

Рублевые корпоративные облигации

31 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Башкирэнерго: теплая зима снизила рентабельность » *стр. 3*
- Тюменьэнерго: самые сильные региональные сети » *стр. 4*
- Лебедянский: обзор результатов МСФО-2006 » *стр. 6*

Индикаторы

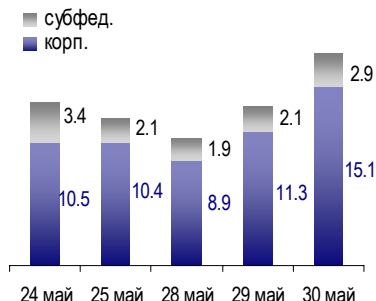
Долларов США за Евро	1.3428	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.9045	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.08	- 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.42%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.79%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	87	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	454.4	+ 4.0
Остатки на д/с, млрд руб.	1210.1	+ 17.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 82.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск ДельтаКредит-2 (2 млрд руб., 3 года, плавающий купон) размещен с премией в 30 б.п. к 3-месячному MosPrime
- Размещен Металлсервис-1 (1.5 млрд руб.) под 10.78% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

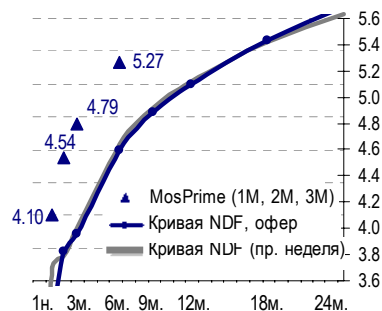


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

31 мая	Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
5 июня	Размещение Рубеж-Плюс Регион (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
6 июня	Размещение ЮТК-5 (2 млрд руб., оферта через 3 года)
7 июня	Размещение РЕСО-Лизинг-Финанс-1 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года) Размещение Банк Спурт-2 (1 млрд руб., оферта через 1 год)
8 июня	Размещение НПО Сатурн-3 (3.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
13 июня	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (12 млрд руб., дюрация 8.5 лет)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	103.40	+ 35	5.7	7.28%
АИЖК-9	102.10	+ 20	5.8	7.32%
Газпром-6	101.25	+ 15	2.0	6.42%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.63	+ 18	2.2	7.58%
ВБД-2	104.15	+ 15	3.0	7.79%
ХКФБ-4	101.70	+ 9	1.3	*8.91%

Лидеры падения

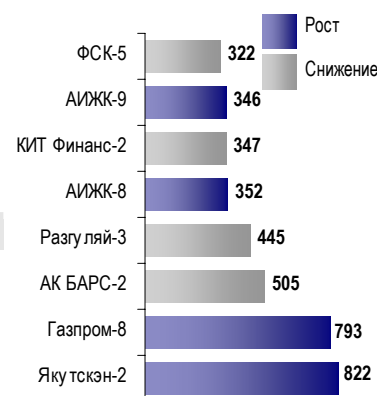
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-4	106.70	- 16	3.9	7.19%
РСХБ-3	100.90	- 9	2.5	*7.09%
Газпром-4	104.70	- 6	2.4	6.40%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	100.70	- 45	1.8	*9.04%
Очаково-2	99.60	- 15	0.8	9.17%
УРСИ-4	101.10	- 20	0.4	7.42%

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	100.30	7.30	1.71	155	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.12	0.71	176	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	102.00	7.45	0.97	194	180	↓ 15
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.25	102.30	7.37	0.99	186	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.05	8.96	1.81	318	350	↑ 30
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.50	101.10	7.77	3.65	168	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.95-100.10	8.75	1.23	315	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.15	101.25	7.11	2.13	126	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.75	7.29	4.00	117	120	↑ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.95	-	7.96	1.67	222	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.20	7.54	2.26	166	140	↓ 25
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.70	99.85	8.76	3.23	272	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.90	100.35-100.55	9.56	1.02	403	540-560	↑ 135-155
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сибкадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.68	1.80	290	-	↑
Сибкадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.84	3.64	275	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.40	109.75	7.97	2.60	204	190	↓ 15
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.40	104.70	8.01	2.99	201	190	↓ 10
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.35-103.65	7.57	1.70	182	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	103.65	103.15-103.40	7.57	1.37	192	210-230	↑ 20-40

Башкирэнерго: теплая зима снизила рентабельность

Выпуск Башкирэнерго-3 по-прежнему привлекателен

Недавно Башкирэнерго отчиталось по РСБУ за 2006 г. и 1кв2007. В качестве наиболее значимых финансовых событий мы отмечаем снижение рентабельности, которое, судя по всему, вызвано теплой зимой 2006-2007 г. Однако, несмотря на такую динамику, долговая нагрузка компании остается более чем консервативной. Облигации Башкирэнерго пока сохраняют премию к кривой ОГК-ТГК, поэтому мы продолжаем считать их одной из весьма привлекательных возможностей в электроэнергетической отрасли.

Финансовые результаты Башкирэнерго за 2006 год:

- выручка: 37.7 млрд руб;
- EBITDA: 2.5 млрд руб. (маржа EBITDA: 6.7%);
- Долг: 3.3 млрд руб., Долг/EBITDA: 1.3x.

Снижение рентабельности – эффект теплой зимы

По итогам 9М2006 маржа EBITDA составляла около 9.3%, т.е. в 4кв2006 было отмечено существенное снижение рентабельности. Мы полагаем, что оно было связано с аномально теплой зимой, которая привела к уменьшению выработки электроэнергии в теплофикационном режиме и снижению продаж тепла. Такие результаты за 4 квартал сложились у многих ТГК и мы склонны считать их «разовым» эффектом.

В 1кв2007 рентабельность Башкирэнерго также оказалась невысокой: около 7.8% по EBITDA. Однако, на фоне роста выручки на 54% к результату за 1кв2006, снижение рентабельности не привело к уменьшению финансовых результатов в абсолютном выражении.

По критерию долговой нагрузки Башкирэнерго выглядит лучше большинства ТГК

Несмотря на снижение рентабельности, долговая нагрузка компании по итогам 2006 года и 1 квартала 2007 года осталась во вполне комфортных пределах и составила около 1.3x Долг/EBITDA. Мы полагаем, что компания в течение ближайших 2 лет будет этот показатель в пределах 2x Долг/EBITDA. Соответственно, по критерию долговой нагрузки Башкирэнерго будет выглядеть существенно лучше, чем большинство ТГК, которым потребуются существенные объемы долга для финансирования масштабных инвестиций.

Сетевые активы создают дополнительный запас прочности

Главным отличием Башкирэнерго от ТГК является тот факт, что помимо генерации компания через дочерние структуры контролирует также и сетевой бизнес: стоимость вложений в капиталы «дочек» на балансе компании превышает \$1 млрд. То есть по сути Башкирэнерго владеет значительными активами, которые в случае необходимости могут быть проданы для финансирования инвестиционной программы. Мы считаем такую особенность существенным важным позитивным кредитным фактором.

Основной негативный фактор – сравнительно невысокая прозрачность

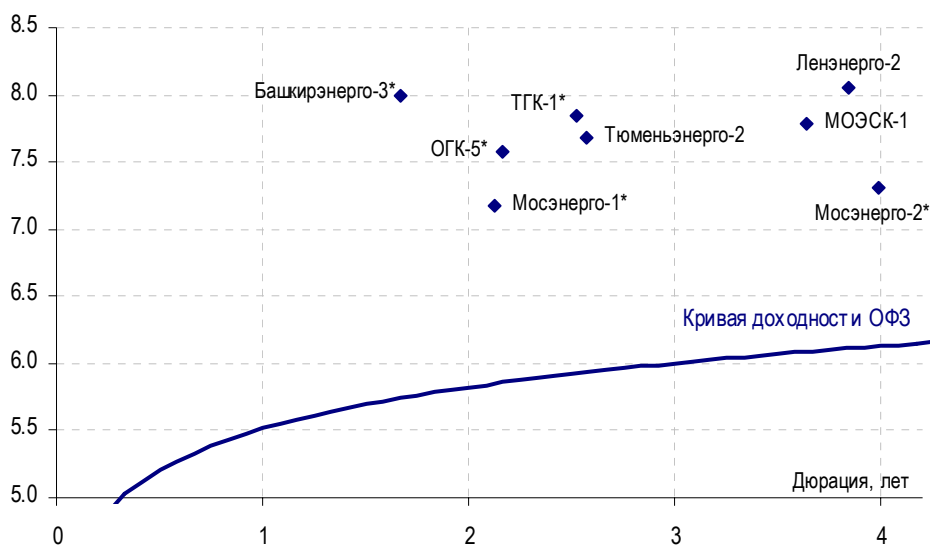
В качестве негативного аспекта кредитного профиля Башкирэнерго по сравнению с ОГК и ТГК мы выделяем ее особый статус в рамках реформы отрасли:

- компания не входит в структуру ПАО ЕЭС, а контролируется холдингом «Башкирский капитал», что несколько увеличивает политические риски;
- допэмиссия акций Башкирэнерго существенно менее вероятна по сравнению с ОГК и ТГК. Соответственно мы полагаем, что прозрачность компании будет оставаться относительно невысокой.

Облигации торгуются с премией к бумагам более слабых генераторов

На сегодняшний день бумаги Башкирэнерго торгуются со спрэдом около 225 б.п. к ОФЗ (доходность: 8.00%). На наш взгляд, это вполне адекватная цена кредитного риска компании. Бумаги Башкирэнерго сохраняют премию к меньшим по масштабу генераторам с более высокой долговой нагрузкой. В связи с этим мы продолжаем считать их привлекательными, т.к. оцениваем политические риски компании как относительно невысокие.

Доходность облигаций на 30 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Тюменьэнерго: самые сильные региональные сети

Финансовые результаты Тюменьэнерго за 1кв2007 по РСБУ подтверждают наше мнение о компании как об одном из самых сильных представителей распределительного сетевого бизнеса. Главным отличием компании от большинства РСК остается низкая потребность в долгом финансировании инвестиционной программы.

**Доходность
Тюменьэнерго-2: 7.70%,
бумага интересна в
основном
консервативным
инвесторам**

Бумаги Тюменьэнерго были размещены по достаточно низкой ставке (купон 7.70%), а с учетом текущих котировок "when and if" на уровне 100.30-100.50% их доходность составляет около 7.70% (спрэд к ОФЗ: 175 б.п.). С учетом очень высокого кредитного качества компании такая доходность представляется нам вполне адекватной, однако бумаги Тюменьэнерго, на наш взгляд, привлекательны только для консервативных инвесторов.

Финансовые результаты Тюменьэнерго за 1кв2007:

- выручка: 7.3 млрд руб. (+13.6% к 1кв2006);
- EBITDA: 1.2 млрд руб. (маржа EBITDA: 16.5%);
- Долг (после размещения облигаций): 2.9 млрд руб., Долг/EBITDA: 0.6-0.7x.

Особенностью Тюменьэнерго является очень высокая доля высоковольтных сетей, к которым присоединены в основном крупные промышленные объекты. В такой ситуации операционная рентабельность компании ниже (тариф на отпуск из высоковольтных сетей существенно ниже «розничного» тарифа). Однако оборотной стороной относительно невысокой рентабельности является низкая потребность в капиталовложениях на строительство новых и поддержание работоспособности существующих сетей.

**Потребность в долге
очень невысока**

Таким образом, с точки зрения кредитного качества Тюменьэнерго характеризуется самой низкой потребностью в долге среди крупных РСК (для сравнения: инвестпрограмма Тюменьэнерго в 3.6 раза меньше, чем у Ленэнерго). Мы предполагаем, что основная часть инвестпрограммы компании в течение ближайших лет будет финансироваться за счет собственных источников, а доля долговых ресурсов, используемых в инвестиционной деятельности, будет одной из самых низких среди РСК.

Несмотря на то, что текущая доходность бумаг Тюменьэнерго на 10-20 б.п. ниже наших представлений о «справедливом» уровне, мы не ожидаем снижения цен выпуска Тюменьэнерго-2 в силу высокого кредитного качества компании. Однако мы считаем, что при текущем уровне доходности потенциал сужения спрэдов этой бумаги весьма ограничен. Поэтому выпуск Тюменьэнерго, на наш взгляд, остается привлекательным только для консервативных инвесторов.

Лебедянский: обзор результатов МСФО-2006

Финансовые результаты Лебедянского умеренно- позитивны

Вчера Лебедянский опубликовал отчетность по МСФО за 2006 г. и предварительные результаты за 1кв2007. Мы в целом позитивно оцениваем динамику основных показателей, несмотря на снижение рентабельности и заметный рост административных расходов. С точки зрения кредитного качества Лебедянский остается одним из лучших эмитентов, представляющих пищевую промышленность на долговом рынке.

Выручка растет на фоне снижения рентабельности

За прошлый год выручка с учетом приобретенной компании «Троя-Ультра» увеличилась на 38% - до \$709,7 млн, EBITDA - на 20%, при этом рентабельность EBITDA сократилась с 22.4% до 19.6%. Мы выделяем 2 основные причины снижения рентабельности – затраты на строительство завода в Новосибирске и существенный рост административных расходов. Тем не менее, затраты на введение новых мощностей и усиление системы дистрибуции должны оказать позитивное влияние на результаты Лебедянского уже в ближайшие 2 года.

Затраты на модернизацию и развитие бизнеса должны позитивно отразиться на эффективности

Валовая маржа компании остается стабильной на уровне 42-43%. Мы полагаем, что компании удастся переключать на потребителя рост цен на соковый концентрат. При условии выполнения Лебедянским собственных планов по капзатратам, модернизации производства и срокам запуска новых мощностей, можно ожидать продолжения роста продаж при повышении эффективности бизнеса компании. Поэтому мы не ожидаем существенного снижения показателей рентабельности по итогам 2007 года.

Финансовые результаты Лебедянского (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Чистая прибыль	Долг	Рентабельность EBITDA, %	Долг/EBITDA, раз
2005	514.6	115.5	75.6	24.7	22.4	0.2x
1 кв2006	151.0	35.5	24.2	38.4	23.5	0.3x
2006	709.8	138.9	87.7	152.7	19.6	1.1x
1 кв2007	210.0	41.5	24.2	163.4	19.8	1.0x

Источник: отчетность компании по МСФО, оценки Райффайзенбанка

План по инвестициям на 2007 год: \$140-160 млн

Мы отмечаем рост капитальных затрат компании: в 2006 году они составили \$75.1 млн против \$40.2 млн в 2005 году. В 2007 году Лебедянский планирует инвестировать в свое развитие \$140-160 млн, большая часть из которых будет направлена на строительство завода в Новосибирске.

Ориентир по долговой нагрузке: 1.7x Долг/EBITDA

Рост инвестиций объясняет увеличение долга компании, а затраты на обслуживание долга оказывают дополнительное давление на чистую прибыль. Однако долговая нагрузка компании увеличивается практически с нулевой отметки и пока остается на уровне 1x Долг/EBITDA. По итогам 2007 года долг Лебедянского может вырасти до \$300 млн. Показатель EBITDA, по нашим оценкам, составит не менее \$180 млн. Таким образом, долговая нагрузка может увеличиться до 1.7x Долг/EBITDA, что, на наш взгляд, является вполне комфортным уровнем с учетом высоких темпов развития бизнеса Лебедянского.

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.