

# Рублевые корпоративные облигации

19 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- X5 Retail: МСФО есть, ждем рейтинговых решений » *стр. 3*
- Мосэнерго, Ленэнерго: новые рекомендации » *стр. 5*
- Интегра-1,2: доходности требуют корректировки » *стр. 6*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3607	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	25.7484	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.56	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.52%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.64%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	97	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	466.0	+ 54.1
Остатки на д/с, млрд руб.	702.4	- 24.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 24.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

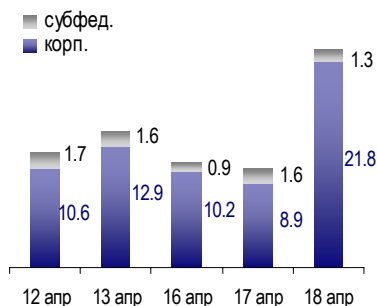
### СКОРО

- Размещение дебютного выпуска КД Авиа (1 млрд руб., 3 года) планируется 25 апреля

### ВЧЕРА

- Минфин разместил ОФЗ-ПД 26199 на 14.9 млрд руб. из 15 млрд руб. под 6.30% годовых к погашению в 2012 году

## Объем торгов на ММВБ

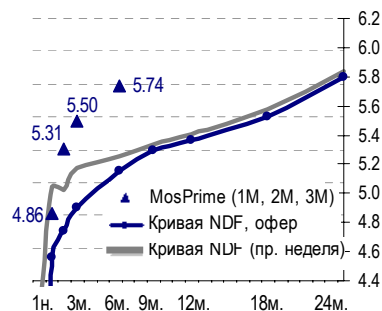


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 19 апр Размещение Мосмарт Финанс-1 (2 млрд руб., оферта через 1 год)  
 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)  
 Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
- 20 апр Размещение Банк Русский Стандарт-8 (5 млрд руб., оферта через 1.5 года)  
 Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	99.82	+ 17	3.3	7.28%
ГидроОГК-1	103.44	+ 14	3.6	7.26%
ОГК-5	100.15	+ 10	2.3	*7.57%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	99.65	+ 15	0.9	9.07%
ВолгаТел-4	101.75	+ 5	2.2	*7.38%
Копейка-2	99.75	+ 5	1.7	*9.14%

## Лидеры падения

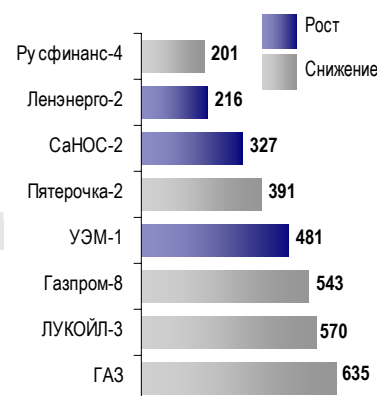
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.05	- 15	2.3	6.91%
АИЖК-8	101.65	- 5	5.0	*7.50%
АИЖК-7	102.10	- 3	5.8	7.52%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.55	- 22	2.2	7.72%
ВБД-2	103.51	- 19	3.1	8.03%
Сибкадем-3	101.77	- 13	1.9	8.85%

## 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 спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
<b>Трубные компании</b>									
ТМК-2	05/09	Держать	100.25	100.15	7.59	1.83	173	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.25	0.82	175	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	102.05	7.62	1.09	199	180	↓ 20
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.40	102.40	7.44	1.10	180	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.85	9.19	1.92	330	350	↑ 20
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.50	100.75	7.78	3.76	159	180	↑ 20
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.85-99.95	8.71	1.34	298	290-300	↔
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.70	100.25-100.65	8.33	2.18	238	240-260	↔
<b>Мосэнерго-1: после роста в последние дни бумага оценена адекватно</b>									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.95	101.10	7.23	2.24	127	120	↓ 5
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.80	-	8.08	1.79	222	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.05	7.55	2.29	158	140	↓ 20
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.50	8.83	3.34	268	300	↑ 30
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.50	100.20-100.40	9.95	1.14	431	535-555	↑ 105-120
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Смбакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	8.89	1.92	300	-	↑
Смбакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.80	-	9.49	3.58	332	-	↑
<b>Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии</b>									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.00	109.85	8.24	2.58	221	190	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.85	104.50	8.22	3.11	211	190	↓ 20
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.35-103.70	8.17	1.82	231	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	103.70	103.20-103.50	7.72	1.49	195	210-230	↑ 15-35

## X5 Retail: МСФО есть, ждем рейтинговых решений

*Долговая нагрузка: около 2.8x, ожидаем позитивных шагов от рейтинговых агентств*

Вчера X5 Retail Group опубликовала аудированную отчетность за 2006 год. За исключением особенностей консолидации компаний в результате сделки M&A, все показатели практически точно совпадают с предварительно объявленными управленческими результатами. Уровень долговой нагрузки по итогам 2006 г. составил 2.8x по показателю «Чистый Долг/pro-форма EBITDA до разовых опционных расходов». Финансовые показатели X5, на наш взгляд, вполне укладываются в ориентиры рейтинговых агентств, поэтому мы ожидаем, что в течение 2007 г. S&P отзовет негативный прогноз по рейтингу компании, а Moody's вернет рейтинг X5 на уровень Ba3 после снижения летом 2006 г.

Одним из основных вопросов при оценке финансового состояния X5 является выбор показателя, который наиболее адекватно позволяет оценить уровень долговой нагрузки. Мы предпочитаем пользоваться именно соотношением «Чистый Долг/pro-форма EBITDA до разовых опционных расходов» по следующим причинам:

- компания активно вовлечена в сделки M&A и реструктурирует кредитный портфель приобретаемых активов, поэтому значительные остатки денежных средств могут использоваться для погашения «неудобных» долгов. Так, на 30.12.2006 остаток денежных средств на балансе X5 составлял \$168 млн;
- мы используем показатели pro-форма, т.к. они учитывают финансовый результат Пятерочки и Перекрестка за весь календарный год, в то время как «базовая» отчетность включает результаты Пятерочки только с 18 мая 2006;
- мы корректируем величину EBITDA на сумму расходов на закрытие опционной программы Пятерочки (около \$65 млн), т.к. эти расходы носят разовый характер и по сути являются продолжением сделки по слиянию компаний.

Основными финансовыми результатами 2006 г. для X5 стали повышение рентабельности (EBITDA Margin выросла на 0.4 п.п) при удержании долговой нагрузки в приемлемых рамках. Рентабельность компании выросла в основном за счет повышения валовой маржи на 2.5 п.п., однако и операционные расходы существенно увеличились, поэтому влияние на маржу EBITDA оказалось не столь заметным.

*Товарные кредиты поставщиков расширяют спектр источников финансирования*

В 2006 г. одним из ключевых источников финансирования для X5 помимо долга стали товарные кредиты от поставщиков: получая товар на условиях отсрочки платежа на 1-2 месяца, компания имеет возможность финансировать инвестиции за счет поставщиков. По состоянию на конец 2005 г. разность между обязательствами перед поставщиками составляла около \$50 млн, а к концу 2006 г. она выросла до \$340 млн. В условиях динамичного расширения бизнеса X5 возможность использования товарного кредита постоянно расширяется, т.о. компания получает бесплатное фондирование.

*X5 активно работает с долгом приобретаемых компаний*

Еще один интересный момент, который мы отмечаем в отчетности X5 за 2006 г.: активная политика по работе с долгом приобретаемых компаний. Так, если по состоянию на конец 2006 г. банковский долг сети Меркадо составлял около \$105 млн по ставке 11-16%, то уже в январе 2007 г. этот долг был рефинансирован. Таким образом, финансовая стратегия X5 по уменьшению процентной нагрузки и максимальному расширению источников фондирования приносит реальные успехи.

*Ожидаем, что S&P изменит прогноз по рейтингам X5, а Moody's вернет их на уровень лета-2006*

Мы продолжаем считать X5 самой сильной с точки зрения кредитного качества компанией среди российских ритейлеров. Не в последнюю очередь на такую оценку влияет и одобренная недавно советом директоров компании доплата акций на сумму около \$1 млрд. По нашему мнению, удержание долговой нагрузки в рамках ориентиров рейтинговых агентств в сочетании с привлечением акционерного капитала на такую крупную сумму, являются достаточными причинами для принятия рейтинговых решений в уже в этом году:

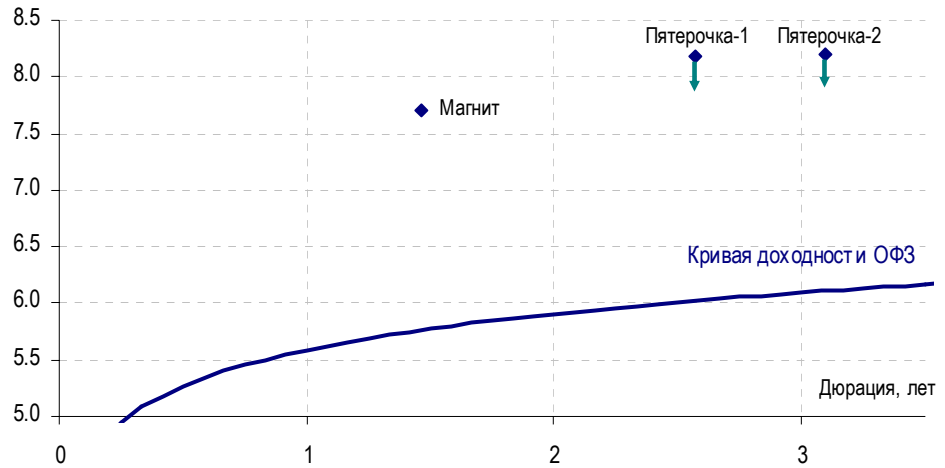
- мы ожидаем, что S&P пересмотрит прогноз по рейтингам X5 с негативного на стабильный;
- несмотря на более консервативный подход Moody's, мы все же предполагаем, что агентство вернет рейтинг X5 на уровень Ba3, который был присвоен Пятерочке до объявления о сделке с Перекрестком.

**Потенциал роста в обоих выпусках Пятерочки сохраняется**

Наша оценка «справедливого» спреда X5 составляет 180-200 б.п. Несмотря на заметный рост котировок бумаг Пятерочки в течение последних недель, мы все еще видим потенциал роста в обоих выпусках компании. Поэтому мы сохраняем нашу рекомендацию «покупать» Пятерочку со следующими ориентирами по цене:

- Пятерочка-1: 109.80% (текущая цена: 109.10-109.20%);
- Пятерочка-2: 104.50% (текущая цена: 103.90%).

### Доходность облигаций на 18 апреля

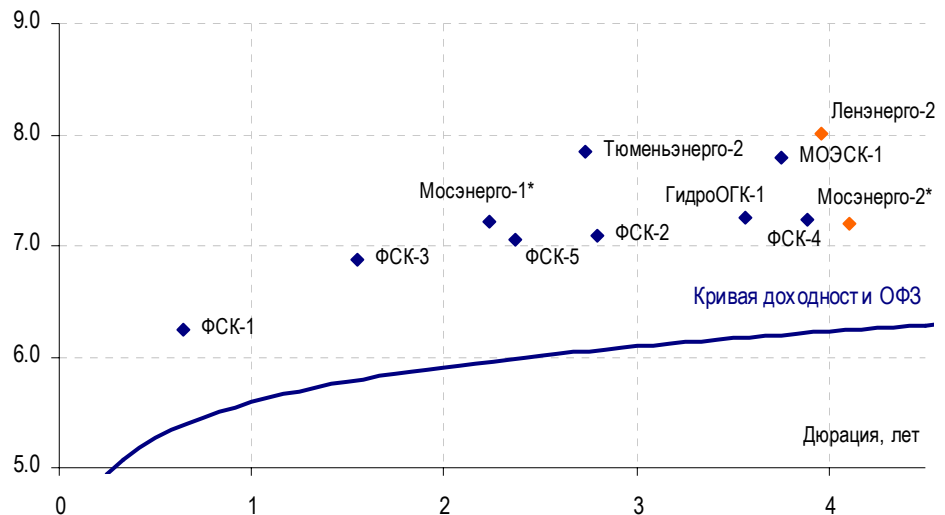


Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Мосэнерго, Ленэнерго: новые рекомендации

В течение последних недель наблюдается очень высокий «точечный» спрос в ряде электроэнергетических выпусков. В результате доходности бумаг Мосэнерго и Ленэнерго заметно деформировались.

### Доходность облигаций на 18 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Мосэнерго-2 явно переоценен по сравнению с Мосэнерго-1 и ФСК**

На наш взгляд, «длинный» выпуск Мосэнерго-2 явно переоценен. По текущим ценам (102.00-102.30% от номинала) он торгуется без премии к более короткому Мосэнерго-1 несмотря на разницу в дюрациях почти в 2 года. Доходность Мосэнерго-2 выглядит неадекватно низкой еще и по той причине, что спред этой бумаги (95-100 б.п. к ОФЗ) сравнялся со спредом длинного выпуска ФСК-4 (около 100 б.п. к ОФЗ). Исходя из фундаментальных предпосылок, спред Мосэнерго к ФСК должен составлять около 20 б.п.

**«Фиксировать» прибыль в Мосэнерго-2 с ориентиром 101.40-101.50%**

Мы рекомендуем фиксировать прибыль в выпуске Мосэнерго-2 с ориентиром по цене 101.40-101.50% (текущая цена: 102.00-102.30%) и замещать его на бумаги ГидроОГК, ФСК или выпуск Мосэнерго-1.

**Ленэнерго-2 также существенно перекуплен**

Очень высокий спрос также заметен и в выпуске Ленэнерго-2: с момента выхода на вторичные торги в начале апреля цена этой бумаги выросла до 102.60%, а ее спред сузился до 180 б.п. к ОФЗ. Мы считаем бумаги Ленэнерго существенно переоцененными и рекомендуем фиксировать прибыль во 2ом выпуске компании:

- Ленэнерго существенно уступает МОЭСК и Тюменьэнерго по операционной эффективности и при этом характеризуется более высокой долговой нагрузкой;
- Инвестпрограмма Ленэнерго составляет 135 млрд руб. до 2010 г. При этом 2007-2009 г. будут для компании пиковыми с точки зрения увеличения долга. По нашему мнению, Ленэнерго придется очень много занимать для финансирования столь масштабных инвестиций;
- Допэмиссия в пользу администрации СПб, конечно, принесет компании денежные средства. Однако мы полагаем, что получение городом крупного пакета акций компании будет диктовать Ленэнерго необходимость строительства новых сетей вне зависимости от собираемости платы за подключение.

**Рекомендуем зафиксировать прибыль в Ленэнерго-2 и дождаться третьего выпуска**

Мы рекомендуем зафиксировать прибыль в выпуске Ленэнерго по текущим «заоблачным» ценам и дождаться размещения выпуска Ленэнерго-3, намеченного на конец апреля. Наш ориентир по цене Ленэнерго-2: 101.20-101.40%, оценка «справедливого» спреда облигаций компании: 200-220 б.п. к ОФЗ.

## Интегра-1,2: доходности требуют корректировки

### Явный дисбаланс между выпусками Интегры

В последние недели мы отмечаем очевидный ценовой дисбаланс между двумя выпусками облигаций Интегры. Второй выпуск, имеющий более длинную дюрацию, торгуется с доходностью к оферте 9.3% (спрэд к ОФЗ 330 б.п.), тогда как спрэд первого выпуска составлял около 400 б.п. к ОФЗ, что гораздо в большей степени соответствует нашему представлению о «справедливом» уровне спрэдов для Интегры.

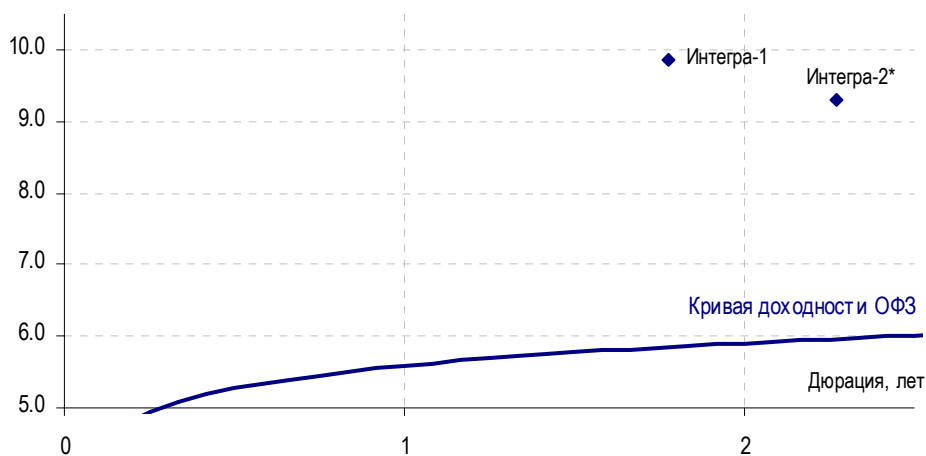
По нашему мнению, существующая деформация кривой доходности Интегры слишком велика, чтобы ее можно было объяснить более низкой ликвидностью 1-го выпуска. Мы полагаем, что взлет цены второго выпуска (103.65 по вчерашнему закрытию) в значительной степени объясняется эйфорией, которая появилась у инвесторов на новостях об успешном IPO Интегры, и, по всей видимости, продолжается до сих пор.

Мы достаточно критически оцениваем потенциал спекулятивного спроса в Интегре-2. По фундаментальным критериям текущий уровень доходности выпуска, на наш взгляд, значительно ниже «справедливого» уровня. Мы не считаем, что успех IPO радикально улучшает оценку кредитного качества компании, и вновь подчеркиваем относительную слабость структуры обеспечения по обоим выпускам.

### Рекомендуем зафиксировать Интегра-2 и заменить его на Интегра-1

Мы рекомендуем зафиксировать прибыль в выпуске Интегра-2 с ориентиром 102.00-102.40% и переложиться в более доходный первый выпуск. В целом облигации Интегры по текущим уровням представляются нам существенно перекупленными.

### Доходность облигаций на 18 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	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	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	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.