

# Рублевые корпоративные облигации

9 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Мосэнерго-1: изменение рекомендации » стр. 2
- РМК: на пике ценовой конъюнктуры » стр. 3
- Планы Газпрома в электроэнергетике: ОГК-5 и ТГК-1 » стр. 5

## Индикаторы

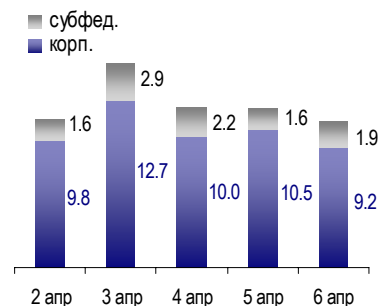
Долларов США за Евро	1.3377	- 0.3 %
Рублей за доллар США	25.9270	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.85	+ 1.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.55%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.69%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	420.4	- 10.8
Остатки на д/с, млрд руб.	546.1	+ 101.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 173.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ЗАВТРА

- Размещение РМК-Финанс-1 (3 млрд руб., 3 года)

## Объем торгов на ММВБ

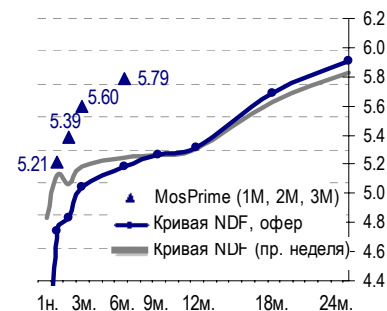


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

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
27 апр	Уплата акцизов, НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.48	+ 24	2.4	6.73%
Газпром-8	100.25	+ 4	3.9	7.05%
ГидроОГК-1	103.26	+ 3	3.6	7.32%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-2	99.90	+ 48	1.7	*9.05%
ВолгаТел-3	103.10	+ 30	2.4	7.31%
Детский Мир	100.50	+ 30	5.9	8.59%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	101.50	- 15	4.1	*7.41%
РЖД-7	102.74	- 15	4.5	7.07%
РСХБ-2	101.85	- 10	3.3	7.50%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Татэнерго	101.65	- 25	0.9	7.93%
Ленэнерго-2	101.35	- 15	4.0	8.36%
Росбанк	100.92	- 13	1.8	7.38%

## 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>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>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: после роста в последние дни бумага оценена адекватно</b>									
Мосэнерго-1	07/03	Держать	100.90	101.00	7.26	2.28	126	120	↔
<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	↑
<b>ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.</b>									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.60	103.20-103.50	7.84	1.52	202	210-230	↑ 10-30

### Мосэнерго-1: изменение рекомендации

После включения выпуска Мосэнерго-1 он практически достиг нашего ориентира по спреду в 120 б.п. к ОФЗ (текущий спред – около 125 б.п. к ОФЗ). В связи с этим мы меняем рекомендацию по этому выпуску с «покупать» на «держать». Кредитное качество компании определяется в настоящий момент скорым переходом под контроль Газпрома. Процедура допэмиссии в настоящий момент находится в завершающей фазе: текущие акционеры уже отказались от выкупа акций в рамках преимущественного права.

## РМК: на пике ценовой конъюнктуры

Завтра состоится размещение дебютного облигационного займа Русской медной компании (эмитент ООО «РМК-Финанс», 3 млрд руб., погашение через 3 года). Мы положительно оцениваем кредитный профиль группы, которая в последние три года демонстрировала впечатляющую динамику роста, главным образом, из-за исключительно благоприятной ценовой конъюнктуры на рынке меди. Позитивными факторами являются также постепенное выстраивание более понятной инвесторам корпоративной структуры и умеренная финансовая политика.

*Доля РМК на российском  
рынке медных катодов:  
18%*

Русская медная компания – вертикально-интегрированный холдинг, занимающий третье место среди российских производителей меди после «Норильского никеля» и УГМК. Рыночная доля РМК по объему производства катодной меди в России – около 18%. Медные катоды и катанка формируют около 80% совокупной выручки холдинга. Помимо медного сегмента, РМК активно развивает направление по производству цинка. Общий резерв медных, медно-цинковых и цинково-медных руд оценивается в 280 млн тонн, что по мнению компании, обеспечивает работу ГОКов на срок не менее 25 лет.

Структура группы РМК сформировалась к концу 2004 года, в результате объединения в единую цепочку производственные мощности от добычи и обогащения руды до выпуска медной катанки. Особенностью производственного цикла холдинга является то, что продукция горно-обогатительных комбинатов – прежде всего, медный концентрат – выкупается у ГОКов трейдером ЗАО «РМК» и поставляется для переработки в черновую медь на ЗАО «Карабашмедь».

Черновая медь, в свою очередь являющаяся сырьем для производства катодов, отгружается на рафинировочные предприятия (КМЭЗ, НМЗ, Уралгидромет). На всех этапах передела полуфабрикаты остаются в собственности ЗАО «РМК», однако значительные денежные потоки аккумулируются на ГОКах – прежде всего, ЗАО «Ормет», который и является сильнейшим поручителем в структуре облигационного займа.

*Финансовая прозрачность  
постепенно растет, но  
пока остается  
недостаточно высокой*

Финансовая прозрачность группы постепенно улучшается: в конце 2006 года РМК впервые опубликовала консолидированную аудированную отчетность по МСФО за 2004-2005 годы. Естественным препятствием к выпуску аудированных финансовых результатов являлись «незаконченность» структуры холдинга, значительный объем внутригрупповых операций и сделок со связанными сторонами. Однако, в целом мы позитивно оцениваем движение группы в сторону большей прозрачности и ожидаем более регулярного раскрытия консолидированных данных по мере роста использования группой рыночных источников финансирования.

Предварительная неаудированная отчетность РМК за 2006 год дает основания предполагать очень высокие финансовые результаты.

Основные финансовые показатели по управленческой отчетности за 2006 год:

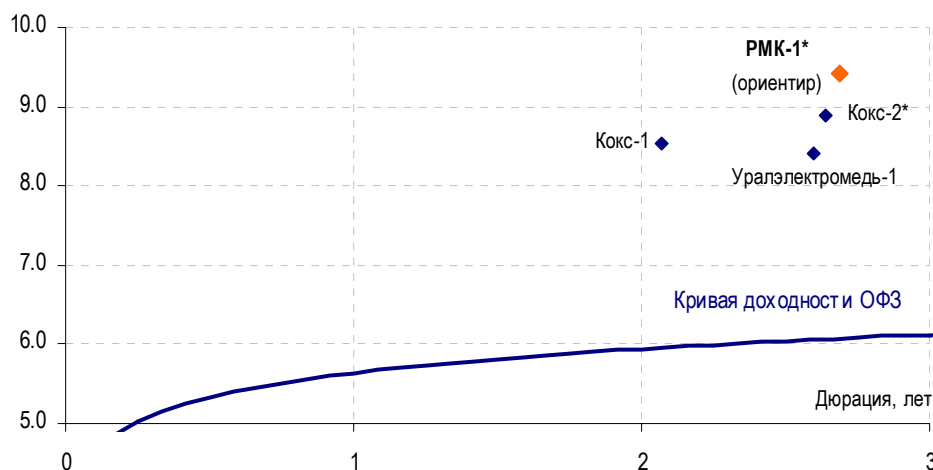
- Выручка – \$1 034.4 млн (+81% к 2005 году);
- EBITDA - \$309.3 млн (+\$201.4 млн к 2005 году);
- Рентабельность по EBITDA – 29.9% (18.8% в 2005 году).

*Финансовые показатели  
выросли вслед за ценами  
на медь, пик  
инвестиционных  
потребностей еще не  
пройден*

При столь впечатляющей динамике продаж показатели долговой нагрузки снизились в 2006 году до вполне комфортного уровня: коэффициент Долг/EBITDA составил 2.11x по сравнению с 4.5-4.6x в 2004-2005гг. Более того, представленные в инвестиционном меморандуме прогнозные значения Долг/EBITDA на три следующих года не превышают 2x. В то же время, инвестиционная программа РМК (включая инвестиции в производство цинка и увеличение добычи меди) достаточно амбициозна и оценивается в \$550 млн до 2010 года. Прогнозные показатели, по нашему мнению, очень чувствительны к ценовой конъюнктуре: потенциал продолжения цикла высоких цен на медь ограничен, при этом доля экспорта в совокупном объеме продаж РМК составила в 2006 году около 60%.

<p><b>Основной фактор финансовых результатов: динамика цен на медь</b></p>	<p>Тем не менее, мы считаем представленный в финансовом меморандуме ценовой прогноз достаточно консервативным: на 2007 год заложена средняя цена \$5500, на 2008-й - \$4417, на 2009-й - \$3987 (в среднем снижение на 10% в год). При этом, на начало 2006 года цена LME составляла около \$4500/т, к концу 2006 года цена достигла \$6000, а спотовая цена LME по данным на 5 апреля составляла \$7465/т. Мы полагаем, что целевой ориентир по рентабельности группы на 2008-2010 гг. (30% по EBITDA) выглядит реалистичным при условии, что цены на медь в ближайшие два-три года не ожидает драматическое падение. Мы также не ожидаем ухудшения показателей долговой нагрузки группы.</p>
<p><b>У структуры займа есть существенные недостатки, но она все же относительно комфортна</b></p>	<p>Структура облигационного займа предусматривает поручительства трех заводов – ЗАО «КМЭЗ», ЗАО «Ормет» и ЗАО «НМЗ». Поручители в совокупности генерируют не более половины выручки группы, однако они являются основными операционными активами, что создает определенный комфорт для потенциальных инвесторов. Отсутствие холдинговой компании в составе поручителей по облигационному займу представляется нам существенным недостатком структуры займа.</p>
<p><b>Сравниваем с Уралэлектромедью и Коксом</b></p>	<p>При оценке «справедливого» спреда мы сравниваем РМК с Уралэлектромедью и Коксом:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Группа УГМК значительно опережает РМК по физическим объемам производства, но сильно отстает по финансовой прозрачности. Уралэлектромедь является толлинговым подразделением с незначительной долей в выручке группы УГМК.</li> <li>2. РМК сопоставима с Коксом по масштабам бизнеса, но в пользу бумаг Кокса говорит более высокая степень диверсификации источников доходов и финансовой прозрачности.</li> </ol>
<p><b>«Справедливый» спред: около 300 б.п. к ОФЗ, ориентир организаторов содержит премию</b></p>	<p>Предложенный организатором ориентир по доходности облигаций «РМК-Финанс» в 9.20% (спред 330 б.п. к ОФЗ), на наш взгляд, предполагает премию к «справедливому» уровню. Мы оцениваем адекватную премию РМК к Коксу и Уралэлектромеди в 30-40 б.п., поэтому покупка бумаг РМК-Финанс представляется нам привлекательной по доходности до 9.10% (спред к ОФЗ около 300 б.п.), что соответствует ставке купона в 8.90%.</p>

#### Доходность облигаций на 6 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Планы Газпрома в электроэнергетике: ОГК-5 и ТГК-1

*ТГК-1 и ОГК-5, по неподтвержденным данным, входят в список возможных приобретений Газпрома*

В пятницу правление Газпрома одобрило стратегию в электроэнергетике, в которой, по данным прессы, определен список генкомпаний, которые потенциально могут стать объектом поглощения со стороны газового монополиста. В числе этих компаний называется ТГК-1, дебютный выпуск облигаций которой недавно был размещен. Агентство Reuters со ссылкой на неназванные источники в пятницу также сообщило о том, что ОГК-5 также остается в списке активов, интересных Газпрому.

*Пока мы склонны рассматривать эти данные как предварительные, и не включаем их в цены облигаций этих компаний*

Пока мы склонны рассматривать появляющиеся новости как неподтвержденные: информация о возможных стратегических инвесторах и цены сделок по покупке энергоактивов постоянно меняются, что не позволяет достоверно прогнозировать исход аукционов. Поэтому мы полагаем, что облигации ТГК-1 и ОГК-5 пока должны торговаться как бумаги «независимых» генераторов со спредами около 180 б.п. к ОФЗ в отличие от Мосэнерго, которая уже практически перешла под контроль Газпрома. Однако мы отмечаем, что и ТГК-1 и ОГК-5 очень хорошо вписываются в основную логику Газпрома: покупать компании с высокой долей газовой генерации в энергодефицитных регионах.

*ТГК-1 может быть интересна очень широкому кругу «стратегов»*

Впервые информация о возможной заинтересованности Газпрома во вхождении в капитал ТГК-1 появилась в середине марта 2007 г., и пока она не получила официального подтверждения. С экономической точки зрения ТГК-1 является очень привлекательным активом для широкого круга «стратегов» по следующим причинам:

- высокая эффективность, связанная со значительной долей гидрогенерации в структуре выработки электроэнергии;
- существенный энергодефицит в Северо-Западном регионе, который отражается на высоком спросе и уровне цен в нерегулируемом секторе рынка;
- сильный экспортный потенциал.

*Но в силу высокой политической значимости, Газпром выглядит весьма вероятным претендентом*

Однако высокая степень стратегической значимости ТГК-1 позволяет предположить, что государство будет уделять особое внимание вопросам состава акционеров компании. С этой точки зрения возможное появление Газпрома среди крупных акционеров компании, на наш взгляд, выглядит вполне логично.

*Конаковская ГРЭС – важный элемент в энергосистеме московского региона*

Потенциальный стратегический интерес Газпрома к ОГК-5 мы склонны объяснять значением Конаковской ГРЭС в энергоснабжении московского региона. Эта газовая станция с 2.4 ГВт установленной мощности в 2006 г. существенно увеличила загрузку с 31% до 40%. При этом Конаковская ГРЭС на сегодняшний день остается одним из самых крупных резервов мощности в московском регионе. Таким образом, возможная покупка ОГК-5 выглядит логично с точки зрения получения Газпромом высокой степени контроля в московской энергосистеме.

Остальные станции ОГК-5 уже сейчас работают при высоких уровнях загрузки мощностей и являются весьма эффективными. При этом самая крупная среди них – Рефтинская ГРЭС (3.8 ГВт установленной мощности) является угольной, а следовательно, она существенно в меньшей степени подвержена влиянию колебаний цен на энергоносители.

*Пока мы не закладываем «фактор Газпрома» в цену облигаций ТГК-1 и ОГК-5*

Несмотря на то, что возможность вхождения Газпрома в состав акционеров ТГК-1 и ОГК-5 представляется нам вполне реалистичной, пока мы не склонны закладывать этот фактор в цену облигаций этих компаний. В настоящий момент рынок энергоактивов в России является весьма конкурентным, поэтому новый акционер определяется по итогам аукциона, что вносит высокую степень неопределенности. Также мы не сбрасываем со счетов позицию ФАС, которая высказывает свое негативное отношение к масштабной скупке Газпромом акций ОГК и ТГК.

**«Справедливый» спрэд  
сильнейших генераторов:  
170-190 б.п. к ОФЗ**

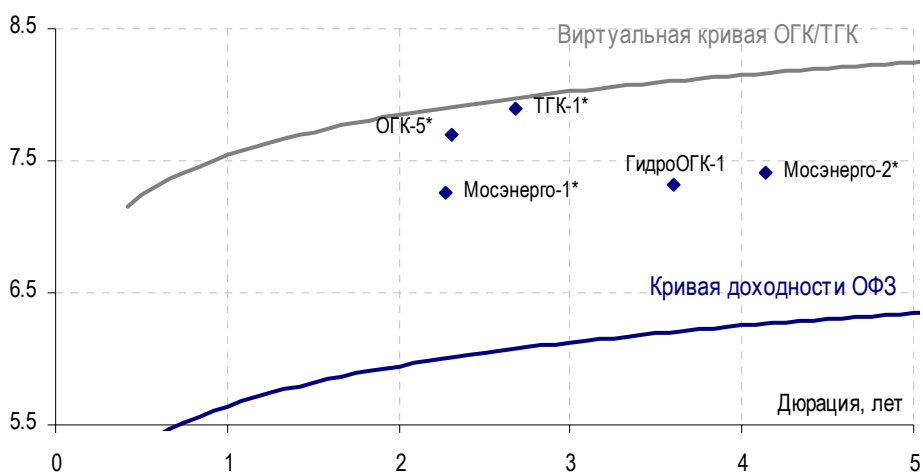
«Справедливый» спрэд бумаг ОГК-5 и ТГК-1, по нашему мнению определяется уровнем доходности на кривой сильнейших генкомпаний: спрэд около 180 б.п. к ОФЗ.

С этой точки зрения бумаги ОГК-5 по текущим котировкам около 99.90% представляются нам оцененными адекватно, однако пока мы не видим существенного потенциала роста цены в этом выпуске.

Облигации ТГК-1 были размещены со ставкой купона 7.75% на 3 года, что соответствует доходности в 7.90% и спрэду к ОФЗ в 180 б.п. по цене 100.00%. Эта оценка также представляется нам вполне адекватной для кредитного качества ТГК-1.

Оставшиеся генкомпании, которые перечислены в списках возможных интересов Газпрома (ОГК-2, ОГК-6, ТГК-3, ТГК-7, ТГК-10, ТГК-11) пока не вышли на долговой рынок. Однако в том случае, если они решат выпустить облигации, спрос инвесторов на их бумаги будет определяться в том числе возможным вхождением Газпрома в капитал этих компаний.

### Доходность облигаций на 6 апреля



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	mrasnosnov@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	npekcheva@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	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) 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.