

# Рублевые корпоративные облигации

15 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Очаково: квас вместо пива » стр. 3
- Русснефть: развитие событий по худшему сценарию » стр. 4

## Индикаторы

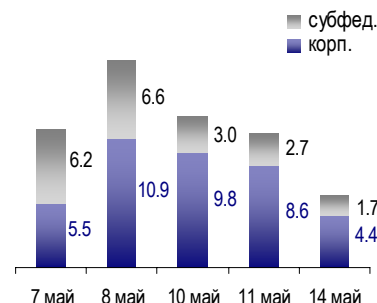
Долларов США за Евро	1.3540	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.8054	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 66.07	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.49%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.64%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	93	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	444.9	+ 61.6
Остатки на д/с, млрд руб.	1028.4	- 63.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 35.9	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ЗАВТРА

- Размещение Русфинанс Банк-3 (4 млрд руб., 2 года)
- Аукцион ОФЗ-АД 46021 (15 млрд руб., дюрация 7.8 лет)

## Объем торгов на ММВБ

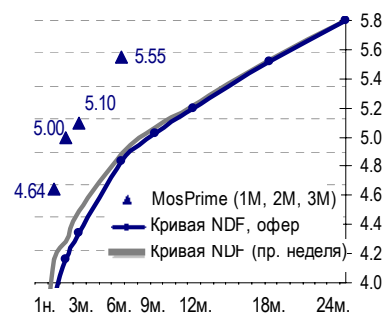


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 15 мая Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 17 мая Размещение дебютного выпуска ЮГК ТГК-8 (3.5 млрд руб., 2-летняя оферта)  
Размещение Мособлгаз-1 (2.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)  
Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
- 21 мая Уплата НДС
- 22 мая Размещение Сэтл Групп-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
- 25 мая Уплата акцизов, НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	100.95	+ 5	2.2	*7.21%
Газпром-4	104.40	+ 4	2.5	6.54%
РСХБ-2	102.55	+ 4	3.2	7.26%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	113.62	+ 7	2.0	7.32%
Копейка-2	99.60	+ 5	1.6	*9.25%
Мечел-2	102.93	+ 5	2.7	*7.45%

## Лидеры падения

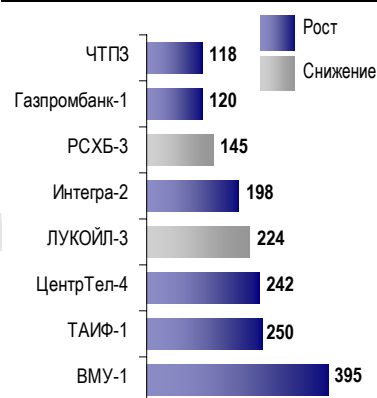
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-3	100.59	- 11	2.5	*7.22%
ЛУКОЙЛ-3	100.45	- 5	3.9	7.10%
РЖД-6	101.75	- 5	3.0	6.89%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-1	101.05	- 15	2.0	8.58%
ВБД-2	103.50	- 10	3.0	8.01%
Копейка-3	101.30	- 8	3.8	9.80%

## 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	100.50	100.10	7.43	1.76	156	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.55	7.17	0.75	165	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.90	7.51	1.02	187	180	↓ 5
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.30	102.25	7.40	1.03	175	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	99.85	9.02	1.85	312	350	↑ 40
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.50	100.80	7.78	3.69	159	180	↑ 20
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.80-99.95	8.75	1.27	301	290-300	↔
<b>Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома</b>									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.95	101.05	7.21	2.17	125	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.40	7.30	4.04	108	120	↑ 10
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	8.00	1.72	213	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.50	101.00	7.62	2.31	163	140	↓ 25
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.55	8.82	3.27	269	300	↑ 30
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.60	100.20-100.40	9.86	1.07	419	540-560	↑ 120-140
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.70	1.85	280	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.50	-	8.99	3.68	281	-	↑
<b>Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии</b>									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.10	109.65	8.14	2.51	211	190	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.90	104.45	8.18	3.04	208	190	↓ 20
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.20-103.55	7.63	1.75	175	220-240	↑
<b>ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связынвеста должна составлять 40-60 б.п.</b>									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	103.05-103.30	7.61	1.42	182	210-230	↑ 30-50

## Очаково: квас вместо пива

### Результаты 2006 года в целом позитивны

Сегодня Очаково опубликовало отчетность головной компании холдинга по РСБУ за 2006 г. и 1 кв 2007 г. Компания демонстрирует рост выручки при сохранении достаточно высокой рентабельности (маржа EBITDA 19.7%). В отличие от других компаний отрасли, продажи Очаково растут, главным образом, за счет рынка кваса, на котором Очаково занимает лидирующие позиции. Мы позитивно оцениваем финансовые результаты компании, однако не видим существенных поводов для изменения оценки кредитного риска: снижение доли Очаково на пивном рынке пока перевешивают успехи компании на рынке безалкогольных напитков.

### Потеря доли на рынке пива компенсируются лидирующими позициями по квасу

По информации газеты Ведомости, продажи Очаково в пивном сегменте сократились в 2006 году на 7.1%, а рыночная доля в денежном выражении снизилась с 4.3% до 4%. Постепенно сдавая позиции на пивном рынке более крупным игрокам, Очаково может сконцентрироваться на относительно свободном и быстрорастущем рынке кваса.

Мы считаем, что изменение структуры продаж компании в краткосрочной перспективе не приведет к ухудшению финансовых показателей, т.к. рентабельность в сегменте безалкогольных напитков лишь незначительно уступает производству пива. В то же время, с выходом на рынок кваса новых сильных игроков, Очаково может столкнуться с теми же проблемами, которые сейчас ей приходится решать в пивоваренном бизнесе.

### Финансовые результаты Очаково по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / активы, %	Долг / EBITDA, раз
2004	7.1	2.3	31.8%	4.4	36.2%	1.9
2005	6.3	0.9	14.0%	6.0	43.3%	6.8
1 кв 2006	1.1	0.2	18.2%	6.9	46.9%	-
2006	7.1	1.4	19.7%	6.9	46.0%	4.9
1 кв 2007	1.2	0.3	25.0%	7.0	46.6%	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

### Долговая нагрузка вернулась на приемлемый уровень

С ростом выручки и рентабельности показатели долговой нагрузки Очаково вышли в прошлом году на приемлемый уровень: 4.9x Долг/EBITDA по сравнению с 6.8x в 2005 году. Компания не собирается отказываться от развития пивного направления, что может потребовать инвестиций в новые производственные мощности. Однако мы надеемся, что рентабельность компании останется на уровне, который позволит избежать возвращения долговой нагрузки к агрессивному уровню 2005 года.

### Долг растет умеренными темпами

Валовый долг компании вырос до 7 млрд руб. Мы полагаем, что большая часть долгового финансирования направлена на расширение производственных мощностей и изменение системы дистрибуции. В апреле приступил к промышленному производству кваса тюменский завод Очаково, а в мае должен состояться запуск пивной линии в Тюмени, что должно усилить позиции компании в восточных регионах страны.

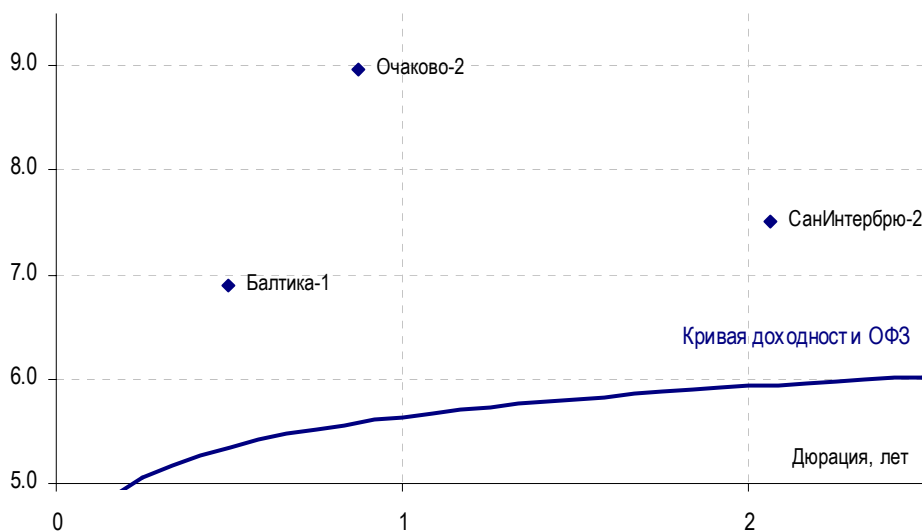
### Поводов для переоценки риска Очаково пока нет

Отчетность по итогам 1-го квартала 2007 года не содержит сюрпризов. Мы отмечаем рост валовой прибыли на 61% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года. Судя по динамике финансовых показателей, компании удастся удержать рентабельность по EBITDA выше 20% и долговую нагрузку в пределах 4-5x. Однако мы не ожидаем, что улучшение показателей станет поводом для переоценки риска компании, т.к. в настоящее время инвесторы уделяют больше внимания негативным данным об изменении ее доли на рынке пива.

*Текущий спрэд 350 б.п. отражает «справедливый» уровень*

Очевидно, что по кредитному качеству Очаково значительно уступает Балтике и СанИнтербрю. Однако бумаги Очаково более ликвидны, хотя и отличаются довольно высокой волатильностью. За последние месяцы спрэд выпуска Очаково-2 сузился на 20-30 б.п. и, по нашему мнению, уже в полной мере учитывает позитивные финансовые результаты 2006 года. Текущий спрэд составляет 340-350 б.п., что в целом адекватно кредитному качеству компании, и мы не видим потенциала для его дальнейшего сужения.

**Доходность облигаций на 14 мая**



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

**Русснефть: развитие событий по худшему сценарию**

*Главе Русснефти предъявлены серьезные обвинения*

Сегодня СМИ активно комментируют информацию о предъявлении обвинений в неуплате налогов и незаконном предпринимательстве совладельцу Русснефти Михаилу Гуцериеву и ряду менеджеров компании. Таким образом, ситуация вокруг Русснефти получила резко негативное продолжение. Мы ожидаем, что рынок воспримет новость об обвинениях против г-на Гуцериева как реализацию «сценария ЮКОСа», что немедленно отразится на котировках долга Русснефти.

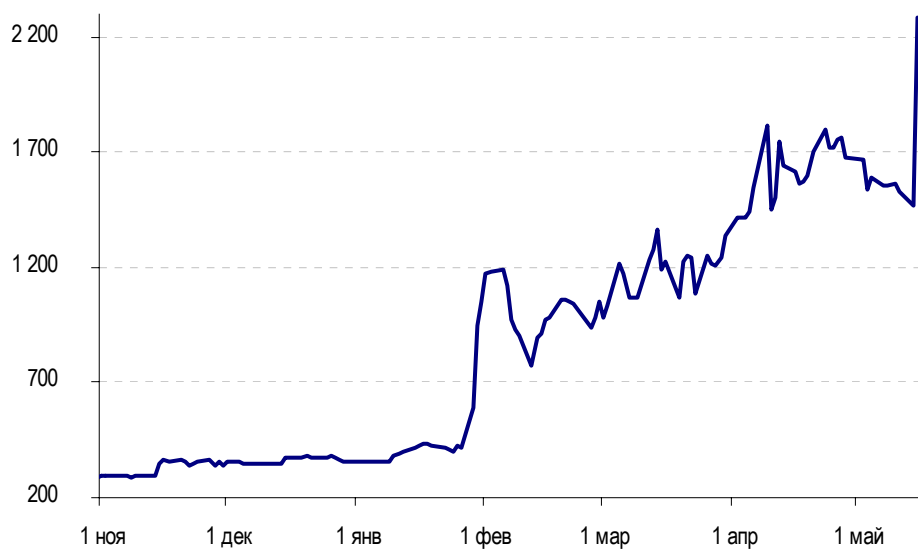
*Только негативные новости за последние полгода*

С момента публикации первых негативных новостей по Русснефти в ноябре 2006 года облигации компании стали объектом для спекуляций. Ситуация усугублялась отсутствием объективной финансовой информации о компании. Единственным поводом для роста котировок фактически являлось отсутствие негативных новостей, которое оказалось временным. К сожалению, компания не давала никаких комментариев по развитию ситуации, поэтому облигации Русснефти прочно обосновались в сегменте «бросовых».

*Рынок реагирует обвалом котировок*

Цена закрытия торгов по бумагам Русснефти 14 мая составила 86.50%, что соответствует доходности к оферте 20.5%. Сегодня торги по Русснефти открылись провалом ценовых котировок до уровня 70-80% от номинала, что означает рост доходности к оферте в декабре 2008 года до 37%. На наш взгляд, бумаги вполне могут протестировать и более низкие уровни в связи с массовым закрытием лимитов на эмитента. Рынок четко ассоциирует Русснефть с г-ном Гуцериевым, поэтому вряд ли стоит ожидать, что последние события будут рассматриваться как личные проблемы основного акционера компании.

## Спрэд облигаций Русснефти к ОФЗ, б.п.



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.