

# Рублевые корпоративные облигации

26 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Связь-банк: комментарий к размещению » *стр. 3*
- Северсталь-авто: самый эффективный автомобилестроитель » *стр. 5*
- Мосэнерго: в ожидании допэмиссии » *стр. 6*

## Индикаторы

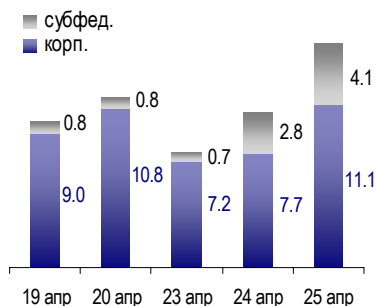
Долларов США за Евро	1.3575	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.7677	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.19	+ 2.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.50%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.58%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	94	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	433.5	- 49.3
Остатки на д/с, млрд руб.	673.0	- 29.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 137.5	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Дебютный выпуск ВАО Интурист (1 млрд руб.) размещен под 9.20% годовых к погашению через 3 года
- Размещен Ленэнерго-3 (3 млрд руб.) под 8.18% годовых к погашению через 5 лет
- Выпуск КД Авиа-Финансы-1 (1 млрд руб.) размещен под 13.42% годовых к оферте через 1 год

## Объем торгов на ММВБ

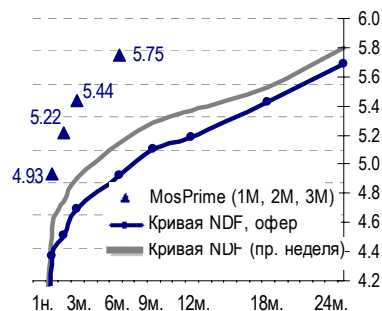


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 26 апр Размещение дебютного выпуска ОГК-6 (5 млрд руб., оферта через 3 года)  
Размещение Связь-Банк-1 (1 млрд руб., оферта через 2 года)  
Размещение Пивдом-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)  
Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
- 27 апр Уплата акцизов, НДС
- 28 апр Уплата налога на прибыль
- 2 мая Аукцион ОФЗ-ПД 25061 (11 млрд руб., дюрация 2.8 лет)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	101.39	+ 34	5.4	7.09%
РЖД-7	103.00	+ 20	4.5	7.01%
ЛУКОЙЛ-4	101.53	+ 13	5.2	7.23%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Росбанк	101.05	+ 33	1.7	7.28%
УЭМ-1	100.85	+ 25	2.6	*8.06%
ВБД-2	104.00	+ 25	3.1	7.86%

## Лидеры падения

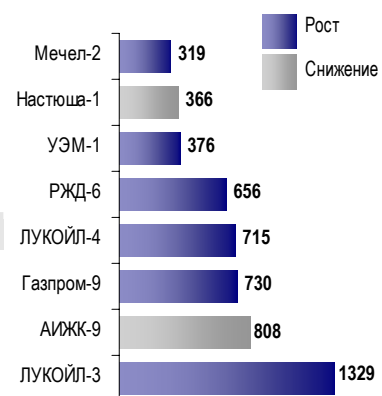
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-5	99.94	- 6	2.3	*7.67%
Газпром-4	104.29	- 1	2.5	6.62%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Зенит-3	100.25	- 25	0.5	*8.12%
НК Альянс-1	100.90	- 20	2.2	*8.67%
МОЭСК-1	101.37	- 11	3.7	7.82%

## 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	100.40	100.05	7.50	1.81	160	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.55	7.23	0.80	165	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.90	101.95	7.54	1.07	185	180	↓ 5
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.40	102.30	7.40	1.09	170	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	99.75	9.02	1.90	309	350	↑ 40
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.40	100.70	7.81	3.74	161	180	↑ 20
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.75	99.75-99.90	8.79	1.32	301	290-300	↔
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.70	100.20-100.60	8.32	2.16	235	240-260	↔
<b>Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома</b>									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.95	101.00	7.22	2.22	123	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	102.05	101.35	7.26	4.10	102	120	↑ 20
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.96	1.77	206	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.00	7.55	2.27	155	140	↓ 15
<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	3.32	267	300	↑ 35
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.60	100.20-100.40	9.86	1.12	415	530-550	↑ 115-135
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	8.88	1.90	295	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	103.00	-	9.43	3.73	323	-	↑
<b>Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии</b>									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.05	109.75	8.20	2.56	215	190	↓ 25
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.95	104.45	8.18	3.09	206	190	↓ 15
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.25-103.60	8.15	1.80	225	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	103.10-103.35	7.69	1.47	187	210-230	↑ 25-45

## Связь-банк: комментарий к размещению

**Высокие темпы роста, тесные отношения с Почтой России и Связьинвестом**

Сегодня состоится размещение облигационного займа Связь-банка (Moody's B2, объем выпуска 2 млрд руб., оферта через 2 года). По размеру активов и капитала Связь-банк входит в Топ-40 российских банков. 45.1% акций банка принадлежит ОАО «РТК-Лизинг», крупнейшей частной лизинговой компании России. Банк демонстрирует очень высокие темпы роста, главным образом, благодаря тесным партнерским отношениям с ФГУП «Почта России» и компаниями холдинга Связьинвест.

В последние три года Связь-банк фактически находился в процессе реструктуризации. Мы позитивно оцениваем усилия менеджмента банка, направленные на преобразование низкоэффективного бизнеса в современный диверсифицированный финансовый институт. Однако динамика показателей рентабельности и достаточности капитала банка пока выглядит недостаточно убедительно.

**Ориентир в 9.20% УТР выглядит адекватно**

По нашему мнению, этап реформирования банка пока не пройден, и, несмотря на впечатляющий рост бизнеса в абсолютных величинах, мы осторожно оцениваем его кредитный профиль в среднесрочной перспективе. Предложенный эмитентом ориентир по ставке купона 9% (соответствует УТР 9.2%), на наш взгляд, адекватен текущему кредитному качеству банка.

### Основные показатели Связь-банка по МСФО (млн руб.)\*

Год	Совокупные Активы	Собственный Капитал	Кредитный портфель, нетто	Чистая прибыль	Норматив Н1	ROAE
2005	30 391	1 929	13 538	84	10.5%	4.4%
2006	62 530	4 782	25 855	85	10.4%	2.5%

\* расчеты Райффайзенбанка по данным предварительной неаудированной отчетности за 2007г.

**Рост в 2006 г.: более, чем в 2 раза**

Финансовые результаты Связь-банка за 2006 г. по МСФО доступны в обобщенной форме как часть инвестиционного меморандума. Активы банка более чем удвоились за 2006 г., собственный капитал (без учета субординированных кредитов) увеличился в 2.5 раза. Мы отмечаем, что рост активов не был равномерным: ключевые показатели резко увеличились в 4-м кв 2006 г. Неравномерность роста была обусловлена значительным притоком клиентских средств в последнем квартале (+54%), что, по всей видимости, связано с отраслевой структурой клиентской базы.

**Невысокая достаточность капитала, избыток ликвидности**

Капитал банка также был увеличен в конце года за счет новой эмиссии, что позволило удержать норматив достаточности капитала на уровне чуть выше минимально допустимых 10%. При этом кредитный портфель банка несколько отставал по темпам роста, что привело к локальному избытку ликвидности и размещению значительной части активов в ценные бумаги. В результате, доля портфеля ценных бумаг в совокупных активах банка превысила 30%. Неудивительно, что торговые операции сформировали существенную часть доходов банка по итогам 2006 года.

**Низкая рентабельность, прибыль очень сильно зависит от результата по операциям с ценными бумагами**

В целом, быстрый и несколько непропорциональный рост бизнеса банка снижает возможности для прогнозирования его показателей. В связи с этим, мы также обращаем внимание на следующие особенности кредитного профиля Связь-банка:

- Несмотря на рост активов, рентабельность банка остается очень низкой, о чем наглядно свидетельствует показатель доходности на капитал (2.5%).
- Низкая прибыль ограничивает возможность поддержания достаточности капитала за счет внутренних ресурсов, т.е. потенциальный рост бизнеса зависим от планов акционеров по дополнительным «инъекциям» капитала.
- Резкий рост портфеля ценных бумаг обеспечивает банку дополнительную гибкость в управлении ликвидностью за счет механизма репо, но в то же время повышает риск волатильности доходов в будущем.

Низкая рентабельность банка связана, по всей видимости, с затратами на перестройку и развитие филиальной сети. Отношение операционных расходов к доходам банка практически не изменилось в 2006 году и остается сравнительно высоким: 72-74%. Более того, чистый доход от ключевого бизнеса Связь-банка – корпоративного кредитования, по нашим оценкам, не компенсирует операционные затраты банка. Мы еще раз подчеркиваем, что положительный финансовый результат был достигнут, в основном, за счет торгового дохода по операциям на рынке акций и процентного дохода по портфелю облигаций.

**Кредитный портфель:**  
низкая просрочка, но высокая концентрация

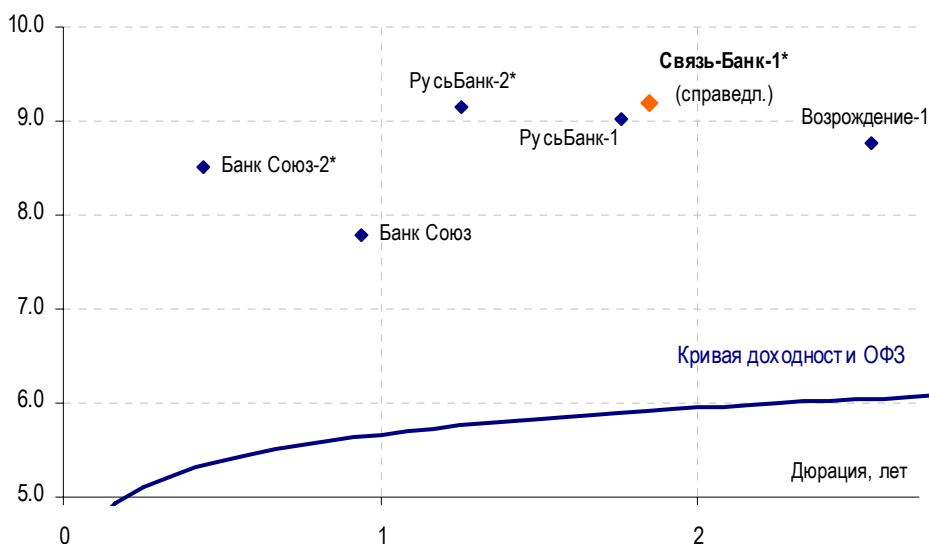
Качество активов Связь-банка мы оцениваем как достаточно высокое. Доля просроченных кредитов по данным РСБУ не превышает 1%, а провизии по МСФО находились в 2006 году в пределах 5% от выданных кредитов. Существенная доля портфеля приходится на заемщиков, представляющих отрасль финансовых услуг (включая лизинг) – в 2005 году на нее приходилось около 21% от выданных кредитов. На отрасль связи, по данным инвестиционного меморандума, приходится около 30% активов и 38% пассивов банка. Агентство Moody's, присвоившее банку рейтинг B2 в ноябре 2006 года, отмечает высокую концентрацию в телекоммуникационном секторе как один из основных рисков банка.

**Стратегия на развитие ритейла совместно с Почтой России**

Стратегия банка предполагает агрессивную экспансию в розничный сегмент, в т.ч. увеличение портфеля розничных кредитов до \$2.8 млрд к 2009 году (по данным на конец 2006 г. – около \$50 млн) — за счет быстрого роста числа точек продаж до более чем 900. Реализация масштабной розничной программы будет во многом зависеть от эффективности сотрудничества банка с «Почтой России». В целом, мы считаем эти планы выполнимыми при условии активной поддержки со стороны акционеров и отраслевых партнеров банка.

Ориентир по доходности облигаций Связь-банка составляет 9.2% УТР (купон 9%, спрэд к ОФЗ 320-330 б.п.), что соответствует нашей оценке «справедливого» уровня доходности выпуска относительно сопоставимых по размеру российских банков. В то же время, в среднесрочной перспективе мы не видим существенного потенциала сужения спреда по этому выпуску.

### Доходность облигаций на 25 апреля



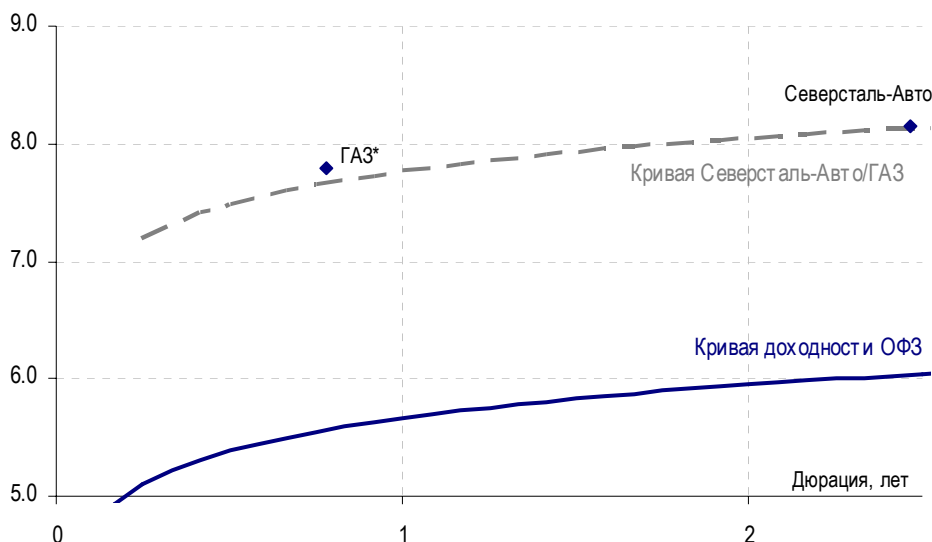
Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Северсталь-авто: самый эффективный автомобилестроитель

**Очень сильные  
результаты по МСФО за  
2006 год**

Вчера Северсталь-авто опубликовала отчетность по МСФО за 2006 г. Финансовые результаты компании без преувеличения выглядят исключительно позитивно: рост выручки, самая высокая рентабельность среди российских автопроизводителей, более чем консервативная долговая нагрузка. Также руководители компании вчера сообщили о том, что планируется размещение нового выпуска облигаций. Мы полагаем, что при столь сильных финансовых результатах компании, увеличение долга не окажет существенного влияния на ее кредитное качество.

### Доходность облигаций на 25 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

### Результаты Северсталь-авто по МСФО (млрд руб)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Чистый долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	26.5	3.68	13.9%	3.45	1.1x	10.5x
2006	33.5	4.40	13.1%	3.63	0.83x	13.0x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост выручки – в основном за счет автомобильного, прибыль – за счет двигателестроительного сегмента**

Рост выручки в прошлом году составил около 26% и был достигнут в основном за счет увеличения объемов производства в автомобильном сегменте (+37%). Двигателестроительный сегмент развивался несколько менее динамично (+12% по выручке), но показал более высокую рентабельность. В целом, текущий бизнес-портфель группы выглядит вполне сбалансировано.

**Снижение рентабельности несущественно. Компания остается самым эффективным автопроизводителем**

Небольшое снижение рентабельности в 2006 г. было вызвано, в первую очередь, с увеличением затрат на персонал. По комментариям менеджмента компании, такая динамика связана с реструктуризацией Завода малолитражных автомобилей и существенными разовыми выплатами сокращенным сотрудникам. В любом случае, рентабельность компании остается самой высокой среди российских автопроизводителей. Северсталь-авто является ярким примером выстраивания эффективного бизнеса в отечественном машиностроении.

**Инвестиции были профинансированы за счет собственных источников**

В 2006 г. долг компании остался практически без изменений, а с ростом выручки долговая нагрузка даже снизилась. Это не означает, что компания свернула инвестиционную активность: в 2006 г. капитальные затраты составили около 2.3 млрд руб. (около 85% из них – в автомобильное направление). Северсталь-авто находится в исключительно редком для российского машиностроения состоянии: основную часть инвестиционных потребностей компания покрывает за счет операционных денежных потоков.

**Новый выпуск облигаций не повредит кредитному качеству компании**

По сообщениям руководства компании, одной из основных целей нового выпуска облигаций, запланированного на лето 2007 г., будет финансирование расширения собственной дилерской сети. Мы полагаем, что увеличение долга будет нейтральным событием для кредитного качества компании: ее долговая нагрузка настолько низка, что позволяет безболезненно привлечь весьма значительные суммы.

**Кредитное качество Северсталь-авто: на одном уровне с ГАЗом**

По финансовым параметрам (генерация денежного потока, долговая нагрузка) Северсталь-авто, на наш взгляд, является сильнейшей среди российских автомобилестроительных компаний и несколько опережает ГАЗ. На профиль ГАЗа положительно влияют: большой масштаб бизнеса и поддержка со стороны Группы Базовый Элемент. В целом, мы считаем, что кредитное качество этих двух компаний практически эквивалентно.

«Справедливый» спред бумаг обеих компаний мы оцениваем в 200-220 б.п. к ОФЗ. С этой точки зрения выпуск Северсталь-авто (дюрация: 2.5 года, УТМ: 8.15%, спред: 212 б.п.) оценено вполне адекватно.

### Мосэнерго: в ожидании допэмиссии

**Отчетность Мосэнерго – в рамках ожиданий; решение ФАС затягивает, но не отменяет получение средств от Газпрома**

Позавчера была опубликована отчетность Мосэнерго по МСФО за 2006 год. Основные результаты года — небольшое снижение выручки и рентабельности и рост долга — оказались в рамках ожиданий. Также вчера газеты сообщили о том, что ФАС продлила срок рассмотрения ходатайства Газпрома о покупке пакета акций Мосэнерго.

Мы считаем, что ни публикация финансовых результатов, ни решение ФАС не окажут существенного влияния на котировки облигаций Мосэнерго. Рынок уже давно рассматривает компанию как «дочку» Газпрома, и мы не видим поводов для пересмотра такой позиции. На наш взгляд, на сегодняшний день выпуск Мосэнерго-1 оценен адекватно, в то время как Мосэнерго-2 существенно перекуплен.

#### Результаты Мосэнерго по МСФО (млрд руб)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Чистый Долг	Чистый долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	70.7	7.2	10.2%	13.8	1.9x	6.8x
2006	67.2	6.3	9.4%	21.0	3.3x	5.7x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Снижение рентабельности – несущественно, компания эффективно снижает издержки**

Снижение выручки компании в 2006 г. было незначительным (5%) и связано, в первую очередь, с погодными факторами: зима 2006/2007 г. оказалась очень теплой, что привело к уменьшению потребления электроэнергии. На незначительное снижение рентабельности наибольшее влияние оказал рост тарифов сетевых компаний за услуги по передаче электроэнергии. При этом в качестве позитивного момента мы отмечаем сокращение расходов на персонал и общее уменьшение операционных издержек. Компания демонстрирует явные успехи по снижению себестоимости.

Еще один позитивный с кредитной точки зрения момент — уменьшение оборотного капитала: компания смогла профинансировать создание запасов топлива за счет кредиторской задолженности и при этом уменьшила дебиторскую задолженность. Такая ситуация в целом не очень характерна для ТГК, которые часто сталкиваются с постоянным ростом объема дебиторской задолженности из-за задержек платежей за тепло.

**На ближайшие годы компании потребуются около 80 млрд руб. инвестиций**

Инвестиции компании в 2006 г. составили 13.2 млрд руб., т.е. компания выполнила план по капитальным вложениям на 2006 г. Инвестиции были профинансированы за счет долга и операционного денежного потока примерно в равной пропорции. Инвестпрограмма Мосэнерго на 2007-2010 гг. по данным РАО ЕЭС составляет около 80 млрд руб., при этом мы полагаем, что на 2007-2008 гг. придется пик финансирования инвестиций. Однако вопрос увеличения долга в ближайшее время вряд ли будет актуальным для компании в связи с ожидаемым поступлением около 61 млрд руб. от допэмиссии акций в пользу Газпрома.

Решение ФАС о продлении срока рассмотрения ходатайства Газпрома, на наш взгляд, вряд ли способно принципиально изменить ситуацию: мы полагаем, что вероятность перехода компании под контроль газового гиганта близка к 100%. С начала 2007 г. Мосэнерго привлекала короткие бридж-кредиты, которые будут погашены за счет средств от допэмиссии, для финансирования инвестпрограммы.

*После допэмиссии Мосэнерго в течение 2 лет почти не будет нуждаться в новом долге*

В связи с переносом срока допэмиссии компании могут понадобиться дополнительные краткосрочные заемные средства, однако этот факт не влияет на фундаментальную оценку кредитного качества компании. Одной из ключевых финансовых характеристик Мосэнерго в течение ближайших лет будет низкая потребность в долге, что также выделяет компанию среди большинства ОГК и ТГК.

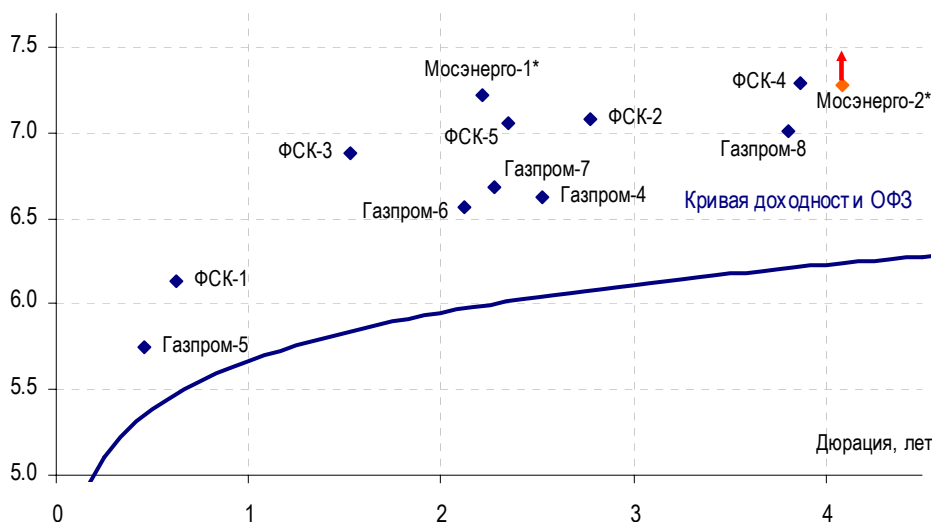
*Рекомендуем фиксировать прибыль в Мосэнерго-2*

Наша оценка «справедливого» спреда Мосэнерго: 120 б.п. к ОФЗ уже полностью учитывает «фактор Газпрома». С этой точки зрения первый выпуск оценен вполне адекватно (спред: 123 б.п. к ОФЗ), а вот второй представляется нам сильно перекупленным (его текущий спред составляет около 104 б.п. к ОФЗ).

Мы сохраняем рекомендацию **фиксировать прибыль** в выпуске Мосэнерго-2:

- ориентир по цене: 101.30-101.40% (текущая цена: около 102.00%);
- доходность более длинного 2го выпуска предлагает недостаточную премию к Мосэнерго-1;
- бумага торгуется без премии к ФСК, которая имеет инвестиционный рейтинг.

#### Доходность облигаций на 25 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	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.