

Рублевые корпоративные облигации

22 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ТМК: почти 1ый эшелон » *стр. 3*
- Макси-Групп/НСММЗ: долговая агрессивность не снижается » *стр. 4*
- Инфляционные риски: в поисках лекарства » *стр. 5*

Индикаторы

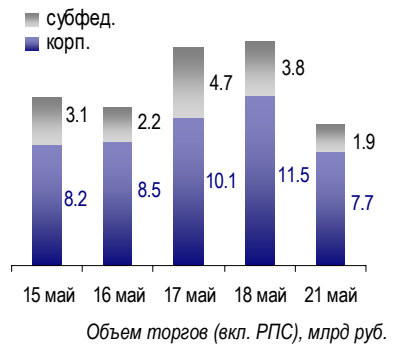
Долларов США за Евро	1.3467	- 0.3 %
Рублей за доллар США	25.8495	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 70.33	+ 1.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.45%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.73%	+ 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	93	+ 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	414.8	- 15.4
Остатки на д/с, млрд руб.	1161.2	- 33.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 33.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 29 мая состоится размещение выпуска Автоваз-4 (5 млрд руб., 7 лет)
- 19 июня планируется размещение выпусков Транскредитбанк-1 (3 млрд руб., 3 года) и Транскредитбанк-2 (3 млрд руб., 5 лет)

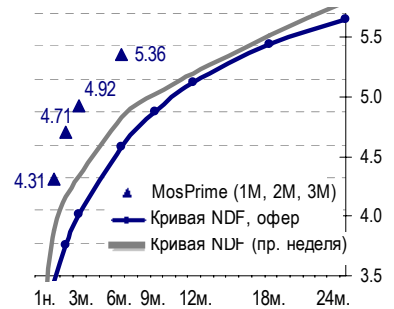
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

22 мая	Размещение Сэтл Групп-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Девелопмент-Юг-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
23 мая	Размещение Объединенные кондитеры-Финанс-1 (3 млрд руб., оферта через 3 года)
	Размещение Бахетле-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
24 мая	Размещение Промсвязьбанк-5 (4.5 млрд руб., 2-летняя оферта)
	Размещение дебютного выпуска СК Спецстрой-2 (2 млрд руб., годовая оферта)
25 мая	Размещение Энергострой-Финанс-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-3	100.70	+ 20	1.5	6.73%
ФСК-5	100.75	+ 15	2.3	6.99%
Газпром-4	104.50	+ 14	2.5	6.49%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Пятерочка-2	104.20	+ 15	3.0	8.08%
Дальсвязь-2	104.34	+ 14	2.6	*7.32%
Детский Мир	101.49	+ 14	5.8	8.41%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-3	100.40	- 10	3.8	7.12%
АИЖК-6	100.80	- 10	4.9	7.44%
РЖД-7	102.95	- 4	4.6	7.01%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-5	102.45	- 30	2.1	*7.75%
Мечел-2	102.90	- 10	2.7	*7.46%
Петроком-2	100.90	- 10	2.1	8.21%

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	100.70	100.20	7.31	1.74	150	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.14	0.73	171	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.95	7.48	1.00	192	180	↓ 10
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.20	102.30	7.47	1.01	189	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	99.95	8.96	1.83	313	350	↑ 35
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.45	100.95	7.79	3.67	166	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.90-100.00	8.75	1.25	309	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.00	101.20	7.18	2.15	129	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.65	7.30	4.02	113	120	↑ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	7.99	1.70	220	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.50	101.10	7.61	2.29	169	140	↓ 30
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.75	8.82	3.25	275	300	↑ 25
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.75	100.30-100.50	9.71	1.05	412	540-560	↑ 130-150
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сибкадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.69	1.83	286	-	↑
Сибкадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.80	-	8.90	3.67	278	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.25	109.70	8.06	2.62	208	190	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.20	104.60	8.08	3.02	204	190	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.30-103.60	7.60	1.73	180	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	103.80	103.10-103.35	7.50	1.40	179	210-230	↑ 30-50

ТМК: почти 1ый эшелон

Финансовые результаты ТМК весьма позитивны, но уже учтены в ценах облигаций

Вчера ТМК отчиталась по МСФО за 2006 год – финансовые результаты оказались ожидаемо очень сильными: уровень долговой нагрузки совпал с нашими ожиданиями и оказался чуть ниже 1х по показателю ЧистыйДолг/ЕБИТДА. По темпам роста объемов производства и выручки в 2006 г. ТМК отстала от ОМК и ЧТПЗ, но результаты основных заводов компании за 1кв2007 свидетельствуют о том, что в текущем году рост выручки ускорился. По нашему мнению, кредитный профиль ТМК является самым сильным среди российских трубных компаний и вполне сопоставим с крупнейшими металлургами. Однако цены облигаций ТМК на сегодняшний день уже в полной мере учитывают все позитивные события и мы не видим потенциала дальнейшего сужения спредов этих бумаг.

Финансовые результаты ТМК по МСФО (млн долл.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Чистый Долг	Чистый Долг/ЕБИТДА, Раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	2 938	532	18.1%	575	1.1	6.8
2006	3 384	794	23.5%	740	0.9	10.4

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Ускорение темпов роста выручки в I квартале

Рост выручки ТМК в прошлом году составил 15%, что относительно немного по сравнению с ОМК (+46%) и ЧТПЗ (+22%). Однако результаты 3 из 4 крупнейших российских заводов группы по РСБУ за 1 квартал 2007 г. позволяют уверенно говорить о том, что в текущем году рост выручки ускорился: за январь-март он составил около 24% в рублевом выражении. Вчера руководители ТМК сообщили о том, что ожидаемая выручка компании в 2007 году превысит \$4 млрд (+18%). С учетом результатов 1 квартала такой результат представляется нам более чем реалистичным.

Основной «двигатель» в 2006 году – нефтегазовые трубы ОСТГ

Основным фактором роста выручки ТМК в прошлом году стало увеличение цен на бесшовные трубы нефтегазового сортамента (ОСТГ). При относительно небольшом росте объемов отгрузки по этому направлению (+2.2%), его выручка выросла на 24%. По направлению сварных труб рост выручки оказался менее существенным и составил всего около 4%. В настоящий момент компания активно инвестирует в производство с целью расширения мощностей по производству как ОСТГ, так и трубопроводных труб. Поэтому мы ожидаем, что в течение ближайших лет замедление выручки, отмеченное в 2006 году, будет преодолено.

Долговая нагрузка ЧистыйДолг/ЕБИТДА совпала с нашим прогнозом в 1х

В результате IPO компания получила значительный объем средств в счет погашения кредитов, выданных акционерам. На конец года на балансе компании находились денежные средства и депозиты на сумму более \$280 млн. Таким образом, основная часть сделки по кредитованию компаний г-на Пумпянского на выкуп долей других акционеров была практически полностью завершена еще в прошлом году. С учетом денежных остатков показатель ЧистыйДолг/ЕБИТДА ТМК практически точно совпал с нашими прогнозами (1х).

Долг/ЕБИТДА не должна превысить 2х в ближайшие годы

Инвестиционная программа ТМК на 2007 г. выглядит весьма амбициозно и составляет \$1 млрд. Однако мы полагаем, что она может быть профинансирована без существенного увеличения долговой нагрузки. По нашим прогнозам, показатель Долг/ЕБИТДА ТМК в течение ближайших лет не должен выйти за пределы 2х. Однако мы не ожидаем и ускоренного погашения существующих долгов: после выхода на рынок акций компания, судя по всему, будет более активно платить дивиденды.

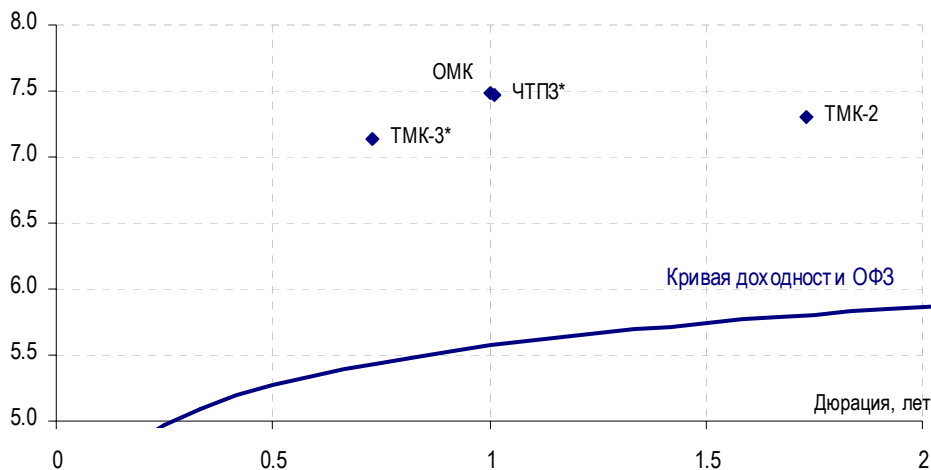
Возможные сделки М&А не приведут к существенному росту долговой нагрузки

Единственной причиной, по которой долговая нагрузка ТМК может выйти за рамки 2х, на наш взгляд, являются возможные сделки М&А, однако эти события пока, судя по всему, являются вопросом достаточно отдаленной перспективы. В любом случае, компания имеет доступ к широкому спектру источников финансирования, поэтому мы полагаем, что очень крупные приобретения могут быть профинансированы не только за счет долгов. Насколько мы понимаем, возможная сделка с Интерпайпом подразумевает не покупку этого актива, а слияние бизнесов, поэтому к существенному росту долговой нагрузки она, судя по всему, привести не должна.

Не ожидаем дальнейшего сужения спрэдов ТМК

Мы в очередной раз подчеркиваем, что кредитный профиль ТМК исключительно силен. Однако все позитивные факторы, на наш взгляд, уже заложены в цены облигаций компании. Текущие спрэды длинного выпуска ТМК-2 составляют около 150 б.п. к ОФЗ, что уже близко к бумагам первого эшелона. Мы не ожидаем дальнейшего сужения спрэдов облигаций ТМК и рекомендуем их к покупке только консервативным инвесторам.

Доходность облигаций на 22 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Макси-Групп/НСММЗ: долговая агрессивность не снижается

Рост долга перевешивает позитивные фин. результаты

Недавно ключевой производственный актив Макси-Групп – Нинжесергинский Метизно-Металлургический завод (НСММЗ) отчитался по РСБУ за 2006 г. и 1кв2007. Несмотря на позитивные финансовые результаты, долг компании продолжает увеличиваться, а агрессивная долговая нагрузка остается определяющим фактором кредитного качества компании. Мы полагаем, что компании удастся найти средства для финансирования оферты в сентябре, однако если она не сделает свою финансовую политику более прозрачной и не умерит аппетитов по заимствованиям, то ее бумаги останутся уделом наиболее агрессивно настроенных инвесторов.

Основные финансовые показатели НСММЗ за 2006 год:

- выручка: 12.9 млрд руб.;(+70%)
- EBITDA: 3.6 млрд руб. (маржа EBITDA: 28.1%);
- Долг: 23.1 млрд руб., Долг/EBITDA: 6.4 млрд руб.

С операционной точки зрения Макси-Групп является эффективной компанией...

Макси-Групп демонстрирует позитивные финансовые результаты: динамичный рост выручки и самую высокую рентабельность среди предприятий электрометаллургии. С точки зрения качества производственных активов предприятия группы являются самыми эффективными среди сравнимых компаний, компания полностью обеспечена собственной ломозаготовкой. (подробнее о компании см. наш специальный обзор: «*Большие долги малой металлургии*» от 23 марта).

... но проблема долга более актуальна для кредитного качества

Однако с точки зрения кредитного профиля агрессивный уровень долговой нагрузки перевешивает все позитивные операционные характеристики. Компания «с нуля» построила современный металлургический комплекс преимущественно на заемные средства. Поскольку часть мощностей этого комплекса была запущена только в середине прошлого года, то показатель долговой нагрузки на конец 2006 г. может показаться несколько завышенным. Однако рост долга продолжается: в 1кв2007 НСММЗ увеличил долг еще на 2 млрд руб. Таким образом, рост долга опережает финансовые результаты.

Важная проблема – неопределенность финансовых планов компании

Для инвесторов в облигации Макси-Групп, на наш взгляд, ключевым риском, является отсутствие четких сигналов от компании относительно того, когда прекратится рост долга. Планы, о которых сообщал ключевой акционер компании г-н Максимов, в принципе не предполагают снижения инвестиционных appetитов. Таким образом, у держателей облигаций нет возможности оценить, насколько далеко компания готова идти в вопросах наращивания долга, что представляется нам весьма серьезной проблемой. По нашим прогнозам, в 2007 г. долговая нагрузка Макси-Групп не опустится ниже 5.5-6.0х Долг/ЕВITDA, что представляется чересчур агрессивным уровнем для металлургической компании.

Оферта, судя по всему, будет рефинансирована, а дальше все будет зависеть от финансовой политики

Исходя из сообщений о привлечении крупных займов, мы предполагаем, что компания рефинансирует оферту за счет банковских кредитов. При этом мы ожидаем, что после оферты будет установлена достаточно высокая ставка купона. Однако если финансовая политика и инвестиционные планы компании не станут более прозрачными и умеренными, то отношение рынка к кредитному риску компании вряд ли изменится.

Наша оценка «справедливого» спреда Макси-Групп после оферты: 550-600 б.п. к ОФЗ.

Инфляционные риски: в поисках лекарства

Приток капитала => давление на рубль: проблема-2007

В 2007 году первичные размещения госбанков и распродажа активов ЮКОСа сопровождаются значительным притоком капитала и усилением давления на рубль. Чистый приток капитала будет как минимум не ниже рекордного уровня 2006 года, при этом положительное сальдо торгового баланса снизится. Таким образом, именно приток капитала будет оказывать определяющее влияние на рублевую ликвидность, динамику обменного курса рубля и инфляцию.

Удержание инфляции остается приоритетной задачей

С политической точки зрения, задача удержания инфляции является приоритетной. Кроме того, уровень инфляции традиционно воспринимается в качестве объективного показателя эффективности работы экономических ведомств. Проблема избыточного денежного предложения стала очевидной с появлением макроэкономической статистики за 4 месяца и вызвала активизацию руководителей экономического и финансового блоков в Правительстве. Государственные ведомства выдвинули ряд предложений, однако обсуждение мер по борьбе с инфляцией носит пока дискуссионный характер: озвученные предложения зачастую противоречат друг другу.

В сложившейся ситуации мы считаем наиболее вероятными следующие варианты действий государства:

- выпуск ОФЗ или ОБР с целью связывания избыточной ликвидности;
- ревальвация рубля – прямая или через изменение структуры валютной корзины.

Выпуск ОБР представляется наиболее очевидным решением

Мы рассматриваем выпуск ОБР как наиболее вероятный и наиболее эффективный вариант управления ликвидностью в системе. У Банка России уже есть опыт использования собственных облигаций для связывания денежных средств, полученных Сбербанком в результате SPO.

При размещении большого объема бумаг Банка России, безусловно, существует риск вызвать обратный эффект, т.е. за счет завышенных ставок привлечь дополнительный спекулятивный спрос. Тем не менее, мы считаем, что Банк России обладает достаточной гибкостью по определению параметров своих бумаг. Мы полагаем, что роль естественного ограничителя краткосрочных ставок могла бы сыграть кривая доходности NDF.

Увеличение предложения ОФЗ в 2007 году представляется менее вероятным

Выпуск ОФЗ для связывания избытка ликвидности на практике может встретить противодействие Правительства и Думы, т.к. потребует внесения серьезных корректировок в бюджет и повлечет дополнительные расходы по обслуживанию долга.

Ревальвация рубля может потребоваться опять,

дальнейшее повышение резервных требований – сомнительная мера

В случае если Правительство и Банк России откажутся от идеи стерилизации денежной массы ценой увеличения внутреннего долга, фактически единственным путем ограничения инфляции станет ревальвация рубля. Незначительное повышение нормативов отчислений в Фонд обязательного резервирования, которое вступает в силу с 1 июля, вряд ли способно существенно повлиять на объем денежного предложения. Более жесткие меры регулятивного характера (радикальное увеличение ФОР или введение валютных ограничений) могут повлечь крайне негативные последствия для банковской системы и поэтому маловероятны.

Мы полагаем, что возможный рост бюджетных расходов во втором полугодии так или иначе заставит Правительство и Банк России либо согласиться со значительным укреплением рубля, либо согласовать использование долговых инструментов – в противном случае ориентиры Правительства по годовой инфляции могут оказаться невыполнимыми. Одновременно мы не исключаем, что в случае, если инфляция существенно превысит уровень, приемлемый с политической точки зрения, Банк России может пойти на регулятивные действия более радикального характера.

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.