

# Рублевые корпоративные облигации

6 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Спрос на электроэнергетику: осторожно, спекулянты! » *стр. 3*
- Мечел: позитивный прогноз по прибыли » *стр. 5*
- Новый рейтинг ЮТК уже давно в цене облигаций» *стр. 5*

## Индикаторы

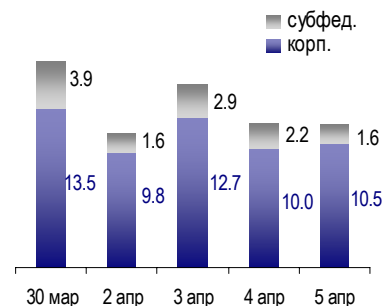
Долларов США за Евро	1.3421	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	25.9836	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.85	+ 1.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.56%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	431.2	+ 14.0
Остатки на д/с, млрд руб.	445.1	+ 4.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 216.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Размещены следующие выпуски:
  - Тюменьэнерго-2 (2.7 млрд руб.) под 7.85% годовых к оферте через 3 года
  - Холидей Финанс-1 (1.5 млрд руб.) под 11.46% годовых к оферте через 1.5 года
- ЦБ разместил ОБР-1 на 2.68 млрд руб. из 10 млрд руб. под 5.17% годовых к обратному выкупу 17 сентября 2007 года

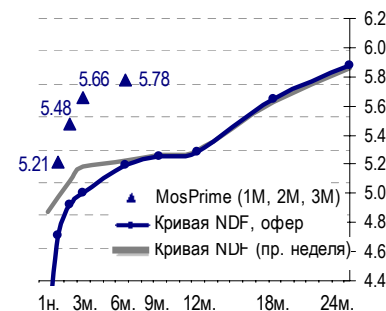
## Объем торгов на ММВБ



## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 10 апр Размещение РМК-Финанс-1 (3 млрд руб., 3 года)
- 12 апр Размещение Группа Магnezит-2 (2.5 млрд руб., оферта через 2 года)  
Размещение Екатеринбургская электросетевая компания-2 (1 млрд руб., оферта через 3 года)
- 16 апр Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 19 апр Размещение Жилсоципотека-Финанс-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)  
Размещение Заводы Гросс-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
- 20 апр Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-3	103.90	+ 35	2.4	6.81%
Сибур-1	100.55	+ 30	2.3	*7.60%
РЖД-4	100.25	+ 15	0.2	5.28%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Ленэнерго-2	101.50	+ 65	4.0	8.32%
ЮТК-4	104.00	+ 45	1.5	7.57%
Дальсвязь-2	103.79	+ 24	2.7	*7.58%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.80	- 14	2.2	6.68%
АИЖК-7	101.53	- 7	5.6	7.62%
ЛУКОЙЛ-2	101.24	- 5	2.4	6.83%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-3	101.82	- 18	1.4	7.42%
Русснефть	85.97	- 13	1.5	*20.27%
Копейка-2	99.42	- 12	1.7	*9.35%

## 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-2	05/09	Держать	100.10	100.05	7.68	1.86	177	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.60	7.47	0.86	190	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.70	101.80	7.80	1.12	211	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.25	102.20	7.64	1.14	194	200	↔
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.45	7.95	0.84	239	250	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.75	9.24	1.96	331	350	↑ 20
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.79	1.15	309	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.20	100.65	7.87	3.80	164	180	↑ 15
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.75-99.90	8.71	1.38	293	290-300	↔
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.40	100.15-100.60	8.48	2.21	249	240-260	↔
<b>Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска</b>									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.90	101.00	7.26	2.28	126	120	↓ 5
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.50	-	8.27	1.82	236	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.40	100.95	7.66	2.33	165	140	↓ 25
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.30	99.40	8.90	3.38	272	300	↑ 30
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.15	100.20-100.40	10.27	1.17	456	525-545	↑ 70-85
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.40	-	9.06	1.95	313	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.15	-	9.68	3.61	347	-	↑
<b>Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии</b>									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.75	109.55	8.36	2.61	230	200	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.65	104.10	8.29	3.14	215	200	↓ 15
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.30-103.70	8.21	1.85	230	220-240	↑

## Спрос на электроэнергетику: осторожно, спекулянты!

*Очень высокий спрос на Тюменьэнерго на размещения...*

Вчерашнее размещение Тюменьэнерго прошло более чем успешно: доходность на аукционе оказалась на 50-60 б.п. ниже предварительных ориентиров организаторов, а спрэд к ОФЗ составил около 170 б.п., что на 10 б.п. ниже нашей оценки «справедливого» уровня. Мы очень высоко оцениваем кредитное качество компании и считаем, что даже по относительно низкой доходности бумаги Тюменьэнерго останутся привлекательными для консервативных инвесторов.

*... вызвал спекулятивные покупки в других энергетических выпусках*

Одновременно с успешным размещением Тюменьэнерго был отмечен всплеск спекулятивного спроса на другие бумаги электроэнергетических компаний: МОЭСК, ОГК-5, Ленэнерго. По нашему мнению, этот спрос носит преимущественно спекулятивный характер: местные покупатели, видя существенный спрос со стороны иностранных инвесторов на долг отрасли, пытаются «обогнать» рынок. В итоге спрэды многих электроэнергетических бумаг существенно сузились, а доходности не дотягивают до «справедливых» уровней.

*Тюменьэнерго принципиально отличается от других компаний отрасли низкой потребностью в долге*

Еще раз повторимся: Тюменьэнерго радикально отличается от подавляющего большинства энергокомпаний тем, что ее потребности в долговом финансировании на ближайшие годы относительно невысоки. Специфика региона не предполагает необходимости строительства разветвленных сетей низкого напряжения, а расширение высоковольтных сетей, обеспечивающих энергией нефтяные месторождения, возможно при участии нефтяных компаний. Поэтому долговая нагрузка Тюменьэнерго в ближайшие годы будет очень сильно отставать от среднеотраслевого уровня (1х против 3-4х Долг/ЕБИТДА). Соответственно, спрос на бумаги Тюменьэнерго со стороны иностранных инвесторов имеет вполне логичное обоснование именно с точки зрения кредитного качества.

*Общий уровень долговой нагрузки отрасли будет существенно расти как до 2010 года...*

В отличие от Тюменьэнерго, большинство энергокомпаний, присутствующих на сегодняшний день на долговом рынке, в ближайшие годы будут нуждаться в новых и новых заимствованиях. Для финансирования инвестиционной программы до конца 2010 года только тепловым генкомпаниям (ТГК и ОГК), по нашим оценкам, потребуется не менее \$15 млрд нового долга. Мы не считаем, что привлечение таких сумм будет сопряжено с проблемами, однако оно логичным образом должно привести к расширению спрэдов обязательств электроэнергетиков.

*... так и после: новые планы по инвестициям: \$400-500 млрд до 2020 года*

Сегодня Ведомости и Коммерсант пишут о том, что новая генеральная схема размещения энергетических объектов, разработанная по поручению Президента РФ, потребует инвестиций в размере \$420-540 млрд. Мы прекрасно понимаем, что эта сумма отнюдь не является окончательной, однако она в целом позволяет оценить огромный масштаб долгосрочных инвестиционных потребностей отрасли. Соответственно, вряд ли стоит ожидать, что через 2-3 года предложение долга со стороны электроэнергетиков угаснет: скорее со временем оно будет разрастаться.

Мы очень позитивно оцениваем кредитные перспективы отрасли в связи с грядущей либерализацией рынка энергии и мощности (для ОГК и ТГК) и применением новых принципов ценообразования для сетевых компаний (ФСК, распределительные сети). Однако мы понимаем, что уровень долговой нагрузки отрасли в течение ближайших 10 лет будет весьма высоким. В такой ситуации мы не видим фундаментальных причин для значительного сужения спрэдов.

*В 2007 году предложение рублевых облигаций отрасли составит около 100 млрд руб.*

Рыночная аргументация также свидетельствует в пользу нашей гипотезы: по нашим оценкам, в 2007 году объем предложения рублевых облигаций отрасли составит около 100 млрд руб., а в 2008 г. он также продолжит расти. Поэтому мы считаем наблюдаемый в последние дни всплеск спроса на «электрический риск» спекулятивным и недостаточно обоснованным. На наш взгляд, различия в кредитном качестве компаний отрасли весьма существенны, и они должны отражаться в спрэдах бумаг энергокомпаний.

**МОЭСК очень сильный заемщик, но потребности в долге будут высокими**

МОЭСК является фундаментально очень сильным заемщиком с высокой рентабельностью и низкими потерями в электросетях. Однако потенциальные риски для кредитного качества МОЭСК мы видим в следующем:

- высокие инвестиционные потребности: в феврале инвестбюджет МОЭСК был увеличен с 37 до 60 млрд руб., что в любом случае потребует увеличения долга;
- плата за подключение в московском регионе пока собирается с существенным отставанием от первоначальных планов. Поэтому МОЭСК может потребоваться дополнительное привлечение средств для покрытия возможного дефицита в инвестиционном бюджете.

**«Справедливый» спрэд МОЭСК: 180 б.п., не рекомендуем покупать по текущим ценам**

Мы оцениваем «справедливый» спрэд МОЭСК в 180 б.п. к ОФЗ, что на 10-15 б.п. шире текущих уровней в 165 б.п. Поэтому мы не рекомендуем наращивать позиции в этой бумаге по текущим ценам. Наш ориентир по цене МОЭСК: 100.60-100.70% (текущая цена: 101.20% от номинала).

**Ленэнерго оценена адекватно, в 2007 г. ожидается новый выпуск**

Ленэнерго по «политической» значимости не уступает МОЭСК, но значительно отстает от нее с точки зрения операционной эффективности в силу высокого уровня потерь в электросетях компании. Мы оцениваем премию Ленэнерго над МОЭСК в 20-40 б.п. С этой точки зрения текущий спрэд Ленэнерго-2 в 207 б.п. к ОФЗ представляется вполне адекватным. Однако дальнейший рост котировок этой бумаги ограничен запланированным размещением 3го выпуска и высокими потребностями в долговом финансировании.

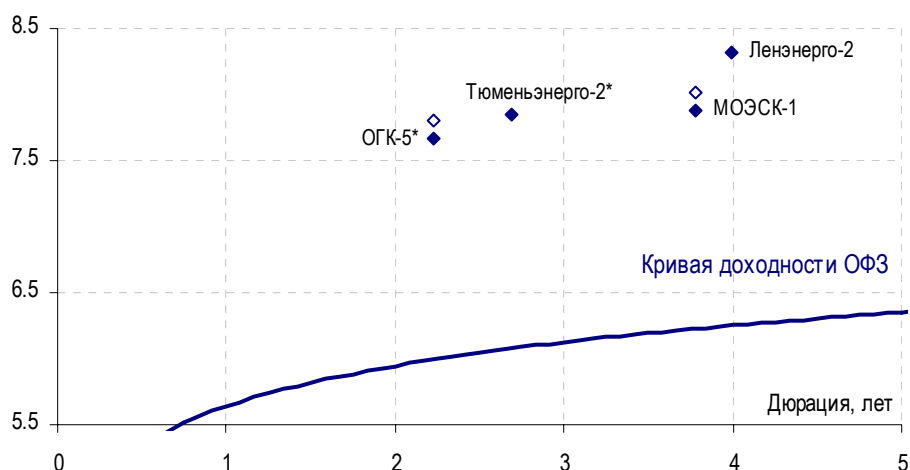
**У ОГК-5 потребности в долге также высоки**

Бумаги ОГК-5 также существенно выросли и вернулись к номиналу после длительного периода торговли в районе 99.50%. Мы также очень позитивно оцениваем кредитное качество компании, однако отмечаем, что в ближайшее время размер долга ОГК-5 также существенно вырастет. Существенным фактором поддержки для бумаг ОГК-5 могло бы стать появление Газпрома среди стратегических инвесторов компании. Однако в энергостратегии Газпрома, выдержки из которой публиковались в прессе, ОГК-5 не входит в состав потенциальных целей для приобретения.

**«Справедливый» спрэд: 180 б.п. к ОФЗ**

Мы оцениваем «справедливый» спрэд ОГК-5 в 180 б.п. к ОФЗ (текущий спрэд: 167 б.п.) и не рекомендуем наращивать позиции в этой бумаге по ценам выше номинала.

### Доходность облигаций на 5 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Мечел: позитивный прогноз по прибыли

Вчера Мечел отчитался об операционных результатах за 1-й квартал 2007 года. В целом, опубликованные результаты соответствуют позитивным ожиданиям, но не содержат сюрпризов, способных существенно повлиять на оценку кредитного качества компании.

*Рост добычи энергетических углей укладывается в стратегию компании*

В абсолютном выражении выработка энергетического угля впервые превысила добычу коксующегося угля. 30%-й рост добычи энергетического угля соответствует стратегии Мечела. Компания справедливо рассчитывает на синергетический эффект от приобретения Южно-Кузбасской ГРЭС, использующей уголь в качестве основного сырья. По мере либерализации рынка, энергетика должна превратиться в самостоятельный бизнес-сегмент группы благодаря близости к крупным потребителям.

*Увеличение доли проката в стальном сегменте, рост производства никеля*

В металлургическом сегменте позитивные результаты заключаются в увеличении доли высокомаржинальной продукции (прокат) по сравнению с менее рентабельной товарной заготовкой в структуре выпуска. Эти результаты связаны с декабрьским запуском машины непрерывного литья на Челябинском меткомбинате. Мы также отмечаем успехи Мечела в никелевом бизнесе: несмотря на скромные объемы производства (4.1 тыс тонн за 1-й квартал), он начинает играть существенную роль в денежном потоке группы. Благодаря исключительно высоким ценам на никель, доля данного сегмента в совокупной выручке может достигнуть в 2007 году 10%.

*После включения в список А1 фундаментальный потенциал роста бумаг Мечела полностью исчерпан*

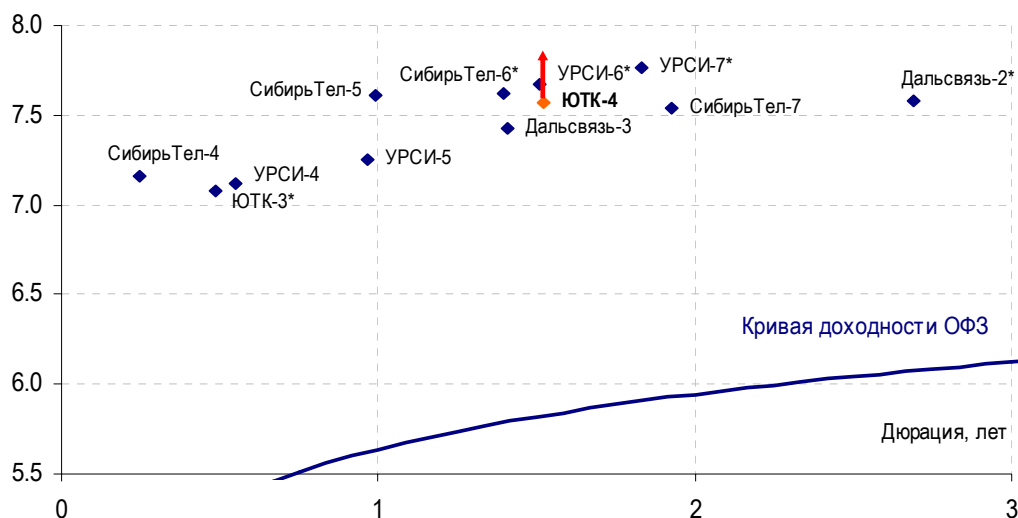
Мы придерживаемся оптимистического прогноза относительно финансовых показателей Мечела на 2007 год: повышение рентабельности происходит при стабильно низком уровне долговой нагрузки. Вместе с тем, мы отмечаем, что потенциал сужения спреда по Мечелу-2 практически исчерпан. Включение облигаций в котировальный список А1 с 3 апреля подтолкнуло цену вверх, что привело к сокращению спреда примерно на 30-35 б.п. Идея покупки бумаг, которые недавно были включены в список А1, остается очень популярной. Однако мы считаем, что в случае Мечела эта идея уже отыграна и не ожидаем дальнейшего сужения спреда.

## Новый рейтинг ЮТК уже давно в цене облигаций

*Повышение рейтинга Moody's не связано с переоценкой кредитного качества. ЮТК-4 сильно перекуплен*

Вчера Moody's повысило кредитный рейтинг ЮТК с «В3» до «В1», на что облигации компании отреагировали бурным ростом: спред ЮТК-4 сузился на 30 б.п. и составил около 175 б.п. к ОФЗ. Однако повышение рейтинга не означает переоценки кредитного качества компании, а всего лишь отражает изменение оценки фактора поддержки со стороны государства. Мы считаем, что выпуск ЮТК-4 по текущим уровням выглядит слишком переоцененным, и рекомендуем зафиксировать прибыль в этой бумаге.

### Доходность облигаций на 5 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Долговая нагрузка ЮТК еще долго будет самой высокой среди МРК Связьинвеста**

Основной слабостью кредитного профиля ЮТК остается самый высокий уровень долговой нагрузки среди МРК Связьинвеста: около 3.5x Долг/ЕБИТДА против среднего уровня в 1.5x. Причем финансовый план компании на ближайшие годы не подразумевает приоритетного сокращения долга: инвестиционные расходы в 2007-2008 гг. должны существенно вырасти по сравнению с 2005-2006 гг. Поэтому уровень долговой нагрузки ЮТК снизится до 3x Долг/ЕБИТДА, по нашим прогнозам, только к середине-концу 2008 года.

**Премия ЮТК к «сильнейшим» телекомам должна составлять 40-60 б.п.**

Мы очень позитивно оцениваем достижения менеджмента компании в 2006 году по снижению процентного бремени. Однако мы считаем, что более чем двукратный разрыв в показателях долговой нагрузки должен компенсироваться существенной премией к кривой «сильнейших» МРК. Размер этой премии мы оцениваем в 40-60 б.п., что соответствует спреду в 210-230 б.п. к кривой ОФЗ.

**Рекомендуем зафиксировать ЮТК-4 и заменить на УРСИ, Дальсвязь или Сибирьтелеком**

По нашему мнению, точечный пересмотр рейтинга Moody's не является достаточным поводом для того, чтобы бумаги ЮТК торговались на одном уровне или даже дороже, чем Сибирьтелеком, Дальсвязь или УРСИ. Поэтому мы рекомендуем зафиксировать прибыль в выпуске ЮТК-4 с ориентиром по цене в 103.30-103.40% (текущая цена: 104.00%) и переложиться в выпуски других МРК.

## 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
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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.