б.п. к ОФЗ;
- Пятерочка-1,2: 228-230 б.п. к ОФЗ.

**Рекомендуем
«зафиксироваться» в
выпуске Магнит-1**

На этой неделе состоится размещение выпуска Магнит-2, который, по нашим ожиданиям, предложит более высокую премию, чем первый выпуск. Поэтому мы рекомендуем зафиксировать прибыль в выпуске Магнит-1 с ориентиром 102.00-102.10% (текущая цена: 102.35% от номинала).

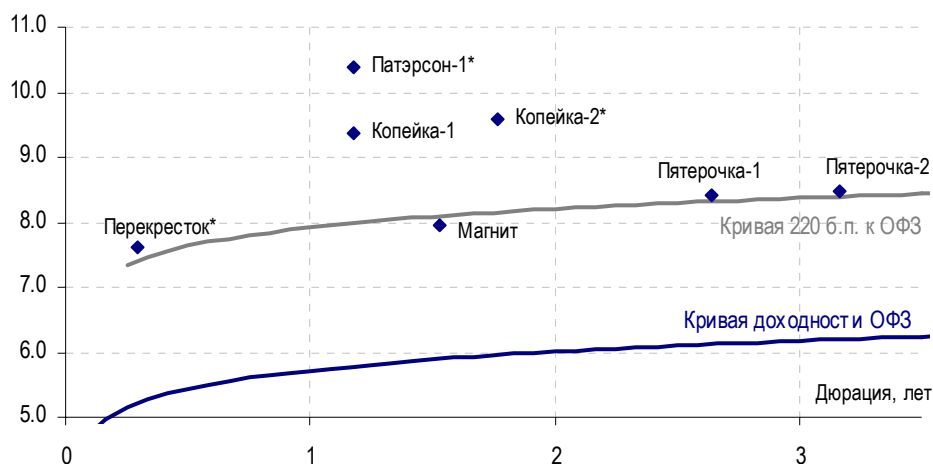
**Спрэды Пятерочки – на
историческом максимуме**

Ориентиры X5 по капитальным затратам на 2007 год не подразумевают роста долговой нагрузки, а средства от нового выпуска облигаций на сумму в 9 млрд руб. будут направлены на рефинансирование синдицированного кредита. Поэтому мы не видим фундаментальных причин для столь существенного расширения спрэдов бумаг Пятерочки по сравнению со средними значениями за 4 кв. 2006 (Пятерочка-1: 220 б.п., Пятерочка-2: 212 б.п. к ОФЗ).

Наша оценка «справедливого» спреда бумаг X5: 200-220 б.п. к ОФЗ. Поэтому мы рекомендуем покупать выпуски Пятерочки с ориентирами:

- Пятерочка-1: 109.00-109.20% (текущая цена: 108.70%);
- Пятерочка-2: 103.50-103.60% (текущая цена: 103.15%).

Доходность облигаций на 23 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Патэрсон: привлекательная доходность, приемлемое качество

**Бумаги Патэрсона
недооценены**

Среди бумаг ритейлеров «второго эшелона» одним из наиболее недооцененных выпусков представляется нам Патэрсон-1. Текущая доходность бумаги к оферте в июне 2008 г. составляет около 10.40%, что соответствует спреду к ОФЗ в размере 460 б.п. При размещении мы оценивали «справедливый» спред Патэрсона в 400 б.п. и в настоящий момент не видим причин для пересмотра этой оценки.

В качестве основных позитивных аспектов кредитного качества Патэрсона мы выделяем:

- качественную структуру облигационного займа, в которой присутствуют как розничный оператор, так и держатель недвижимости;
- приемлемый уровень долговой нагрузки: прогноз Долг/ЕБИТДА около 3х по итогам 2006 года;
- высокую инвестиционную привлекательность компании с сильными рыночными позициями в сегменте супермаркетов в крупных городах.

**Рекомендуем покупать с
ориентиром 100.50%**

Мы рекомендуем покупать облигации Патэрсона с ориентиром в 100.50% от номинала (текущая цена – около 100.00%). В силу достаточно высокого кредитного качества мы видим потенциал роста у этой бумаги. Даже если этого не произойдет, инвесторы получат достаточно привлекательную доходность за приемлемый кредитный риск при короткой дюрации бумаги.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Максим Раскоснов	mraskosnov@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	npekшева@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

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) 225 9114

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.