

# Рублевые корпоративные облигации

3 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- SUN InBev: отличные консолидированные результаты » *стр. 3*
- Промтрактор-1: новый купон ниже, чем хотелось бы » *стр. 4*
- ЭМАльянс будет привлекателен с новым купоном » *стр. 5*

## Индикаторы

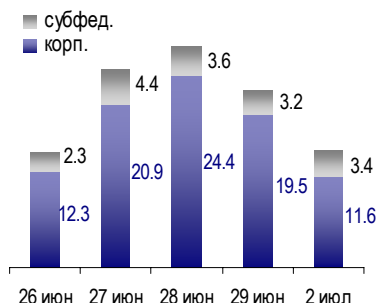
Долларов США за Евро	1.3625	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	25.7234	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 73.81	+ 1.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.35%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.04%	- 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	102	+ 8 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	555.2	+ 26.6
Остатки на д/с, млрд руб.	777.7	+ 19.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 55.9	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Размещение выпуска Стройтрансгаз-2 (5 млрд руб., 5 лет) планируется в июле

## Объем торгов на ММВБ

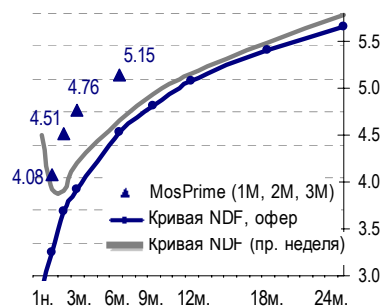


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

5 июл	Заседание ЕЦБ по ставкам
	Размещение дебютного выпуска ОГК-2 (5 млрд руб., 3 года)
6 июл	Размещение АПК ОГО-3 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
10 июл	Размещение ИКС 5 Финанс-1 (9 млрд руб., оферта через 3 года)
12 июл	Размещение Рост-Лайн-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
16 июл	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
18 июл	Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (8 млрд руб., дюрация 4.3 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	101.85	+ 15	5.2	6.99%
Газпром-4	104.94	+ 13	2.3	6.23%
ЛУКОЙЛ-3	101.10	+ 10	3.9	6.92%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	103.45	+ 17	2.7	*7.21%
PKC-1	100.70	+ 14	0.3	*7.30%

## Лидеры падения

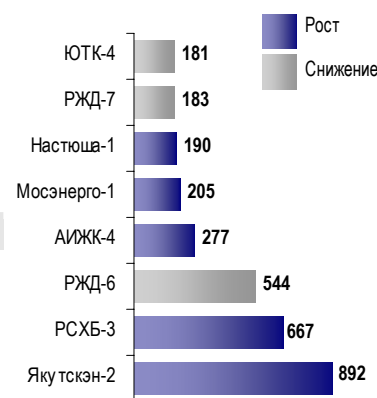
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	102.60	- 20	3.9	*7.10%
РЖД-6	102.30	- 20	3.0	6.68%
Газпром-8	101.45	- 5	3.8	6.72%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	103.43	- 22	2.2	7.04%
РусСтандарт-4	100.40	- 20	0.6	7.75%
Ленэнерго-2	102.51	- 13	3.8	8.03%

## Лидеры по оборотам



\*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	100.80	100.35	7.22	1.62	150	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	6.98	0.62	172	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.85	7.26	0.93	181	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.10	102.15	7.33	0.94	187	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	100.05	9.00	1.80	324	350	↑
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.30	101.10	7.82	3.55	175	180	↑
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.90	1.62	219	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.20	7.52	2.17	168	140	↓
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Сибакadem-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.62	1.79	287	-	↑
Сибакadem-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.81	3.55	274	-	↑
<b>ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Свяэинвеста должна составлять около 60 б.п.</b>									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.10	103.20-103.50	7.60	1.58	191	230-250	↑
<b>Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности</b>									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.05-100.25	8.10	2.39	221	240-250	↑
<b>Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.</b>									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.75	103.10-103.40	8.91	1.58	322	280-300	↓
Интегра-2	19/06	Покупать	103.30	104.35-104.75	9.35	2.18	350	280-300	↓

## SUN InBev: отличные консолидированные результаты

**Опубликована  
консолидированная  
отчетность группы SUN  
Interbrew**

Недавно второй крупнейший российский производитель пива – САН ИнБев опубликовал консолидированную отчетность своей материнской структуры (SUN Interbrew Ltd, SIL) по GAAP. Поскольку российские операции составляют более 75% от выручки группы, эта отчетность дает весьма точное представление о финансовых результатах поручителя по облигационному займу компании.

Мы отмечаем продолжение динамичного роста выручки, повышение рентабельности и существенное снижение долговой нагрузки. В 2006 г. финансовые результаты оказались настолько сильными сами по себе, что они отодвигают фактор финансовой поддержки со стороны InBev на второй план с точки зрения значимости для кредитного качества.

### Финансовые результаты SUN Interbrew Ltd по GAAP, EUR млн

Период	Выручка	ЕБИТДА*	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТ, раз	ЕБИТ / Проценты, раз
2005	895	179	20,0%	362	2.0x	9.1x
2006	1 175	260	22,8%	285	1.1x	13.4x

*Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка*

*\* до вычета внеоперационных статей расходов*

**Рост выручки и  
рентабельности**

Рост выручки группы за 2006 г. составил около 31%, при этом выручка российского подразделения за прошлый год выросла на 35%. Основными факторами роста объемов операций явились общий рост российского пивного рынка и увеличение доли рынка, приходящейся на продукцию компании.

Рентабельность компании в 2006 выросла как за счет увеличения валовой маржи, так и за счет снижения удельного веса операционных расходов.

**Инвестиции-2006 были  
профинансированы без  
долга, долговая нагрузка  
снизилась до 1.1x**

В 2006 г. SIL осуществила крупные инвестиции (EUR283 млн), которые оказались почти на 50% больше, чем инвестиции Балтики. Несмотря на столь существенную инвестиционную активность, все вложения были профинансированы за счет операционных денежных потоков, при этом компании удалось дополнительно погасить часть долгов. В итоге долговая нагрузка SIL снизилась до уровня 1.1x Долг/ЕБИТДА с 2х годом ранее.

**Балтика и САН ИнБев  
пришли к состоянию,  
когда они могут  
обойтись без увеличения  
долга**

Текущее финансовое состояние 2 сильнейших российских пивоваренных компаний в настоящий момент позволяет им генерировать денежные потоки, достаточные для финансирования даже весьма масштабных инвестиций. Долговая нагрузка SIL невысока, а Балтика закончила 2006 г. с отрицательным значением чистого долга. Мы полагаем, что существенный рост долговой нагрузки компаний может произойти только в том случае, если они будут вовлечены в крупные сделки M&A, т.к. их текущая операционная деятельность не требует привлечения значительных объемов долга.

Текущие спрэды облигаций САН ИнБев (около 160 б.п.), по нашему мнению, в полной мере отражают очень сильные финансовые результаты компании, поэтому мы считаем бумаги оцененными справедливо.

## Промтрактор-1: новый купон ниже, чем хотелось бы

*Большинство инвесторов, видимо решит не расставаться с бумагой*

Недавно Промтрактор установил ставки купонов по первому выпуску облигаций на уровне 9.2% до погашения через 1 год. В результате эффективная доходность бумаг компании составит 9.41%, что соответствует спреду в 390 б.п. к кривой ОФЗ. Мы позитивно оцениваем кредитный профиль Промтрактора и склонны считать, что при такой доходности большинство инвесторов предпочтет не расставаться с облигациями. Спрэд Промтрактор-1 после оферты будет даже несколько шире, чем спрэд второго выпуска компании.

*Но с фундаментальной точки зрения доходность Промтрактора выглядит несколько заниженной*

Однако мы склонны отмечать и существенные недостатки кредитного профиля Промтрактора, которые заставляют нас считать сложившиеся на сегодняшний день уровни доходности ее бумаг несколько заниженными:

- сохраняющийся высокий уровень долговой нагрузки: по нашим оценкам, консолидированный Долг/ЕБИТДА группы по итогам 2006 г. составил 4-5х;
- низкая финансовая прозрачность: инвесторы к настоящему моменту не располагают даже предварительной оценкой финансовых результатов за 2006 год;
- неопределенность относительно потребностей компании в финансировании инвестиций на ближайшие годы.

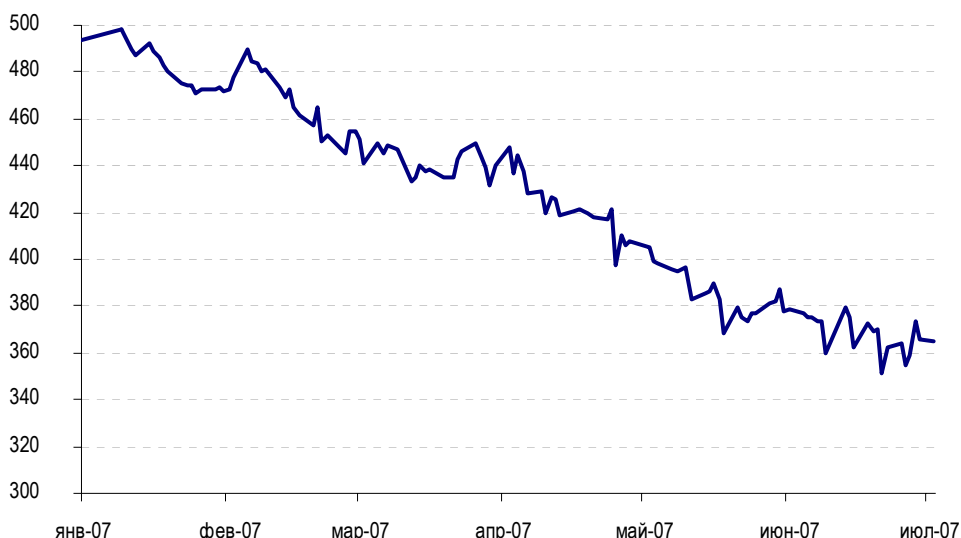
*Финансовая прозрачность пока очень сильно отстает*

Промтрактор радикально отличается в лучшую сторону от большинства российских предприятий тяжелого машиностроения: компания активно развивается, вкладывая средства в развитие производства и обновление мощностей. Высокая долговая нагрузка является логичным следствием активной политики компании и не вызывает существенных опасений. Однако достаточно сложная и разветвленная структура группы не позволяет составить детального представления о реальных финансовых результатах: с точки зрения прозрачности компания пока существенно отстает от «лучших примеров».

*Наша оценка «справедливого» спреда Промтрактора: 450 б.п.*

С начала 2007 г. цена второго выпуска Промтрактора существенно выросла: с 100 до 103% от номинала, в результате спреда бумаги сузились с 500 б.п. до 360-370 б.п. к ОФЗ. На наш взгляд, это слишком оптимистичная оценка кредитного качества компании: наша оценка «справедливого» спреда Промтрактора составляет около 450 б.п. к ОФЗ. Столь существенный рост цен на бумаги компании, по нашему мнению, связан в первую очередь с дефицитом качественного кредитного риска во втором эшелоне.

Спрэд облигаций Промтрактор-2 к ОФЗ, б.п.



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ЭМАльянс: привлекателен с новым купоном

*С купоном 10% к следующей годовой оферте бумаги ЭМАльянса будут выглядеть привлекательно*

В пятницу ЭМАльянс объявил новую годовую оферту и установил ставку купона в размере 10%. Мы полагаем, что облигации ЭМАльянса будут выглядеть достаточно привлекательно после прохождения оферты. Исходя из цены 100.15-100.20%, доходность к следующей оферте может составить около 10.00% УТР, что эквивалентно спреду к ОФЗ 450 б.п.

По нашему мнению, бумаги ЭМАльянса сохраняют потенциал сужения спрэдов. После завершения сделки по созданию совместного предприятия с Атомэнергомашем вероятность государственной поддержки компаний-поручителей по облигационному займу существенно увеличилась. Фактор господдержки, на наш взгляд, пока не полностью учтен в цене облигаций из-за очень низкой ликвидности.

*Акции основных поручителей уже переданы в госхолдинг, что еще не полностью учтено в цене облигаций*

В сентябре 2006 года было завершено формирование холдинговой компании ОАО «ЭМАльянс-Атом» - совместного предприятия ЭМАльянса и Атомэнергомаша, в котором госкомпания получила контрольный пакет. Со стороны ЭМАльянса в капитал частотно-государственного холдинга были внесены контрольные пакеты акций основных производственных активов атомного сегмента – машиностроительного завода «ЗиО-Подольск» и инжиниринговой компании «ЗИОМАР». Эти же компании являются поручителями по облигациям ЭМАльянса. Мы считаем переход компаний-поручителей под госконтроль позитивным событием для кредитного качества бумаг ЭМАльянса.

На наш взгляд, после получения нового статуса производственные предприятия группы могут рассчитывать на более широкий спектр источников финансирования. Инвестиционная программа ЭМАльянса до 2011 года оценивается в \$120 млн. На более долгосрочную перспективу компания планирует инвестировать до \$300 млн. Привлечение долгового финансирования вполне возможно, однако мы не ожидаем агрессивного роста долговой нагрузки в ближайшие годы.

Приоритетным направлением для компании «ЭМАльянс-Атом» станет продвижение оборудования для атомных электростанций. Компания является основным поставщиком оборудования как для иностранных проектов Атомстройэкспорта (Бушер, Куданкулам, Белене), так и для внутреннего рынка (Белоярская, Волгодонская, Ростовская АЭС). Государственный контроль над холдингом может способствовать гарантированному получению заказов. По данным компании, портфель заказов на 2007 г. полностью сформирован.

*Еще один позитивный аспект: развитие бизнеса и рост спроса в сегменте котельного оборудования*

В качестве еще одного позитивного момента мы отмечаем активные инвестиции в развитие еще одного важного производственного актива ЭМАльянса (Красный Котельщик, не вошел в сделку с Атомэнергомашем, является поручителем по облигациям). В связи с принятием масштабной инвестпрограммы РАО ЕЭС, мы ожидаем значительного роста спроса на котельное оборудование. Все это может вызвать интерес иностранных машиностроительных концернов к приобретению Красного Котельщика: в качестве претендента на покупку в частности рассматривается французский Alstom.

*Негативный аспект – низкая финансовая прозрачность*

Основным негативным фактором кредитного качества ЭМАльянса является его низкая финансовая прозрачность. Публикуется только отчетность по РСБУ отдельных юридических лиц. При этом консолидированные данные недоступны, а выделение сегмента атомного машиностроения в отдельный частно-государственный холдинг вряд ли способствует повышению прозрачности. Тем не менее, сам факт потенциальной господдержки частично компенсирует недостаток финансовой информации.

*ЭМАльянс остается единственной бумагой со значительной господдержкой и доходностью выше 10%*

Мы полагаем, что после прохождения оферты облигации ЭМАльянса могут быть привлекательны для покупки, т.к. на рынке больше нет бумаг эмитентов, входящих в сферу стратегических интересов государства и при этом предлагающих доходность около 10%. Однако потенциал сужения спрэдов может быть ограничен из-за низкой ликвидности, и соответственно, ограниченного спроса на бумагу.

## 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
-----------------	----------------------	-------------------

## 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.