

# Рублевые корпоративные облигации

18 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- НКНХ: комментарий по МСФО-2006 » *стр. 3*
- X5: Moody's повысило только прогноз » *стр. 4*
- Мечел: результаты за полугодие » *стр. 5*
- Аукцион ОФЗ-26199: премии ждать не стоит » *стр. 5*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3786	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.4585	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 78.47	- 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.30%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.06%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	96	- 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	448.1	+ 4.7
Остатки на д/с, млрд руб.	701.9	+ 12.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 72.8	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

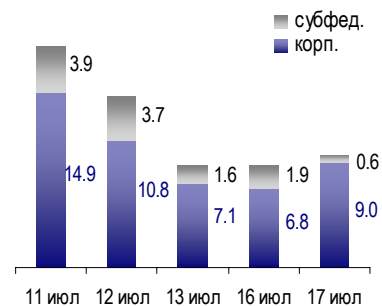
### СКОРО

- Авиакомпания Сибирь планирует размещение дебютного выпуска (2.3 млрд руб., оферта через 1.5 года) 24 июля
- 26 июля планируется размещение выпуска Магнолия-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

### СКОРО

- Выпуск МИЭЛЬ-1 (1.5 млрд руб.) размещен под 12.50% годовых к оферте через 1 год

## Объем торгов на ММВБ

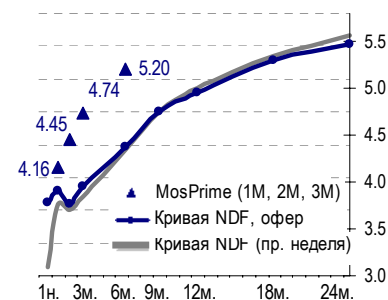


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 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)  
Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
- 20 июл Размещение Стройтрансгаз-2 (5 млрд руб., 5 лет)  
Уплата НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	104.25	+ 35	4.8	*6.93%
АИЖК-7	104.87	+ 34	5.7	7.01%
ЛУКОЙЛ-4	103.82	+ 32	5.2	6.77%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	101.63	+ 18	5.8	8.38%
Копейка-3	101.85	+ 30	3.7	9.63%
Копейка-2	100.25	+ 20	1.5	*8.80%

## Лидеры падения

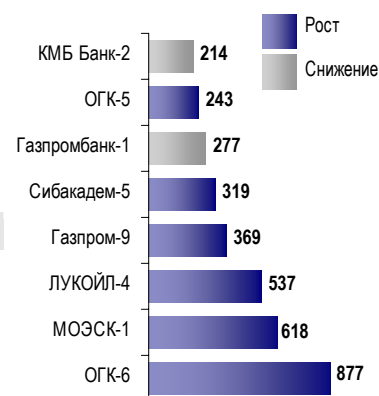
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	104.25	- 25	3.5	6.97%
АИЖК-4	107.80	- 20	3.8	6.87%
РСХБ-2	103.00	- 20	3.1	7.08%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	103.40	- 30	2.6	*7.21%
СевстальАвто	101.75	- 25	2.2	7.36%
УРСИ-4	100.90	- 10	0.3	6.88%

## 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	101.00	100.50	7.07	1.58	149	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.80	100.70	6.65	0.58	159	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.65	101.90	7.40	0.88	212	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.15	102.20	7.17	0.90	187	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.25	8.87	1.76	322	350	↑
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.70	101.35	7.70	3.52	170	180	↑
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.88	1.57	229	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.75	101.40	7.47	2.13	172	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	-	8.60	1.75	295	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.25	-	8.73	3.51	272	-	↑
<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	104.45	103.30-103.60	7.31	1.54	173	230-250	↑
<b>Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности</b>									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.25-100.50	8.10	2.35	231	240-250	↑
<b>Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.</b>									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.65	103.20-103.50	8.94	1.54	337	280-300	↓
Интегра-2	19/06	Покупать	103.45	104.50-104.90	9.25	2.14	350	280-300	↓
<b>ОГК-5: «фиксировать прибыль», бумага сильно переоценена относительно других ОГК</b>									
ОГК-5	06/07	Фиксировать прибыль	100.75	100.40	7.25	2.04	153	170	↑
<b>ОГК-6: бумага оценена адекватно, но премия остается привлекательной</b>									
ОГК-6	06/07	Купить и держать	100.25	-	7.58	2.51	175	170	↓
<b>ТГК-1: «покупать» на ожиданиях о результатах допэмиссии</b>									
ТГК-1	06/07	Покупать	100.50	-	7.67	2.40	187	180	↓
<b>ТГК-10: недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК</b>									
ТГК-10	06/07	Покупать	100.25	100.45	7.59	1.82	193	180	↓
<b>ТГК-4: недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК</b>									
ТГК-4	06/07	Покупать	100.20	100.40	7.62	1.78	197	185	↓

## НКНХ: комментарий по МСФО-2006

*Результаты по МСФО оказались достаточно сильными, негативным фактором остается неопределенность относительно инвестпрограммы*

Нижнекамскнефтехим опубликовал отчетность по МСФО за 2006 г. Годовые результаты выглядят очень позитивно: компания увеличила выручку на 12.5% при умеренном росте расходов и долговой нагрузки. Учитывая положительную динамику операционных показателей в I п/г 2007 г., мы ожидаем, что НКНХ покажет сильные финансовые результаты и по итогам текущего года. Единственным негативным фактором остается неопределенность с источниками финансирования масштабной инвестиционной программы НКНХ. Облигации НКНХ торгуются в настоящее время с доходностью к оферте 7.50-7.60%, что, на наш взгляд, вполне соответствует кредитному качеству компании.

Основные финансовые результаты НКНХ за 2006 г.:

- выручка: 53.9 млрд руб. (+12.5% к 2005 г.);
- EBITDA: 6.4 млрд руб., маржа EBITDA 11.9% (12.2% за 2005 г.);
- Долг: 13.8 млрд руб., Долг/EBITDA: 2.2x.

*Долговая нагрузка остается комфортной несмотря на значительные инвестиции*

Рост спроса и благоприятная ценовая конъюнктура, прежде всего, на рынке синтетических каучуков и стирола, позволяет компании наращивать продажи и финансировать инвестиционную программу без существенного увеличения долга. Объем капитальных затрат в 2006 году составил около 7 млрд руб. Долговая нагрузка находится в пределах 2.5x Долг/EBITDA, что является, по нашему мнению, вполне комфортным уровнем для отрасли.

*Ожидаем роста выручки и прибыли в 2007 г.*

В 2007 году компания планирует увеличить выручку на 15%. Операционные результаты 1-го полугодия также весьма позитивны: прирост объемов производства НКНХ в денежном выражении составил 27%, компания прогнозирует рост рентабельности за счет увеличения доли продукции с более высокой добавленной стоимостью.

*Огромные инвестиционные планы заявлены, но пока не расшифрованы*

Представители НКНХ не раз озвучивали амбициозные планы по расширению и модернизации производства, диверсификации продаж и сокращению расходов. В 2007-2008 гг. НКНХ должен завершить реконструкцию этиленового комплекса и приступить к строительству нового производства этилена. Пятилетний план развития НКНХ подразумевает увеличение годового объема выпуска этилена в 3.5 раза. Это позволит не только обеспечить собственные потребности НКНХ в этилене, но и поставлять сырье на Казаньоргсинтез.

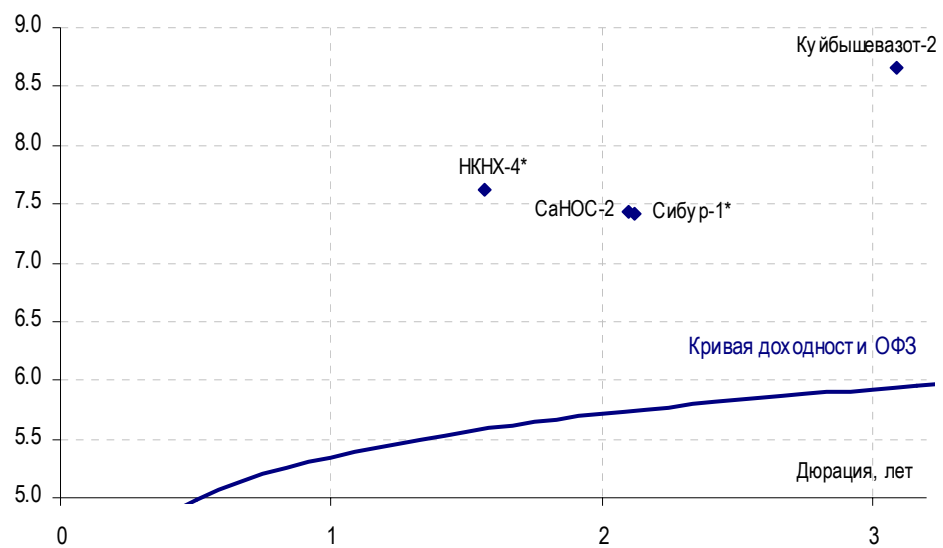
Долгосрочная стратегия, по всей видимости, направлена на обеспечение сырьевой и энергетической независимости нефтехимического подразделения группы ТАИФ, которая контролирует НКНХ и Казаньоргсинтез. Мы полагаем, что масштабная инвестиционная программа (предварительная оценка стоимости – около \$5 млрд) неизбежно потребует значительного внешнего финансирования.

*В 2007 г. существенного роста долга, судя по всему, не будет*

Источники финансирования инвестиционной программы пока не определены. Тем не менее, существенное увеличение долга НКНХ в 2007 году маловероятно, т.к. объем запланированных на текущий год капвложений, по заявлениям компании, не должен превысить прошлогодний уровень в 7 млрд руб. Поэтому мы пока не видим серьезных оснований для переоценки кредитного качества компании.

Текущий уровень доходности выпуска облигаций НКНХ-4 (7.50-7.60% УТР, спрэд к ОФЗ 195-205 б.п.) соответствует нашей оценке «справедливого» уровня. Мы не видим существенного потенциала роста цен облигаций НКНХ. Однако выпуск может быть привлекателен для консервативных инвесторов с точки зрения текущей доходности.

## Доходность облигаций на 17 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## X5: Moody's повысило только прогноз

*Мы ожидаем повышения рейтинга X5 после завершения SPO*

Вчера агентство Moody's пересмотрело прогноз рейтинга X5 Retail Group со стабильного на позитивный, оставив рейтинг без изменения на уровне «B1». На наш взгляд, такое решение свидетельствует о высокой степени консерватизма Moody's в отношении финансовых результатов компании: агентство ориентируется на существенно более высокие уровни долговой нагрузки, чем подразумевают финансовые планы X5. Мы ожидаем, что Moody's все же повысит рейтинги X5 после завершения процедуры SPO.

*По нашему мнению, Moody's несколько переоценивает долговую нагрузку X5*

Решение Moody's разошлось с нашими ожиданиями: мы предполагали, что агентство примет решение о повышении рейтинга. Основным аргументом для того, чтобы сохранить рейтинг X5 на текущем уровне для Moody's является высокий уровень долговой нагрузки. В пресс-релизе агентства приведен показатель в 4.8x Долг/ЕБИТДА по итогам 2006 г. Такой подход представляется нам необоснованно консервативным. Если принять все корректировки, связанные с тем, что отчетность компании за 2006 г. не полностью отражает финансовые результаты обеих сетей и содержит крупные разовые расходы на закрытие опционной программы, показатель долговой нагрузки составит около 3.3x.

По итогам 2007 г. долговая нагрузка X5 должна оказаться совсем низкой: по нашим прогнозам она составит 1.0-1.5x Долг/ЕБИТДА (в случае успешного проведения SPO). Соответственно, мы полагаем, что именно проведение допэмиссии акций и привлечение значительного объема капитала (\$1 млрд) станет для Moody's импульсом к повышению рейтинга компании.

*Бумаги X5 на размещении были оценены вполне адекватно*

Наша оценка «справедливого» спреда X5 составляет 180 б.п. к ОФЗ и соответствует рейтинговой категории «BB-/Ba3». Новый выпуск облигаций X5 на прошлой неделе был размещен со ставкой купона 7.60% (УТР: 7.74% к 3-летней оферте). Этот уровень доходности представляется нам адекватной оценкой кредитного качества X5.

## Мечел: результаты за полугодие

*Рост объемов производства в 1 полугодии по всем сегментам бизнеса*

Вчера Мечел опубликовал операционные показатели за 1 полугодие. Они свидетельствуют о росте объемов производства практически по всем направлениям бизнеса. В связи с этим мы ожидаем сильных финансовых результатов за 1 п/г 2007: в первую очередь – роста выручки и рентабельности.

*Мы не ожидаем роста долговой нагрузки Мечела в течение ближайших 2-3 лет*

Новая масштабная инвестпрограмма компании, объявленная в начале июля (\$2.7 млрд до 2011 г.), по нашим прогнозам, может быть профинансирована без существенного увеличения долговой нагрузки компании. В случае если Мечел не будет вовлечен в крупные M&A-сделки, его долговая нагрузка, по нашим прогнозам, не будет выходить за рамки 1x Долг/ЕБИТДА на горизонте ближайших лет. В целом кредитное качество Мечела мы оцениваем как очень сильное – компания, бесспорно, является представителем 1 эшелона.

*После включения в А1 бумаги Мечела перестали реагировать на финансовые результаты*

После включения облигаций Мечела в список А1 спреда бумаг компании существенно сузились и составляют около 130 б.п. к ОФЗ. В связи с этим мы полагаем, что публикация результатов компании в ближайшем будущем не будет оказывать никакого влияния на динамику цен облигаций компании.

## Аукцион ОФЗ-26199: премии ждать не стоит

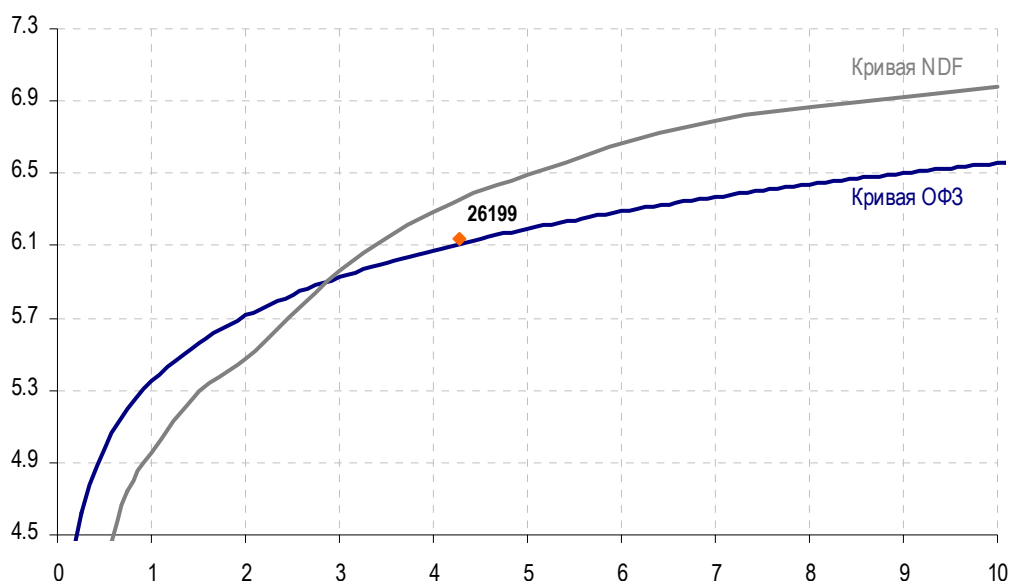
*Ожидаем, что Минфин успешно разместит ОФЗ без премии*

Сегодня состоится аукцион по размещению ОФЗ-26199 (дюрация: 4.3 года, объем предложения: 11 млрд руб.). Мы полагаем, что несмотря на увеличение объема предложения на 3 млрд руб. аукцион пройдет вполне успешно, т.е. Минфину удастся разместить весь объем без какой-либо премии к рыночным ценам. Этому будут способствовать низкий уровень ставок на рублевом рынке и сохраняющаяся высокая ликвидность банковской системы.

*Прогнозируем средневзвешенную цену на уровне 100.30-100.40%*

По нашим прогнозам, средневзвешенная цена бумаги на размещении составит 100.30-100.40%, что соответствует текущим рыночным котировкам. В силу короткой дюрации спекулятивный потенциал бумаги относительно невысок, однако мы полагаем, что она привлечет внимание крупных иностранных инвесторов в связи с укреплением рубля.

### Доходность облигаций на 17 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	mraskosnov@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

---

### **Продажи**

Наталья Пекшева	npekcheva@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.