

# Рублевые корпоративные облигации

13 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- 7К: операционные результаты 2 кв. 2007г. » *стр. 3*
- Ленэнерго: инвестпрограмма важнее, чем выход Fortum » *стр. 4*

## Индикаторы

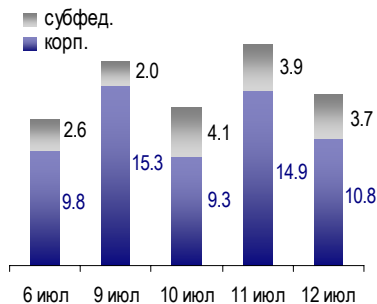
Долларов США за Евро	1.3792	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	25.5146	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 76.61	- 1.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.32%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.06%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	95	- 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	473.8	+ 5.3
Остатки на д/с, млрд руб.	743.7	- 25.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 101.2	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Энергоцентр-1 (3 млрд руб.) размещен под 9.51% годовых к оферте через 1.5 года
- Выпуск Домоцентр-1 (1 млрд руб.) размещен под 11.83% годовых к оферте через 1.5 года

## Объем торгов на ММВБ

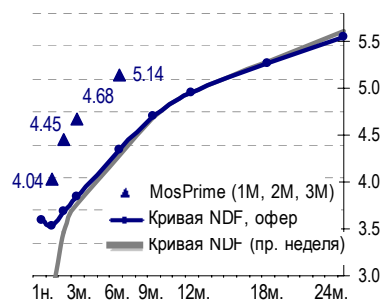


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 16 июл Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 17 июл Размещение МИЭЛЬ-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
- 18 июл Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (11 млрд руб., дюрация 4.3 года)
- 19 июл Размещение Моторостроитель-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)  
Размещение ЛСР-Инвест-2 (3 млрд руб., 2-летняя оферта)  
Размещение Банк Россия-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
- 20 июл Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	102.35	+ 24	3.7	6.76%
ЛУКОЙЛ-4	103.22	+ 12	5.2	6.89%
Газпром-6	101.60	+ 10	1.9	6.20%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОЭСК-1	101.52	+ 12	3.5	7.76%
УРСИ-5	101.75	+ 12	0.7	6.90%
ХКФБ-2	100.50	+ 10	1.7	*9.13%

## Лидеры падения

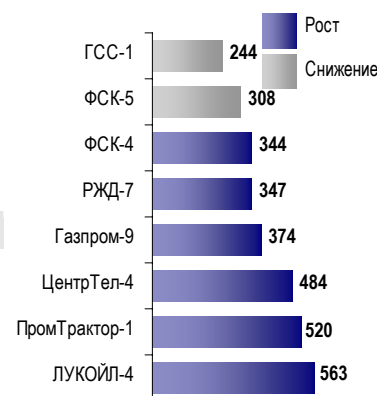
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	103.70	- 30	4.8	*7.04%
Мосэнерго-1	101.15	- 25	2.0	*7.08%
Мосэнерго-2	102.50	- 15	3.9	*7.13%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	103.50	- 20	2.6	*7.18%
НК Альянс-1	101.10	- 15	2.0	*8.52%
Магнит-2	100.57	- 8	3.9	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.
<b>Трубные компании</b>									
ТМК-2	05/09	Держать	100.90	100.60	7.14	1.60	160	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.80	100.75	6.68	0.59	170	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.65	102.00	7.43	0.90	221	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.10	102.30	7.26	0.91	203	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.30	8.87	1.77	327	350	↑
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.50	101.40	7.76	3.53	177	180	↑
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.88	1.59	234	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.50	7.52	2.14	181	140	↓
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.61	1.77	301	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.80	3.53	281	-	↑
<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	104.40	103.40-103.70	7.36	1.55	184	230-250	↑
<b>Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности</b>									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.35-100.55	8.10	2.36	234	240-250	↑
<b>Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.</b>									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.60	103.30-103.60	8.99	1.55	346	280-300	↓
Интегра-2	19/06	Покупать	103.45	104.60-105.00	9.26	2.16	355	280-300	↓
<b>ОГК-5: «фиксировать прибыль», бумага сильно переоценена относительно других ОГК</b>									
ОГК-5	06/07	Фиксировать прибыль	100.60	100.50	7.33	2.05	164	170	↑
<b>ОГК-6: бумага оценена адекватно, но премия остается привлекательной</b>									
ОГК-6	06/07	Купить и держать	100.05	-	7.66	2.52	186	170	↓
<b>ТГК-1: «покупать» на ожиданиях о результатах допэмиссии</b>									
ТГК-1	06/07	Покупать	100.50	-	7.67	2.42	190	180	↓
<b>ТГК-10: недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК</b>									
ТГК-10	06/07	Покупать	100.20	100.55	7.62	1.83	200	180	↓
<b>ТГК-4: недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК</b>									
ТГК-4	06/07	Покупать	100.10	100.45	7.68	1.79	207	185	↓

**7К: операционные результаты 2 кв. 2007 г.****Рост торговой выручки  
7К: +34% q-o-q**

Вчера Седьмой Континент опубликовал операционные результаты за 2 кв. 2007 г. Торговая выручка компании увеличилась на 34%, причем наиболее заметно (+199%) росла выручка, получаемая за пределами московского региона. По нашим прогнозам, активное развитие регионального бизнеса 7К позволит ускорить рост выручки 7К до 40-50% в год, однако этот рост, скорее всего, будет сопровождаться снижением рентабельности и увеличением долговой нагрузки.

Основные операционные результаты 7К за 2 кв. 2007 г.:

- выручка: \$336 млн (+34% к 1 кв. 2006 или +4% к 1 кв. 2007);
- рост выручки Like-for-like: 11.4% (9.5% за 1 п/г 2007);
- количество магазинов: 125 (+1 к 1 кв. 2007);
- средний чек: \$12.9

**Продажи I-f-I пока растут  
медленнее, чем у других  
крупных сетей**

Рост сопоставимых продаж (like-for-like) в рублевом выражении в сети 7К за 2 кв. составил 11.4%. При этом его основная часть пришлась на увеличение среднего чека (10.8%), за счет роста трафика сопоставимые продажи выросли еще на 0.5%. Результат 7К ниже, чем у других крупных сетей (например, I-f-I X5 за 2 кв. 2007: +18%), что связано с низкими темпами расширения сети 7К в 2006 году и растущим насыщением московского рынка.

**Совместный проект с  
группой «Ташир»  
подтверждает курс 7К на  
региональную экспансию**

Планы компании на 2007-2008 г. подразумевают увеличение темпов экспансии сети – в т.ч. за счет выхода в регионы. Вчера компания объявила о подписании соглашения о реализации проектов по строительству гипермаркетов и торгово-развлекательных центров в Москве и регионах совместно с группой «Ташир». Как следует из пресс-релиза, 7К получит в собственность площади в торговых объектах «Ташира» под свои магазины различных форматов. Кроме того, соглашение предусматривает строительство 8 новых гипермаркетов общей площадью свыше 60 тыс. кв.м. Мы отмечаем, что все 8 новых гипермаркетов будут построены в регионах. Финансовые параметры соглашения с «Таширом» не раскрываются.

**Наш прогноз Долг/ЕБИТДА:  
1.5-2.0х к концу 2007г.**

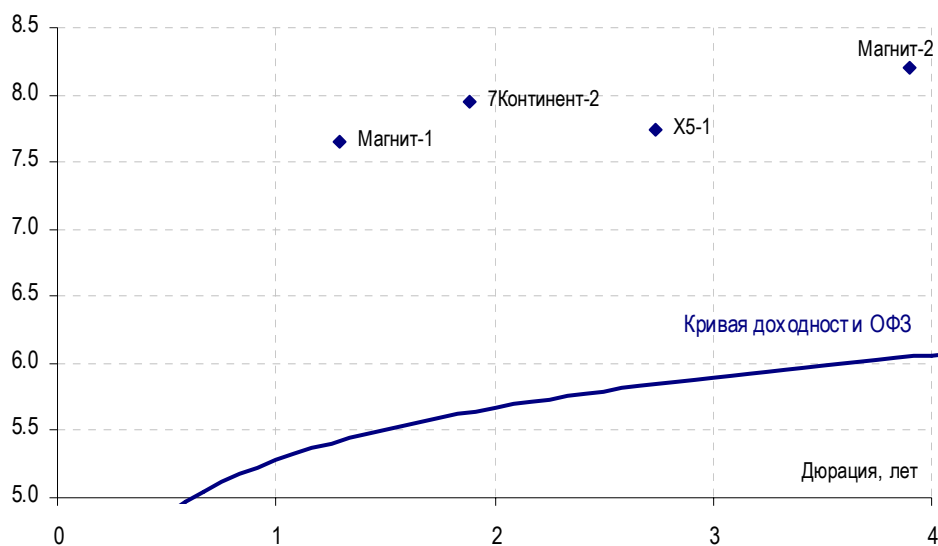
Региональная экспансия 7К и развитие новых форматов будут сопровождаться ростом долговой нагрузки с практически нулевого уровня (0.5 Долг/ЕБИТДА по состоянию на конец 2006 г.). Потребность 7К в инвестициях на 2007 г. составляет около 6-8 млрд руб. Если инвестиции 7К ограничатся этой суммой, то долговая нагрузка компании по итогам 2007 г., по нашим прогнозам, вырастет до 1.5-2х Долг/ЕБИТДА.

В среднесрочной перспективе долговая нагрузка 7К, по нашим прогнозам, сравнивается с показателями X5 и Магнита. Таким образом, главное различие в кредитных профилях лидеров российского ритейла будет со временем нивелировано (см. также наш *специальный обзор от 12 июля 2007 г. «Продуктовая розница: время выбирать сети»*).

**Облигации 7К сохраняют  
потенциал роста**

На наш взгляд, кредитное качество 7К сопоставимо с Магнитом и немного уступает X5. Поэтому мы оцениваем «справедливый» спрэд бумаг 7К в 2006.п. к ОФЗ. На аукционе 21 июня облигации 7К размещены с доходностью 7.95%, т.е. с небольшой премией к «справедливому» уровню (около 15б.п.). Текущие котировки облигаций 7К на форвардах – 100.00-100.30%, что соответствует доходностям 7.78-7.95% УТР. Соответственно, бумаги остаются привлекательными для покупки с ориентиром по цене в 100.40%.

## Доходность облигаций на 12 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Ленэнерго: инвестпрограмма важнее, чем выход Fortum

*Fortum, возможно, продаст свой пакет акций Ленэнерго*

Вчера Reuters сообщил, что концерн Fortum принял решение выйти из состава акционеров Ленэнерго. Стоимость выставляемого на продажу пакета 35.45% акций Ленэнерго предполагается определить исходя из оценки всей компании в 29.1 млрд руб. В целом, мы считаем возможную смену владельца блокирующего пакета нейтральным событием для кредитного профиля компании. Однако мы еще раз отмечаем очень высокую потребность в инвестициях среди крупных РСК, представленных на рынке. Бумаги Ленэнерго, на наш взгляд, должны предлагать премию к доходностям Тюменьэнерго, МОЭСК.

*35%-й пакет снизится до 23% после допэмиссии*

Представитель ФСК вчера заявил, что «РАО ЕЭС и частично российские компании выкупят пакет Fortum». Напомним, что в результате допэмиссии акций Ленэнерго, намеченной на осень 2007 г., доля, которая сейчас контролируется Fortum, снизится до 23%, а блокирующим акционером станет администрация Санкт-Петербурга. Часть пакета Fortum, по всей видимости, выкупит РАО ЕЭС для сохранения контроля над компанией.

*С кредитной точки зрения выбор нового владельца блокпакета не критичен*

Судя по всему, РАО ЕЭС не заинтересовано в приобретении всего пакета Fortum. Вероятнее всего, будет принято решение продать часть акций стратегическому российскому инвестору. В качестве возможных покупателей рассматриваются холдинг КЭС, Газпром, Интеррос и СУЭК. Мы полагаем, что с точки зрения кредитного риска Ленэнерго выбор нового владельца блокирующего пакета в настоящее время не играет существенной роли. Более важна, на наш взгляд, обеспеченность инвестиционных потребностей.

*Прогноз по долговой нагрузке Ленэнерго - самый высокий среди крупных РСК*

По отношению к операционному денежному потоку, потребность в инвестициях Ленэнерго значительно превышает аналогичные показатели МОЭСК и Тюменьэнерго. Инвестпрограмма Ленэнерго на 2007-2010 гг. составляет порядка 130 млрд руб. По нашим прогнозам, долговая нагрузка компании будет самой высокой среди крупных РСК, представленных на рынке облигаций. Пермэнерго, вдвое уступающая Ленэнерго по объему отпуска энергии, также во многом опережает ее по финансовым характеристикам.

*Считаем, что оба выпуска Ленэнерго переоценены*

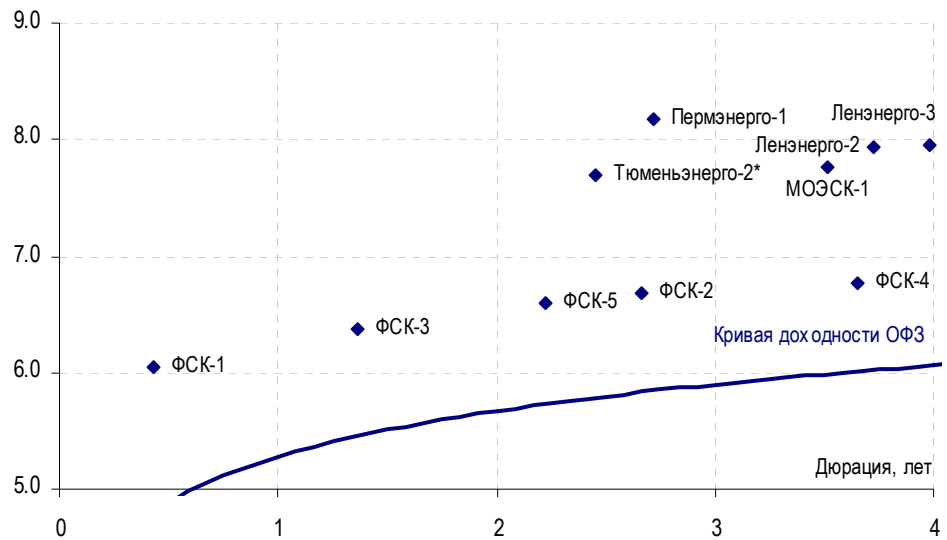
Мы считаем, что значительно более высокий прогноз долговой нагрузки Ленэнерго по сравнению с другими РСК должен отражаться в премии к кривой МОЭСК-Тюменьэнерго в размере около 30-50 б.п. Исходя из текущих спредов, оба выпуска Ленэнерго в настоящее время переоценены (текущая доходность 7.93-7.95% УТМ, спреда к ОФЗ около 190 б.п.). Мы полагаем, что спрос на ликвидные бумаги отрасли может еще долгое время поддерживать

котировки бумаг Ленэнерго на высоком уровне. Однако с фундаментальной точки зрения Тюменьэнерго и Пермэнерго выглядят предпочтительнее вне зависимости от выбора будущего покупателя пакета Fortum в Ленэнерго.

**Рекомендуем обратить внимание на Пермэнерго**

На наш взгляд, бумаги Пермэнерго в настоящий момент являются наиболее привлекательными среди распределительных сетевых компаний по соотношению «риск/доходность». Они пока не вышли на вторичный рынок, однако на форвардном рынке котировки на них составляют 100.25-100.45%, что соответствует доходности в 8.17% к трехлетней оферте и спреда к ОФЗ в 233 б.п. Это соответствует нашей оценке «справедливого» спреда для данных бумаг. Однако по сравнению с остальными бумагами РСК облигации Пермэнерго все же выглядят несколько недооцененными.

#### Доходность облигаций на 12 июля



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
-----------------	----------------------	-------------------

## 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.