

Рублевые корпоративные облигации

12 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ЕЭСК: интересный риск, несмотря на масштаб » стр. 3
- Магnezит: комментарий к размещению » стр. 5
- Ликвидность прирастает бюджетом » стр. 6

Индикаторы

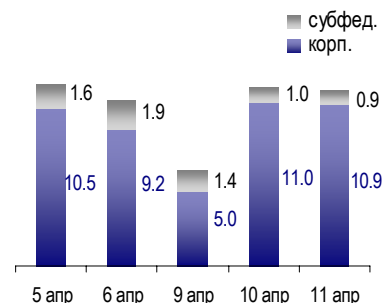
Долларов США за Евро	1.3436	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	25.9263	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 67.48	- 1.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.54%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.71%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	96	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	413.8	+ 12.8
Остатки на д/с, млрд руб.	587.4	- 26.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 20.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СЕГОДНЯ

- Размещение Группа Магnezит-2 (2.5 млрд руб., оферта через 2 года)
- Размещение Екатеринбургская электросетевая компания-2 (1 млрд руб., оферта через 3 года)
- Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)

Объем торгов на ММВБ

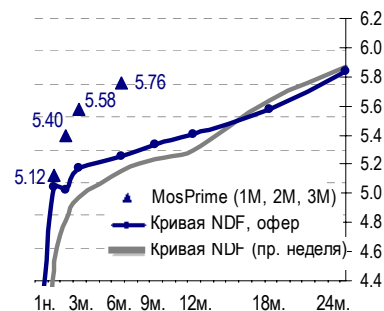


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 16 апр Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 17 апр Размещение Юниаструм Банк-2 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Размещение Финансовая компания НЧ-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- 18 апр Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (15 млрд руб., погашение в 2012 году)
- 19 апр Размещение Жилсоципотека-Финанс-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
Размещение Уфаойл-ОПТАН-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1 год)
Размещение Заводы Гросс-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	101.90	+ 19	3.3	7.48%
ФСК-2	103.59	+ 16	2.8	7.10%
АИЖК-8	101.60	+ 13	5.0	*7.51%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	100.75	+ 40	5.9	8.54%
Дальсвязь-2	103.90	+ 20	2.7	*7.54%
ЦентрТел-5	101.75	+ 20	1.3	*6.86%

Лидеры падения

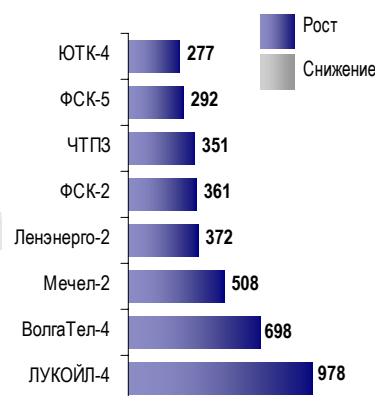
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.24	- 7	2.6	6.66%
ЛУКОЙЛ-2	101.15	- 5	2.4	6.87%
Газпром-8	100.22	- 3	3.8	7.06%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-3	101.69	- 26	0.5	*7.50%
МОИА-1	101.35	- 15	2.6	8.65%
УРСИ-4	101.60	- 9	0.5	7.13%

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-2	05/09	Держать	100.15	100.10	7.66	1.85	177	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.60	7.33	0.84	181	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.70	101.95-102.05	7.78	1.11	214	180-190	↓ 25-35
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.20	7.52	1.12	186	200	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.80	9.24	1.94	334	350	↑ 15
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.10	100.70	7.90	3.78	169	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.80-99.95	8.71	1.36	296	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.65	100.25-100.65	8.36	2.20	240	240-260	↔
Мосэнерго-1: после роста в последние дни бумага оценена адекватно									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.90	101.10	7.25	2.26	128	120	↓ 10
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.70	-	8.15	1.81	227	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.40	101.05	7.66	2.31	168	140	↓ 30
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.50	8.86	3.36	271	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.30	100.20-100.40	10.14	1.16	447	530-550	↑ 85-100
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сибкадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.40	-	9.06	1.94	315	-	↑
Сибкадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.55	-	9.56	3.59	338	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.75	109.60	8.35	2.60	231	200	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.75	104.20	8.26	3.13	214	200	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.35-103.70	8.19	1.83	231	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	103.20-103.50	7.75	1.51	196	210-230	↑ 15-35

ЕЭСК: интересный риск, несмотря на масштаб

Сегодня состоится размещение облигаций Екатеринбургской электросетевой компании (ЕЭСК, 1 млрд руб., oferta через 3 года). По масштабам деятельности ЕЭСК существенно уступает представленным на долговом рынке сетевым компаниям, но по структуре бизнеса сопоставима с ними. Основные риски компании мы связываем с изменением направлений деятельности компании в ходе реформы отрасли.

«Справедливая» премия: не менее 260-280 б.п., ориентир организатора вполне привлекателен

Несмотря на потенциальные риски, в целом мы позитивно оцениваем кредитное качество ЕЭСК. По нашему мнению, ориентир организатора по доходности (около 9.40% УТР, спред к ОФЗ: 330 б.п.) делает эту бумагу интересной для инвесторов, которых привлекает высокая доходность в качестве платы за больший риск по сравнению с крупными компаниями отрасли. Минимально приемлемую премию ЕЭСК мы оцениваем в 260-280 б.п. к ОФЗ, что соответствует УТР 8.70-8.90% и ставке купона на уровне 8.50-8.70%. Даже в случае ажиотажного спроса на бумагу мы не рекомендуем покупать ее по более низкой доходности.

ЕЭСК – региональная распределительная сетевая компания (РСК), управляющая низковольтными сетями Екатеринбурга. Основным акционером ЕЭСК с долей 91% является ОАО «Свердловэнерго», которое, в свою очередь на 65% контролируется РАО ЕЭС. Функционально ЕЭСК входит в сферу ответственности МРСК Урала и Волги.

Основное отличие от МОЭСК, Ленэнерго и Тюменьэнерго – меньший масштаб

Основными отличиями ЕЭСК от МОЭСК, Ленэнерго и Тюменьэнерго являются:

- масштаб деятельности: объемы распределяемой через сети ЕЭСК энергии более чем в 5 раз уступают Ленэнерго и более чем в 10 раз – МОЭСК и Тюменьэнерго;
- региональный статус: если более крупные компании оперируют сетями в рамках макро-региона, то в сферу деятельности ЕЭСК входят только сети Екатеринбурга;
- характеристики сети: Ленэнерго, Тюменьэнерго и МОЭСК управляют сетями высокого и низкого напряжения, в отличие от них ЕЭСК оперирует в основном низковольтными сетями.

В 2007 г. структура направлений деятельности должна измениться...

В настоящий момент ЕЭСК совмещает в своей деятельности конкурентные и монопольные функции по сбыту (ЕЭСК имеет статус гарантирующего поставщика) и распределению электроэнергии. Однако концепция реформы отрасли предполагает разделение этих видов деятельности, поэтому в течение 2007 г. ЕЭСК должна отказаться от сбытовой деятельности и сосредоточиться только на распределении энергии.

... что создает потенциальный риск снижения доходов

В связи с грядущим изменением направлений деятельности структура доходов ЕЭСК существенно изменится: в соответствии с планом компании в 2008 г. более половины выручки будет приходиться на плату за подключение к электросетям. В такой ситуации мы видим потенциальный риск для компании, связанный с тем, что поток доходов от подключения к электросетям окажется меньше запланированного. По данным прессы, в 1 квартале 2007 г. МГСК и МОЭСК столкнулись с аналогичной ситуацией.

Основные финансовые результаты ЕЭСК за 2006 г.:

- выручка: 5.1 млрд руб.;
- EBITDA: 0.7 млрд руб., маржа EBITDA: 14.5%;
- Долг: 0.1 млрд руб., Долг/EBITDA: 0.14x.

Долговая нагрузка ЕЭСК должна оставаться невысокой

До настоящего момента компания развивалась по бездолговому пути. Однако инвестиционный план компании на 2007-2009 г. составляет около 5.3 млрд руб. Более 80% от этой суммы компания планирует покрыть за счет платы за подключение к электросетям, которую она начнет собирать с 2007 года. Помимо размещаемого облигационного займа планы компании не предусматривают привлечения нового долга в течение ближайших 3 лет.

Изменение структуры доходов не должно уменьшить величину прибыли

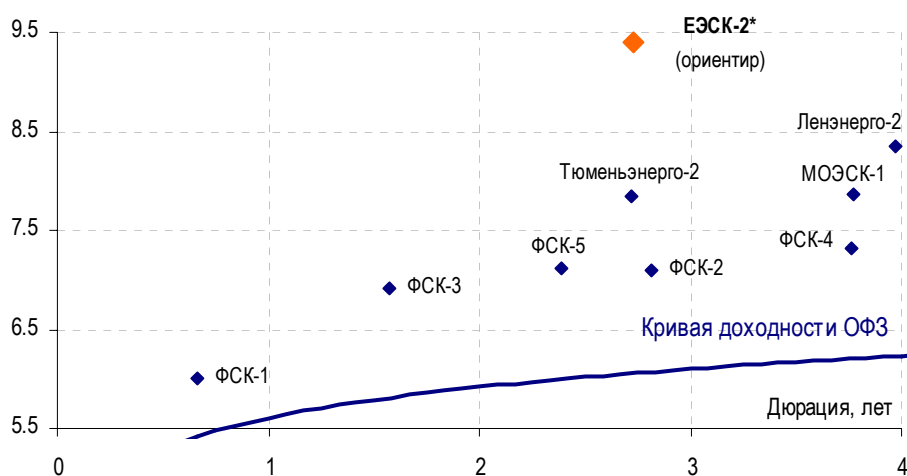
В 2006 г. ЕЭСК получала доходы как от сбытовой, так и от сетевой деятельности в рамках единого тарифа. Как мы уже отмечали, в 2007 г. структура доходов компании должна радикально измениться: ЕЭСК перестанет получать доходы от сбыта электроэнергии, но получит источник финансирования инвестпрограммы в виде платы за подключение. В 2007-2008 г., судя по всему, произойдет уменьшение выручки компании по сравнению с 2006 г., однако оно должно быть компенсировано ростом рентабельности. В результате EBITDA компании как минимум не должна уменьшиться.

Риск: возможный недобор платы за подключение

Существенным источником риска в данном случае является возможный «недобор» доходов по статье «плата за подключение». С аналогичной ситуацией в 1 квартале 2007 года столкнулись сетевые компании московского региона. При таком развитии событий компания может снижать темп финансирования инвестпрограммы, но оно все же может привести к появлению разрывов в денежных потоках компании. Однако риск относительно невелик: по данным компании на сегодняшний день у нее уже имеется очень большой портфель заявок на подключение. Мы также не проводим прямых параллелей с недобором платы за подключение у МГСК, т.к. тариф на подключение к сети ЕЭСК в 3 раза меньше московского: по нашему мнению именно дороговизна стала основной причиной снижения темпа подключения к сетям МГСК.

Важным нефинансовым фактором кредитного качества компании является ее ключевая роль для одного из крупнейших городов России – Екатеринбурга. Экономика и социальная инфраструктура города почти полностью зависят от работоспособности сетей ЕЭСК, инвестпрограмма компании также формируется совместно с местными властями. Поэтому мы предполагаем, что власти могут оказывать ЕЭСК финансовую поддержку в случае необходимости, однако мы не склонны переоценивать ее масштабы.

Доходность облигаций на 11 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЕЭСК должна предложить премию к другим сетевым компаниям

Будущие планы компании представляются нам вполне реалистичными: судя по всему, ЕЭСК в течение ближайших лет будет оставаться рентабельной компанией с невысокой долговой нагрузкой. Однако мы все же считаем, что бумаги ЕЭСК должны предлагать существенную премию к МОЭСК, Ленэнерго и Тюменьэнерго в силу регионального характера, меньшего масштаба бизнеса и стоимости компании. Приемлемый размер этой премии мы оцениваем в 80-100 б.п. Таким образом, нижняя граница «справедливого» спреда ЕЭСК, по нашему мнению составляет 260-280 б.п. к ОФЗ.

Ориентир организатора (УТР: 9.40%, спред: 330 б.п.), на наш взгляд, вполне адекватен. Мы считаем, что бумаги ЕЭСК предлагают хорошую возможность инвесторам, которые хотят приобрести долг электроэнергетической компании по более высокой доходности, чем предлагают крупнейшие компаний отрасли, которые уже представлены на рынке.

Магnezит: комментарий к размещению

**«Справедливая»
доходность по
Магnezиту-2: 9.5%**

Сегодня состоится размещение второго выпуска облигаций группы Магnezит (2.5 млрд руб., оферта через 2 года). Мы оцениваем «справедливый» спред выпуска Магnezит-2 в 310-350 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности к оферте на уровне 9.00-9.40%.

**Потенциал рынка
ограничен**

Рынок огнеупорных материалов в целом не обладает потенциалом к существенному росту, поэтому Магnezиту предстоит доказывать эффективность выбранной стратегии в условиях растущей конкуренции и консолидации отрасли.

**Основная проблема –
конкуренция с китайской
продукцией**

Основными проблемами российского рынка огнеупоров являются, с одной стороны, отставание от ведущих зарубежных производителей в части сортамента и качества выпускаемой продукции, а с другой – поток более дешевой (хотя и менее качественной) китайской продукции. Волна модернизации производственной базы черной металлургии сопровождается переходом на огнеупоры более длительного срока эксплуатации, а использование новых технологических приемов позволяет снизить удельный расход огнеупоров.

**После нескольких
успешных лет возможно
сокращение спроса**

В долгосрочной перспективе это может привести к снижению спроса на основную продукцию Магnezита, хотя в 2004-2006гг. благоприятная конъюнктура на рынке стали позволила компании демонстрировать рост выручки и сохранять сравнительно высокий уровень операционной рентабельности.

Основные финансовые показатели Группы Магnezит (по данным неаудированной управленческой отчетности за 2006г.

- Выручка 12.5 млрд руб. (+17% к 2005 году)
- EBITDA 3.0 млрд руб.; маржа EBITDA 24%
- Долг 4.9 млрд руб.; Долг/EBITDA 1.6x

**Инвестиции необходимы,
но невозможны без роста
долговой нагрузки**

По нашим прогнозам, долговая нагрузка компании продолжит увеличиваться по мере реализации инвестиционной программы, которая оценивается в 6.9 млрд руб. на 2007-2010гг. Потребности в финансировании инвестпрограммы за счет внешних источников на 2007-2008 г. оцениваются группой в 3.9 млрд руб., поэтому мы полагаем, что в ближайшие 2 года показатель Долг/EBITDA не превысит 3x. В то же время, мы не исключаем дополнительного привлечения долговых ресурсов для финансирования возможных поглощений мелких игроков и последующей модернизации приобретенных активов.

**Финансирование также
потребуется акционерам
- для сделок M&A**

В апреле 2007г. группа уже объявила о покупке Раздолинского периклазового завода. Завод расположен в непосредственной близости от разрабатываемого группой месторождения «Голубое». Менеджмент группы рассчитывает, что реконструкция завода позволит снизить расходы на транспортировку сырого магнезита и откроет доступ к новому для группы сегменту - электротехническому. Мы считаем возможными аналогичные сделки в будущем.

**Конфликт акционеров
ЮТС не должен
отразиться на Магnezите**

Кроме того, акционерам группы могут потребоваться средства на выкуп доли миноритариев в другом контролируемом ими активе – ЮТранзитсервисе (ЮТС). Мы не ожидаем существенных негативных последствий от этой сделки для кредитного профиля Магnezита, т.к. оценочная стоимость выкупаемой доли не превышает \$25 млн. Мы также отмечаем, что окончательное разрешение конфликта вокруг ЮТС снизит репутационные риски акционеров Магnezита. Сделка должна быть закрыта до конца апреля 2007г.

**Структура займа
относительно
комфортна**

Структура облигационного займа достаточно проста и соответствует организационной – эмитентом является ООО «Группа «Магнезит», которое совмещает функции холдинговой компании и трейдера на внутреннем рынке, являясь также основным центром прибыли группы. В качестве поручителя выступает ООО «Комбинат «Магнезит», основной операционный актив, обеспечивающий около 88% от общего объема производства группы и примерно 40% от совокупной выручки. Таким образом, кредитная база выпуска покрывает основные денежные потоки группы.

У Магнезита нет прямых аналогов на долговом рынке, а первый выпуск компании имеет очень короткую дюрацию (0.2 года). Поэтому в качестве базового ориентира по доходности сегодняшнего размещения мы используем исторический спрэд выпуска Магнезит-1: 320-340 б.п. к ОФЗ. Эта оценка представляется нам вполне адекватной премией за кредитное качество компании.

Ориентир организатора по ставке купона составляет 9.20-9.40%, что соответствует УТР: 9.40-9.60% (спрэд к ОФЗ: 350-370 б.п.) и в целом соответствует нашим представлением о «справедливой» доходности. Минимально приемлемый спрэд Магнезита, на наш взгляд, составляет около 310 б.п. (УТР: 9.00%) – при более низкой доходности бумаги Белона и Амурметалла выглядят предпочтительней.

Ликвидность прирастает бюджетом

Вчера Минфин опубликовал отчет об исполнении федерального бюджета за 1кв2007. Основные параметры, имеющие значение для долгового рынка:

- в 1 квартале сбор доходов существенно отставал от бюджетной росписи;
- в банковской системе остается значительный «навес» неиспользованной ликвидности, поступившей из бюджетных источников.

**Недобор по доходам
связан со снижением
нефтяных цен и не
является существенным**

Снижение цен на нефть в 4кв2006 логичным образом привело к уменьшению нефтяных доходов бюджета в 1кв2007. В итоге «недобор» налоговых и таможенных доходов относительно плана за январь-март составил около 150 млрд руб (9.6% от плана). Эта ситуация не выглядит сколько-нибудь значимой с точки зрения макроэкономической стабильности: восстановление цен на нефть должно компенсировать отставание от бюджетного плана уже во 2-3 квартале. Более того, финансирование расходов бюджета в 1 квартале также исполнялось с 6.7% отставанием от утвержденного плана.

**«Бюджетный» навес
ликвидности: \$10 млрд**

Еще один существенный момент: объем профинансированных, но неисполненных расходов бюджетополучателей, который составил около 270 млрд руб. По сути эта сумма представляет собой величину средств, которая уже поступила на счета бюджетополучателей, но еще не была израсходована ими. Таким образом, основная часть этих средств уже увеличила ликвидность банковской системы.

Мы отмечаем, что в 2007 г. бюджетный «навес» разрастается существенно быстрее, чем в 2006 г.: в прошлом году сумма неисполненных расходов достигла \$10 млрд только по итогам полугодия. В связи с этим мы полагаем, что дальнейший приток бюджетных средств в банковскую систему будет более плавным, чем в 2006 году.

**Ждем оттока рублей в
связи с аукционами по
ЮКОСу**

Вчера закончился 2-недельный срок оплаты активов, приобретенных на 1ом аукционе по продаже имущества ЮКОСа. Судя по заявлениям конкурсного управляющего, погашение обязательств перед кредиторами должно начаться в ближайшее время. Поэтому мы сохраняем ожидания относительно скорого и значительного оттока рублей на счета ФНС, которая является крупнейшим кредитором нефтяной компании.

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.