

# Рублевые корпоративные облигации

4 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Уралэлектромедь: прибыль ушла в процессинг » *стр. 3*
- МОЭСК: еще один повод «зафиксироваться» » *стр. 5*

## Индикаторы

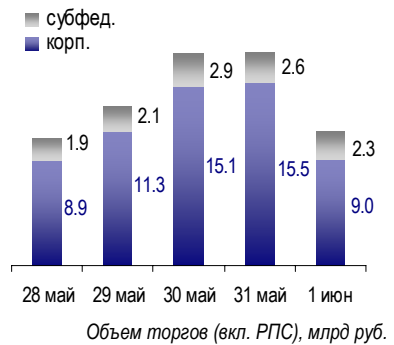
Долларов США за Евро	1.3448	- 0.0 %
Рублей за доллар США	25.9037	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 69.61	+ 1.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.42%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.83%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	84	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	439.4	- 12.1
Остатки на д/с, млрд руб.	1229.6	- 36.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 53.2	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ЗАВТРА

- Размещение Рубеж-Плюс Регион (1 млрд руб., oferta через 1.5 года)

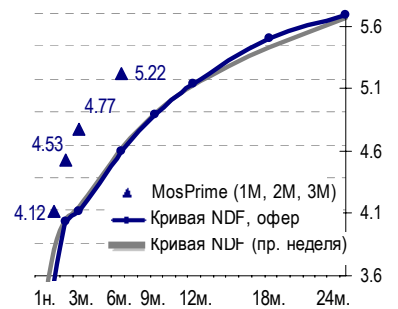
## Объем торгов на ММВБ



## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 июня	Размещение ЮТК-5 (2 млрд руб., oferta через 3 года)
7 июня	Размещение ТГК-4 (5 млрд руб., oferta через 2 года) Размещение Банк Спурт-2 (1 млрд руб., oferta через 1 год) Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
8 июня	Размещение НПО Сатурн-3 (3.5 млрд руб., oferta через 1.5 года)
13 июня	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (12 млрд руб., дюрация 8.5 лет) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (12 млрд руб., дюрация 12.8 лет)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	103.20	+ 14	4.6	6.95%
ФСК-3	100.84	+ 12	1.4	6.62%
РЖД-6	102.00	+ 8	3.1	6.80%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	113.55	+ 35	1.9	7.22%
Иркут-3	104.15	+ 20	2.9	7.43%
УРСИ-5	101.90	+ 20	0.9	7.03%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.72	- 13	2.4	6.38%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	100.90	- 15	2.1	8.21%
Мечел-2	102.86	- 14	2.6	*7.47%
Зенит-2	101.02	- 7	1.6	7.88%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к offerте

## 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	100.70	100.25	7.30	1.71	154	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.60	7.18	0.70	180	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.95	7.44	0.97	192	180	↓ 10
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.25	102.30	7.36	0.98	183	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.05	8.96	1.80	317	350	↑ 35
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.50	101.05	7.77	3.64	168	180	↑ 10
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.95-100.05	8.75	1.22	313	290-300	↔
<b>Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома</b>									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.10	101.25	7.13	2.12	127	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.75	7.29	3.99	116	120	↑ 5
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.95	-	7.96	1.67	220	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.70	101.20	7.51	2.26	163	140	↓ 25
<b>Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.70	99.85	8.76	3.22	271	300	↑ 30
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.80	100.35-100.55	9.66	1.02	412	540-560	↑ 130-150
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.68	1.80	289	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.84	3.64	274	-	↑
<b>Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии</b>									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.45	109.70	7.95	2.59	200	190	↓ 10
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.40	104.70	8.00	2.99	200	190	↓ 10
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.30-103.65	7.56	1.70	180	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	7.52	1.37	185	210-230	↑ 25-45

## Уралэлектромедь: прибыль ушла в процессинг

*Доля процессинга выросла, рентабельность снизилась: рекомендуем зафиксировать прибыль*

Опубликованная отчетность Уралэлектромеди (УЭМ) по РСБУ за 1кв2007, на наш взгляд, хорошо иллюстрирует основной недостаток кредитного качества облигаций компании – слабую кредитную базу. Несмотря на высокий уровень цен на медь финансовые результаты УЭМ в 1 квартале заметно снизились из-за уменьшения выручки от продажи медной продукции и роста доли доходов от процессинговых операций. На наш взгляд, облигации компании в настоящий момент существенно переоценены рынком, и мы рекомендуем зафиксировать прибыль.

Финансовые результаты Уралэлектромеди за 1кв2007:

- выручка: 3.5 млрд руб. (-15% к 1кв2006);
- EBITDA: 760 млн руб. (-44% к 1кв2006);
- Маржа EBITDA: 21.6% (32.9% за 1кв2006);
- Долг/EBITDA: 1.5x (0.6x по итогам 2006 года).

*Снижение выручки в I квартале, несмотря на более высокие цены на медь*

Снижение выручки и значительное падение рентабельности компании в 1 квартале нельзя объяснить колебанием мировой цены на медь: в 1кв2007 цена меди была в среднем на \$1 тыс за тонну (на 20%) выше, чем в 1кв2006.

Цена на медь на LME, USD за тонну



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

*Увеличение доли процессинговых операций*

Основной причиной негативной динамики финансовых результатов, по нашему мнению, является изменение структуры доходов компании в сторону увеличения доли выручки от процессинговых операций. Если в 1кв2006 доля доходов от переработки сырья составляла всего 18%, то в 1кв2007 этот показатель вырос до 29%. В то же время доля доходов от реализации товарной меди (катоды, катанка, порошок) сократилась с 58% до 32%, а в абсолютном выражении эта статья сократилась более чем в 2 раза.

*«Управляемость» денежных потоков – основной недостаток выпуска*

В нашем комментарии к размещению облигаций УЭМ (см. наш ежедневный обзор от 06.03.2007) мы отмечали риск «управляемости» денежных потоков компании в качестве основного кредитного недостатка выпуска. Снижение финансовых результатов УЭМ на фоне высоких цен на медь, на наш взгляд, как раз является фактом реализации этого риска.

*УЭМ – ключевой  
производственный актив  
УГМК, однако...*

Мы не считаем, что уменьшение выручки и рентабельности создает существенную угрозу для интересов кредиторов УЭМ: уровень долговой нагрузки компании остается вполне комфортным, и не видим причин для его резкого роста. Однако сам по себе факт резкого изменения структуры выручки в сторону низкодоходных операций оказывает негативное влияние на кредитный профиль компании. В любом случае, УЭМ остается ключевым производственным активом группы УГМК, что, на наш взгляд, при высоких текущих ценах на медь, является основным фактором кредитного качества компании.

*... риски компании нельзя  
приравнять к рискам  
группы в целом*

С другой стороны, активное перераспределение денежных потоков с использованием по сути «толлинговых» механизмов, по нашему мнению, не позволяет приравнять риск УЭМ к риску всей группы УГМК. Пока конъюнктура на рынке меди остается благоприятной, результатов УЭМ вполне достаточно для обслуживания обязательств, однако в случае существенного снижения цен на медь, ситуация может измениться.

*Отсутствие  
консолидированной  
отчетности не  
позволяет оценить долг  
группы УГМК*

Еще один негативный аспект, который мы выделяем в кредитном профиле УЭМ – отсутствие публичной консолидированной отчетности группы УГМК. Мы полагаем, что реальный уровень долговой нагрузки группы существенно выше, чем у УЭМ: в пользу этого предположения свидетельствует тот факт, что 25% пакет акций УЭМ находится в залоге.

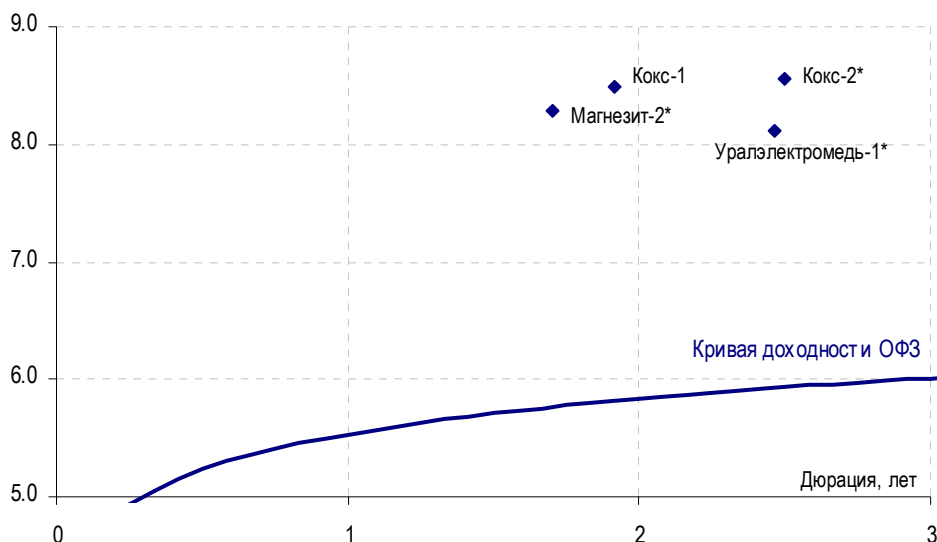
*Рекомендуем  
зафиксировать прибыль с  
ориентиром по цене  
100.10-100.30%*

На наш взгляд, текущая цена облигаций УЭМ (100.70%, УТР: 8.11%, оферта: март 2010 г., спрэд к ОФЗ: 218 б.п.) не учитывает фактор «перераспределения» денежных потоков внутри группы. Мы сохраняем нашу оценку «справедливого» спреда УЭМ на уровне 240-250 б.п. к ОФЗ. В связи с этим мы рекомендуем зафиксировать прибыль в бумагах компании с ориентиром по цене на уровне 100.10-100.30%.

*Облигации Кокса более  
привлекательны по  
сравнению с выпуском  
УЭМ*

На наш взгляд, облигации Кокса остаются хорошей альтернативой для бумаг УЭМ: финансовая прозрачность Кокса существенно выше, долговая нагрузка – вполне сопоставима, а структура доходов существенно шире, чем у УГМК/УЭМ. В настоящий момент бумаги Кокса предлагают премию к доходности УЭМ в размере 35-40 б.п.

#### Доходность облигаций на 1 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## МОЭСК: еще один повод «зафиксироваться»

*Недобор по плате за подключение подтолкнет компанию к наращиванию долга*

Опубликованные недавно финансовые результаты МОЭСК по РСБУ за 1кв2007 на первый взгляд выглядят более чем позитивно: выручка растет, рентабельность остается высокой, долговая нагрузка – ниже 1х Долг/ЕБИТДА. Однако при более внимательном анализе отчетность компании позволяет сделать вывод о том, что плата за подключение собирается пока существенно медленнее запланированного графика. Мы ожидаем, что к середине-концу текущего года у компании возникнет дефицит по финансированию инвестиционной программы и ей придется более активно наращивать долг.

Основные финансовые результаты МОЭСК за 1 кв2007:

- выручка: 9.1 млрд руб. (+21.4% к 1кв2006);
- ЕБИТДА: 3.1 млрд руб., маржа ЕБИТДА: 33.6%;
- Долг/ЕБИТДА: 0.5х.

Рост выручки по сравнению с 1кв2006 связан с запуском механизма сбора платы за технологическое присоединение. Точные данные о размере полученной выручки за подключение в отчетности компании не раскрыты. Однако с учетом уменьшения доли доходов от транспортировки э/э с 97% в 1кв2006 до 77% в 1кв2007 мы полагаем, что на выручку по присоединению пришлось 20-22% от совокупной выручки компании за 1 квартал.

*Сбор платы за подключение идет с существенным отставанием от годового плана*

Собираемая плата за подключение отражается в выручке компании только по факту оказания услуги, а до этого момента учитывается в составе прочих долгосрочных обязательств. Исходя из изменения этой статьи мы оцениваем объем собранной платы за подключение в 1 квартале 2007 года в 1.5-1.7 млрд руб. Представитель компании подтвердил нам правильность порядка этих оценок.

Суммарный план МОЭСК по сбору платы за подключение на 2007 г. составляет более 20 млрд руб. По данным компании, к сегодняшнему дню было собрано около 20% от годового плана. Таким образом, очевидно, что сбор платы за подключение идет с существенным отставанием от графика.

*Потребность в новом долге на 2007 г. увеличилась до 16-18 млрд руб.*

Инвестиционная программа МОЭСК на 2007 г. составляет около 45 млрд руб. (по сводным данным РАО ЕЭС). С учетом «недобора» платы за подключение, по нашим оценкам, компания в течение 2007 г. сможет профинансировать за счет собственных источников 16-18 млрд руб. (первоначальный план: 26 млрд руб). Остальные средства МОЭСК, судя по всему, придется привлекать за счет долгового финансирования. В финансовой модели компании на 2007 г. уже запланировано размещение облигаций на сумму 10 млрд руб., соответственно, общая потребность в новом долге может увеличиться до 16-18 млрд руб. Однако даже при этом компании придется переносить часть инвестиционных расходов на следующие годы.

*Долговая нагрузка должна существенно вырасти*

Мы ожидаем, что к концу 2007-середине 2008 г. долговая нагрузка МОЭСК вырастет до 2.5-3х Долг/ЕБИТДА. Мы не склонны драматизировать эту ситуацию: монопольное положение компании на «главном» энергетическом рынке страны является существенным «фактором поддержки» для кредитного качества компании. Однако при оценке «справедливой» доходности облигаций мы рекомендуем принимать этот факт во внимание.

При этом мы еще раз подчеркиваем, что с фундаментальной точки зрения мы оцениваем кредитное качество МОЭСК как очень сильное по следующим характеристикам:

- высокая операционная эффективность: низкий уровень потерь в сетях;
- очень высокая вероятность поддержки со стороны местных и федеральных властей.

**Мы предпочитаем риск  
Тюменьэнерго и ТГК-1**

Рост долга в связи с высокими инвестиционными потребностями характерен для большинства компаний электроэнергетической отрасли. Это объективная реальность и она в конечном итоге должна отражаться в уровнях доходности облигаций. Среди РСК мы предпочитаем кредитный риск Тюменьэнерго (низкая потребность в долге), а среди генерирующих компаний – ТГК-1 (высокая эффективность, премия к бумагам ОГК).

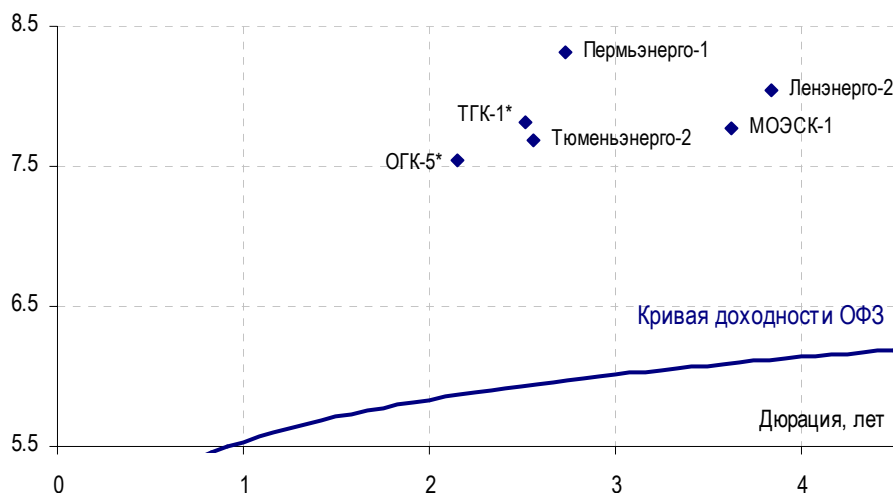
**Рекомендуем  
«зафиксировать» МОЭСК  
с ориентиром  
101.00-101.10%**

Текущий спрэд МОЭСК-1 составляет 165-167 б.п. к ОФЗ (цена: 101.50-101.60% УТМ: 7.77%). На наш взгляд, с учетом больших долговых потребностей компании, такой уровень доходности представляется несколько заниженным. В связи с этим мы в очередной раз подтверждаем нашу рекомендацию «фиксировать прибыль» в бумагах МОЭСК. Наш ориентир по спрэду: 180 б.п. к ОФЗ, по цене: 101.00-101.10% от номинала.

**Бумаги Ленэнерго также  
переоценены**

Пока у нас нет данных о сборе платы за подключение Ленэнерго. Однако мы полагаем, что из-за высокого тарифа, для этой компании также актуален вопрос «недора» платы за подключение. При этом уровень долговой нагрузки Ленэнерго по итогам 2007 г. может оказаться существенно выше, чем у МОЭСК (до 4х). «Справедливый» спрэд Ленэнерго мы оцениваем в 220 б.п. к ОФЗ (текущий спрэд: 190 б.п.). Мы считаем бумаги компании переоцененными и рекомендуем зафиксировать прибыль в них.

### Доходность облигаций на 1 июня



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.