

# Рублевые корпоративные облигации

4 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- ОГК-2: комментарий к размещению » *стр. 3*
- ОГК-5: слишком дорого относительно «соседей» » *стр. 5*
- ТМК: наконец-то «ВВ-» *стр. 5*

## Индикаторы

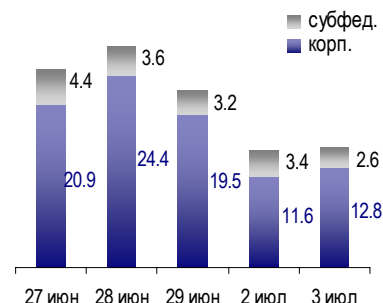
Долларов США за Евро	1.3610	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.6710	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 73.95	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.35%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.02%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	103	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	507.0	- 48.2
Остатки на д/с, млрд руб.	835.2	+ 57.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 33.8	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- Дальневосточная генерирующая компания планирует дебютный выпуск (5 млрд руб., 5 лет)

## Объем торгов на ММВБ

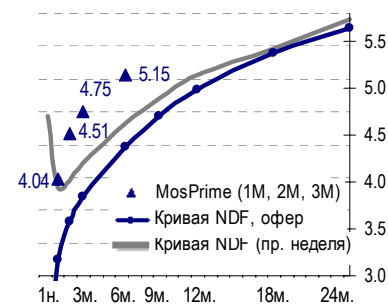


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

4 июл	Доразмещение ОФЗ-АД 46018 (2.8 млрд руб., дюрация 8.5 лет)
5 июл	Заседание ЕЦБ по ставкам Размещение дебютного выпуска ОГК-2 (5 млрд руб., 3 года) Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 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)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	101.69	+ 29	3.7	6.95%
ФСК-1	101.40	+ 21	0.5	5.75%
ЛУКОЙЛ-4	102.45	+ 20	5.2	7.04%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-1	100.80	+ 15	0.9	8.80%
Детский Мир	101.50	+ 10	5.9	8.41%
ТГК-4	99.99	+ 9	1.8	*7.75%

## Лидеры падения

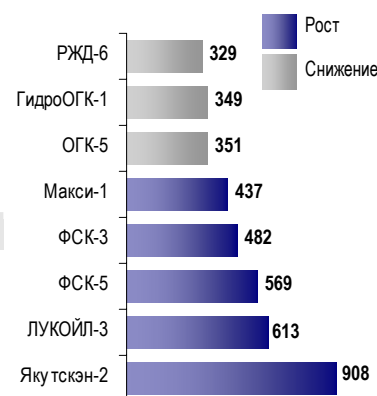
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	101.25	- 5	2.0	*7.03%
Газпром-4	104.90	- 4	2.3	6.25%
ОГК-5	100.42	- 3	2.1	*7.42%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-3	100.65	- 25	1.2	*9.18%
КамАЗ-2	100.70	- 23	1.2	*7.97%
СаНОС-2	105.25	- 20	2.1	7.66%

## 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	100.80	100.35	7.22	1.62	151	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	6.98	0.61	173	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.85	7.25	0.92	181	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.10	102.15	7.33	0.94	188	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	100.10	9.00	1.79	325	350	↑ 25
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.20	101.15	7.85	3.55	179	180	↔
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.89	1.61	219	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.25	7.52	2.17	169	140	↓ 30
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.62	1.79	288	-	↑
Собакадем-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	104.00	103.20-103.50	7.66	1.57	198	230-250	↑ 30-50
<b>Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности</b>									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.80	100.05-100.30	8.06	2.39	218	240-250	↑ 20-30
<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	1.57	322	280-300	↓ 20-40
Интегра-2	19/06	Покупать	103.40	104.35-104.80	9.30	2.18	346	280-300	↓ 45-65

## ОГК-2: комментарий к размещению

*Ожидаем, что доходность на аукционе окажется ниже ориентиров организатора*

Завтра состоится размещение облигаций еще одной из тепловых оптовых генкомпаний, ОГК-2 (5 млрд руб., погашение через 3 года). Поскольку все ОГК весьма близки по масштабам бизнеса и другим характеристикам, мы сравниваем компанию с уже присутствующими в настоящий момент на рынке «сестрами». Предлагаемый в настоящий момент организатором ориентир по доходности бумаг (купон: 7.80%, УТМ: 7.95%, спред к ОФЗ: около 200 б.п.) представляется нам несколько завышенным. Поэтому мы ожидаем, что на аукционе доходность сложится на 10-20 б.п. ниже данного ориентира.

*ОГК-2 по основным параметрам незначительно отличается от всех остальных Тепло-ОГК*

ОГК-2 – одна из шести тепловых оптовых генкомпаний. В основу формирования Тепло-ОГК был положен принцип «равноценности» включаемых в компании генерирующих мощностей, поэтому все ОГК в значительной мере сходны между собой по операционным и финансовым характеристикам. Суммарная установленная мощность ОГК-2 составляет 8.7ГВт, при этом компания характеризуется высоким уровнем загрузки мощностей (более 60%). В настоящий момент доля РАО ЕЭС в капитале компании составляет более 80%, однако в течение 2007 г. в результате допэмиссии акций доля РАО должна снизиться до контрольной.

*Основной актив ОГК-2 – Сургутская ГРЭС-1 – более 50% выработки компании*

Основные операционные и финансовые характеристики ОГК определяются особенностями крупнейших станций, входящих в состав компаний. В состав ОГК-2 входит одна из самых эффективных и привлекательных с инвестиционной точки зрения станций, входящих в структуру РАО ЕЭС – Сургутская ГРЭС-1 (СГРЭС-1, мощность: 3.3ГВт). В 2006 г. на эту станцию пришлось более 50% выработки ОГК-2. Именно работа этой станции в значительной мере определяет результаты всей ОГК-2. Ключевые особенности СГРЭС-1:

- высокая топливная эффективность, высокий уровень загрузки мощностей (84%);
- отсутствие дефицита газа;
- значительная конкуренция в сургутском энергорайоне, наличие нескольких станций, сходных по характеристикам;
- высокий спрос на энергию в региональной энергосистеме.

Спрос на электроэнергию в Сургутском районе тюменской энергосистемы формируется в основном за счет нефтедобывающих компаний, соответственно, станции работают в относительно «гладком» графике при высоком уровне загрузки мощностей. В связи с активизацией добычи ожидается, что в ближайшее время сформируется дефицит электроэнергии, в связи с этим угроза снижения цен для СГРЭС-1 не является актуальной.

*Спрос на энергию сургутских станций высок и продолжает расти*

В сургутском энергорайоне присутствует 2 крупных станции: СГРЭС-1 (ОГК-2) и СГРЭС-2 (ОГК-4), при этом СГРЭС-2 является более крупной (4.8ГВт) и современной станцией с чуть более низким расходом топлива. Однако в условиях высокого спроса на э/энергию эти различия не являются критическими: обе станции работают на очень высокой загрузке мощностей, а их тарифы отличаются всего на 5%. Высокий спрос на энергию сургутских станций приводит к тому, что цена на э/энергию на свободном рынке на 10 коп. (более чем на 30%) превышает уровень регулируемых тарифов.

*Проблема дефицита газа неактуальна для СГРЭС-1*

Несмотря на то, что СГРЭС-1 закупает газ у Сургутнефтегаза (т.е. цены на него не являются регулируемыми), нахождение станции вблизи крупных источников топлива определяет относительно невысокую цену и стабильные поставки газа для станции.

В целом наличие в структуре компании относительно современной, крупной и эффективной СГРЭС-1 определяет достаточно высокую рентабельность и предсказуемость финансовых результатов всей ОГК-2.

Две других крупных станции ОГК-2 Ставропольская и Троицкая ГРЭС уступают СГРЭС-1 по эффективности и загрузке мощностей. Однако у них также есть свои плюсы:

- Ставропольская ГРЭС (2.4ГВт): относительно современная и экономичная станция, работающая в ОЭС Юга, где в последнее время наблюдается значительный рост потребления энергии. Тарифы станции вполне конкурентны по сравнению с другими крупными генераторами ОЭС Юга; станция пока не испытывает дефицита газа: доля лимитного топлива превышает 80%;

- Троицкая ГРЭС (2.1ГВт): угольная станция с относительно невысокой топливной эффективностью, которая до последнего времени работала при невысоком уровне загрузки. Однако рост цен на газ и увеличение спроса на энергию привели к существенному росту загрузки станции в 2006 г. Станция расположена на границе с Казахстаном и имеет хороший экспортный потенциал.

*У ОГК-2 пока нет консолидированных результатов*

В настоящий момент инвесторам недоступна консолидированная финансовая отчетность компании за 2006 г., т.к. ее аудит пока не завершен. Мы приводим финансовые показатели ОГК-2 за 2006 г., рассчитанные на основании данных организаторов и наших оценок:

- выручка: 26.7 млрд руб.;
- Рентабельность по EBITDA: около 12%\*;
- Долг на 30.03.2007: 4.2 млрд руб.;
- Долг/EBITDA: 1.3-1.6х.

*Наша оценка рентабельности ОГК-2: около 12% EBITDA Margin*

В связи с отсутствием консолидированных данных, мы самостоятельно оценили рентабельность ОГК-2 на уровне около 12% EBITDA Margin. Эта оценка основана на сравнении с показателями других Тепло-ОГК за 2006 г. Мы полагаем, что рентабельность ОГК-2 за прошлый год должна была оказаться несколько выше среднего показателя по ОГК (около 10%) из-за незначительного влияния эффекта теплой зимы на результаты крупнейшей станции СГРЭС-1.

*Потребность в долговом финансировании на 4 года: 15-20 млрд руб.*

Инвестиционная программа компании на 2007-2010 г. составляет около 75 млрд руб. до 2010 года. Основная часть инвестиций должна быть профинансирована за счет доэмиссии на сумму около 40 млрд, запланированной на осень 2007 г. За счет собственных источников компания, по нашим прогнозам, способна в течение 4 лет профинансировать еще 15-20 млрд руб., соответственно, суммарная потребность в долге составит 15-20 млрд руб.

*Если компания привлечет кредит ЕБРР, то в ближайшие годы предложение нового рыночного долга маловероятно*

В настоящий момент ОГК-2 ведет переговоры с ЕБРР о привлечении кредита на сумму около 9 млрд. Несмотря на то, что к концу 2007 г. совокупный долг ОГК-2 может заметно увеличиться, величина чистого долга, по результатам доэмиссии будет отрицательной. Если привлечение кредита ЕБРР состоится, оно станет позитивной новостью для покупателей облигаций ОГК-2, т.к. это будет означать, что потребность компании в публичных заимствованиях на ближайшие годы будет очень невысокой.

*ОГК-2 будет не менее привлекательной для стратегических инвесторов, в т.ч. Газпрома*

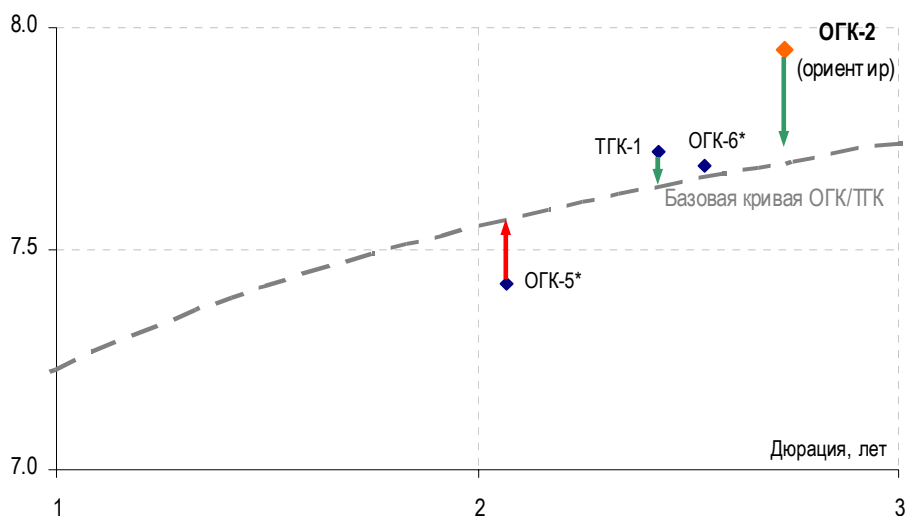
Мы полагаем, что доэмиссия ОГК-2 может привлечь очень широкий круг стратегических инвесторов, т.к. СГРЭС-1 является действительно привлекательным активом. ОГК-2 входит в число компаний, интерес к которым, по данным прессы, проявляет Газпром. На наш взгляд, ОГК-2 способна привлечь широкий круг стратегических инвесторов – как поставщиков газа, так и добывающих предприятий, расположенных в Сургутском районе.

*Наша оценка «справедливой» доходности ОГК-2: 7.65-7.75% на 3 года*

По нашему мнению, кредитный профиль ОГК-2 ничуть не уступает ОГК-5 и ОГК-6. У каждой из компаний есть свои преимущества и недостатки, однако в целом они вполне сопоставимы по масштабам и эффективности. Наша оценка «справедливого» спреда тепловых ОГК составляет 170-180 б.п. к ОФЗ. Исходя из этого, мы оцениваем «справедливую» доходность ОГК-2 в 7.65-7.75% к погашению, что соответствует ставке купона на уровне 7.50-7.60%.

Если на аукционе сложится премия к этому уровню, она может быть связана, например, отсутствием у компании консолидированных финансовых результатов, однако этот недостаток является лишь временным явлением. После проведения доэмиссии акций компания будет публиковать отчетность по МСФО регулярно. К тому же, с начала 2007 г. отчетность ОГК-2 по РСБУ также будет вполне репрезентативной.

## Доходность облигаций на 3 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ОГК-5: слишком дорого относительно «соседей»

*Ажиотажный спрос на ОГК-5 не имеет достаточных объективных причин*

В последнее время мы отмечаем высокий спрос на бумаги ОГК-5, который совпал во времени с продажей блокпакета акций итальянскому концерну ENEL. В результате спрэды бумаг ОГК-5 оказались почти на 20 б.п. уже, чем у сопоставимых по кредитному качеству компаний – ОГК-6 и ТГК-1. В связи с этим мы рекомендуем «зафиксировать прибыль» в бумагах ОГК-5 и «переложиться» в бумаги ОГК-6, ОГК-2 или ТГК-1.

*Приход «сильных» стратегов – скорая судьба всех ОГК*

Мы уже отмечали, что продажа блокпакета акций ОГК-5 не оказывает прямого влияния на кредитное качество компании, т.к. де-факто компания пока остается «дочерней» структурой РАО ЕЭС. Особенностью ОГК-5 является только ее статус «пилотного» проекта выделения компании из структуры РАО, однако в течение ближайшего года все остальные ОГК также пройдут через аналогичные процедуры. При этом мы полагаем, что интерес «стратегов» к отрасли не будет угасать еще в течение длительного времени, поэтому продажи акций генкомпаний продолжат вызывать значительный спрос в т.ч. у иностранных инвесторов.

Если ОГК-2, ОГК-6 и ТГК-1 попадут в зону интереса со стороны Газпрома, субъективная значимость этого фактора, возможно, будет даже выше, чем приход иностранного стратегического инвестора.

*Рекомендуем «зафиксировать» ОГК-5 и «переложиться» в ОГК-2, ОГК-6 и ТГК-1*

Мы считаем, что кредитный профиль ОГК-2, ОГК-6 и ТГК-1 не слабее, чем ОГК-5, поэтому мы полагаем, что бумаги всех этих компаний должны торговаться с одинаковыми премиями к базовой кривой. С этой точки зрения облигации ОГК-5 выглядят существенно переоцененными. Мы рекомендуем:

- «зафиксировать прибыль» в ОГК-5 с ориентиром 100.10% (текущая цена: 100.40%);
- «переложиться» в бумаги ОГК-2 (на завтрашнем аукционе), ОГК-6 и ТГК-1:
  - ОГК-6: с ориентиром 100.10-100.15% (текущая цена: 100.00%);
  - ТГК-1: с ориентирами 100.50-100.60% (текущая цена: 100.40%).

## ТМК: наконец-то «ВВ-»

Вчера агентство S&P повысило кредитный рейтинг ТМК до уровня «ВВ-». Мы неоднократно отмечали излишне консервативное, на наш взгляд, отношение рейтинговых агентств к кредитному качеству компании. Повышение рейтинга выглядит абсолютно обоснованным и даже несколько запоздалым решением. Однако мы не ожидаем, что оно окажет существенное влияние на цены облигаций компании, т.к. они уже достаточно давно торгуются со спрэдами, соответствующими рейтинговой категории «ВВ».

## 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.