

# Рублевые корпоративные облигации

23 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Электроэнергетика: пересматриваем рекомендации » *стр. 3*
- КАМАЗ нарастит долг перед IPO » *стр. 5*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3826	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	25.4197	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 79.31	+ 0.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.29%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.01%	- 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	104	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	444.5	- 19.4
Остатки на д/с, млрд руб.	571.7	- 106.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 81.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

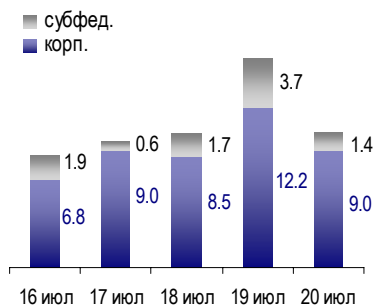
СКОРО

- Планируется выпуск ВТБ-Лизинг Финанс-1 (8 млрд руб., 7 лет)

В ПЯТНИЦУ

- Выпуск Стройтрансгаз-2 (5 млрд руб.) размещен под 8.67% годовых в погашению через 5 лет

## Объем торгов на ММВБ

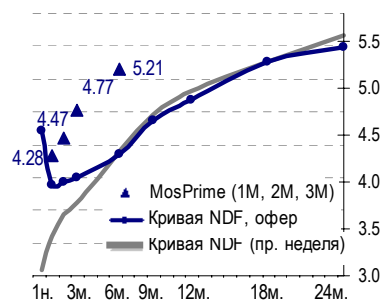


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 24 июл Размещение Авиакомпания Сибирь-1 (2.3 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
- 25 июл Размещение Северсталь-Авто-2 (3 млрд руб., 3-летняя оферта)  
Размещение Кубаньэнерго-1 (3 млрд руб., 3 года, с амортизацией)  
Размещение Роскат-1 (1.2 млрд руб., оферта через 1.5 года)  
Уплата акцизов, НДС
- 26 июл Размещение УРСА Банк-7 (5 млрд руб., оферта через 2.5 года)  
Размещение Синергия-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	101.10	+ 35	3.1	6.86%
Газпром-4	105.35	+ 24	2.3	6.03%
РСХБ-2	103.20	+ 15	3.1	7.01%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-3	101.00	+ 25	1.1	*8.81%
Зенит-2	101.35	+ 20	1.5	7.60%
МОЭСК-1	102.00	+ 20	3.5	7.61%

## Лидеры падения

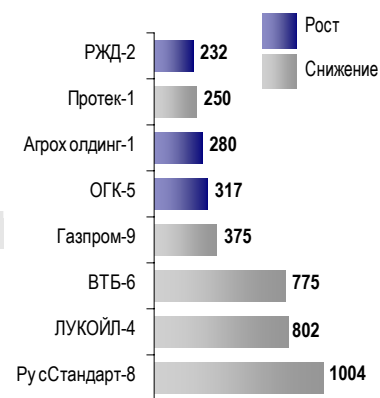
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	102.40	- 25	3.7	6.45%
РЖД-6	102.70	- 11	3.0	6.53%
Мосэнерго-2	103.00	- 10	3.9	*6.99%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Севсталь-Авто	101.90	- 15	2.2	7.29%
Копейка-2	100.10	- 10	1.5	*8.91%
Ленэнерго-3	100.80	- 10	4.0	7.96%

## 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	101.20	100.60	6.94	1.57	139	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.80	100.70	6.63	0.57	164	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.70	101.95	7.32	0.88	210	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.10	102.25	7.20	0.89	197	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.30	8.87	1.75	326	350	↑ 25
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	101.00	101.45	7.34	2.12	163	140	↓ 25
<b>ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.</b>									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.45	103.35-103.65	7.29	1.53	176	230-250	↑ 55-75
<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	2.34	233	240-250	↑ 5-15
<b>Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.</b>									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.70	103.25-103.55	8.90	1.53	337	280-300	↓ 35-55
Интегра-2	19/06	Покупать	103.65	104.55-104.95	9.15	2.13	343	280-300	↓ 45-65
<b>Электроэнергетика</b>									
<b>Башкирэнерго: кредитный профиль компании ничем не уступает ТГК</b>									
Башкирэнерго-3	23/06	Покупать	101.25	101.50	7.71	1.57	216	200	↓ 15
<b>Тюменьэнерго: недооценена относительно МОЭСК и ТГК/ОГК</b>									
Тюменьэнерго-2	23/06	Покупать	100.50	100.60-100.80	7.63	2.44	184	170-180	↓ 5-15
<b>ТГК-10: привлекательна по текущим ценам, но потенциал сужения спредов относительно невелик</b>									
ТГК-10	23/06	Покупать	100.50	100.60	7.45	1.81	182	175	↓ 5
<b>ОГК-6: оценена справедливо</b>									
ОГК-6	23/06	Держать	100.25	100.45	7.58	2.50	178	170	↔
<b>ТГК-1: новости по допэмиссии оправдывают текущие высокие цены</b>									
ТГК-1	23/06	Держать	101.15	100.70-100.95	7.39	2.39	161	170-180	↔
<b>ТГК-4: оценена справедливо</b>									
ТГК-4	23/06	Держать	100.50	100.35-100.55	7.44	1.77	182	180-190	↔
<b>ОГК-5: бумаги существенно переоценены относительно других ОГК и сильнейших ТГК</b>									
ОГК-5	23/06	Фиксировать прибыль	100.85	100.45	7.19	2.03	150	170	↑ 20
<b>ТГК-8: существенно переоценена на волне ажиотажного спроса</b>									
ТГК-8	23/06	Фиксировать прибыль	101.00	100.55	7.53	1.71	194	220	↑ 25
<b>МОЭСК: текущий спред слишком узок относительно предлагаемого нового долга</b>									
МОЭСК-1	23/06	Фиксировать прибыль	102.00	101.75	7.61	3.51	162	170	↑ 10

## Электроэнергетика: пересматриваем рекомендации

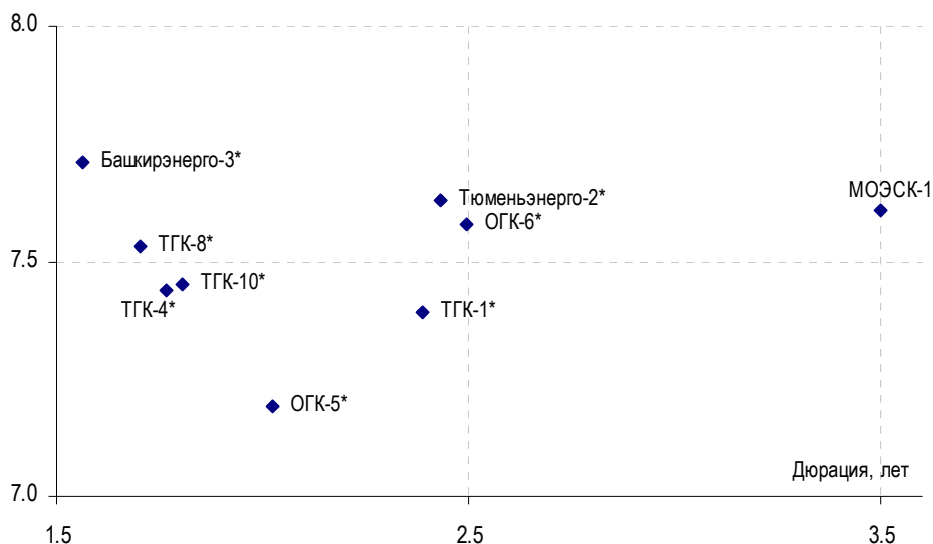
*На волне спроса многие бумаги достигли справедливых уровней, некоторые выпуски существенно переоценены*

Ушедшая неделя на рынке рублевых облигаций прошла под знаком переоценки стоимости кредитного риска компаний электроэнергетической отрасли. В результате недооцененные выпуски достигли своих «справедливых» уровней, а некоторые бумаги подорожали настолько, что мы видим основания говорить об их существенной переоценке. В связи с этим мы пересматриваем наши рекомендации по бумагам электроэнергетической отрасли, данные 6 июля 2007 года.

### Наши рекомендации:

- Мы сохраняем рекомендацию «покупать» по выпускам **Башкирэнерго, Тюменьэнерго и ТГК-10**;
- Мы рекомендуем «держаться» облигации **ОГК-6, ТГК-1, ТГК-4**;
- В выпусках **ОГК-5, ТГК-8 и МОЭСК** мы рекомендуем «зафиксировать прибыль», т.к. считаем их текущие спреды неоправданно узкими по отношению к другим выпускам отрасли.

### Доходность облигаций на 20 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

*Волна спроса была спровоцирована выходом ТГК-8 на вторичные торги по высокой цене*

Волна спроса на бумаги большинства генкомпаний была спровоцирована выходом выпуска ТГК-8 на вторичные торги по неожиданно высокой цене в 100.80% от номинала. К настоящему моменту облигации ТГК-8 достигли цены в 101.00%, что соответствует спреду в 195 б.п. к ОФЗ. Такой рост цены бумаг ТГК-8, по нашему мнению, был спровоцирован ожиданиями инвесторов относительно получения компанией финансовой поддержки в связи с победой Сочи в конкурсе на право проведения Олимпиады-2014.

*Реальные выгоды для ТГК-8 от проведения Олимпиады в Сочи не так высоки, как кажется на первый взгляд*

В нашем ежедневном обзоре от 19 июля мы уже отмечали, что эти ожидания носят скорее субъективный характер, т.к. роль ТГК-8 в обеспечении олимпийских объектов электроэнергией и теплом не будет исключительной. Основная часть финансирования энергетической инфраструктуры за счет бюджетных источников придется на развитие и реконструкцию сетевого хозяйства ФСК и Кубаньэнерго. А для обеспечения Сочи энергией будут использоваться мощности всех станций ОЭС Юга, входящих в ТГК-8, ОГК-2, ОГК-5, ОГК-6 и Росэнергоатом.

*По финансовым показателям ТГК-8 существенно уступает ТГК-1, ТГК-4 и ТГК-10, долговая нагрузка высока*

Мы отмечаем, что финансовые показатели ТГК-8 существенно уступают всем ОГК и более сильным ТГК (ТГК-1, ТГК-4, ТГК-10). Компания характеризуется относительно низкой рентабельностью (2.4% EBITDA Margin в 2006 г.) и высокой долговой нагрузкой (10x Долг/ЕБИТДА по итогам 2006 года). Мы ожидаем, что в 2007 г. долговая нагрузка компании снизится, но все же останется достаточно высокой: 5-6х.

**Рекомендуем зафиксировать прибыль в облигациях ТГК-8**

Мы оцениваем «справедливый» спрэд облигаций ТГК-8 в 220 б.п. к ОФЗ, что соответствует цене в 100.50% от номинала (текущая цена: 100.90-101.00%). В связи с этим мы рекомендуем зафиксировать прибыль в облигациях ТГК-8.

**Изменяем рекомендацию по ТГК-4 с «покупать» на «держать» в связи с ростом цены**

На фоне спроса на бумаги ТГК-8 существенно выросли в цене выпуски ТГК-4 и ТГК-10. В результате бумаги ТГК-4 достигли нашего ориентира по «справедливому» спрэду в 180-190 б.п. к ОФЗ. В связи с этим мы изменяем нашу рекомендацию по данному выпуску с «покупать» на «держать».

**ТГК-10 остается привлекательной, но потенциал сужения спреда уже относительно невелик**

ТГК-10 является одной из самых сильных генерирующих компаний с точки зрения операционной эффективности. Поэтому спрэд ее облигаций, по нашему мнению, должен быть лишь немногим шире, чем у тепловых ОГК. В настоящий момент бумаги ТГК-10 предлагают премию в 10 б.п. к кривой ОГК, что делает их привлекательными по текущим ценам. Однако потенциал дальнейшего роста цены в ТГК-10, на наш взгляд, относительно невысок и составляет около 10-20 п.п. (текущая цена: 100.50%).

**ТГК-1 существенно выросла на новостях о ходе подготовки к допэмиссии**

Рост облигаций ТГК-1 начался в середине июня (мы рекомендовали данный выпуск к покупке начиная с 07.06.2007), а к настоящему моменту на фоне попавших в прессу подробностей о допэмиссии бумаги достигли цены в 101.10-101.20%. Текущий спрэд облигаций ТГК-1 составляет около 160 б.п. к ОФЗ.

**Рекомендуем «держать» ТГК-1**

На основании операционных и финансовых характеристик мы оцениваем «справедливый» спрэд ТГК-1 в 170-180 б.п. к ОФЗ, однако считаем, что и текущие уровни вполне могут быть оправданы ожидаемым вхождением Газпрома в капитал компании. Поэтому мы рекомендуем «держать» облигации ТГК-1 до ценового уровня 101.50-101.60%.

**Риск Башкирэнерго ничем не хуже, чем ТГК. Бумаги предлагают весьма привлекательную доходность,**

**рекомендуем покупать с ориентиром 101.50%**

Мы еще раз обращаем на облигации Башкирэнерго: несмотря на то, что компания является независимым генератором, ее риск в целом весьма схож с большинством ТГК. При этом кредитный профиль Башкирэнерго выглядит даже сильнее: на балансе компании находятся доли участия в распределительных сетях, которые могут при необходимости быть использованы для рефинансирования. При этом долговая нагрузка Башкирэнерго существенно ниже, чем в среднем по ТГК, представленным на рынке облигаций, и составляет всего около 2х Долг/ЕБИТДА.

На фоне высокого спроса на риск энергетической отрасли мы рекомендуем покупать бумаги Башкирэнерго с ориентиром 101.50% (текущая цена: 101.25%).

**Бумаги Тюменьэнерго немного отстали от рынка. Рекомендуем покупать с ориентиром по цене в 100.70%**

Ажиотажный спрос на бумаги ТГК привел к тому, что облигации распределительных сетевых компаний оказались незаслуженно забытыми. В связи с этим мы рекомендуем к покупке облигации Тюменьэнерго.

Тюменьэнерго, по нашему мнению, является одной из 2 сильнейших распределительных сетевых компаний наряду с МОЭСК. Особенностью Тюменьэнерго является относительно невысокая потребность в инвестициях по отношению к объему генерируемого денежного потока и невысокие риски, связанные с платой за подключение. Эти преимущества Тюменьэнерго связаны с тем, что основными потребителями электроэнергии, отпускаемой через сети компании, являются предприятия нефтедобывающей отрасли.

Мы оцениваем «справедливый» спрэд Тюменьэнерго в 170-180 б.п. к ОФЗ. С этой точки зрения у бумаг компании сохраняется потенциал роста до 100.70% с текущих 100.50%.

**Рекомендуем зафиксировать прибыль в ОГК-5 и МОЭСК**

На наш взгляд, бумаги ОГК-5 и МОЭСК в настоящий момент очень сильно переоценены рынком. Несмотря на позитивное отношение к кредитному профилю этих компаний, мы рекомендуем «зафиксировать прибыль» в этих выпусках:

- МОЭСК: с ориентиром по цене 101.75%;
- ОГК-5: с ориентиром по цене 100.40-100.50%.

## КАМАЗ нарастит долг перед IPO

*КАМАЗ может разместить рублевые облигации на 6.5 млрд руб для финансирования выкупа акций миноритариев*

В конце июня КАМАЗ объявил о планах выкупить до 10% собственных акций у миноритариев. Одним из вариантов финансирования данной сделки может быть выпуск рублевых облигаций на 6.5 млрд руб. на срок до 5 лет. Долговое финансирование выкупа акций, на наш взгляд, может иметь негативные последствия для кредитного профиля КАМАЗа. Выпуск КАМАЗ-Финанс,2 торгуется сейчас с доходностью около 7.80-8.00% УТР, что соответствует спредам 240-260 б.п. к ОФЗ. Мы не ожидаем существенного сужения спредов относительно текущего уровня.

*Выкуп акций может являться этапом подготовки к IPO*

В настоящее время 34% акций контролируется государством, около 30% - менеджментом и Минимущества Татарстана через компанию «КАМАЗ-Капитал». Еще около 20% принадлежит компании «Тройка Диалог», которая в 2006 году выкупила этот пакет у ВТБ. Выкуп акций миноритариев должен позволить менеджменту довести свою долю до контрольной и начать полноценную подготовку к IPO.

*Долговое финансирование выкупа акций – негатив с точки зрения кредитного качества*

По сообщениям прессы, IPO планируется провести в середине 2008 года на российских и зарубежных площадках. На продажу, вероятнее всего, будет выставлена часть госпакета акций КАМАЗа. Мы полагаем, что консолидация контрольного пакета в руках менеджмента и «дружественных» ему структур поможет избежать возможных проблем с миноритариями при проведении допэмиссии. Однако финансирование выкупа акций за счет наращивания долга, на наш взгляд, может ухудшить кредитное качество КАМАЗа.

*Финансовые результаты КАМАЗа за 2006 год выглядят позитивно...*

Финансовые результаты КАМАЗа за 2006 год (по отчетности РСБУ) выглядели весьма оптимистично: компании удалось увеличить выручку на 33% и резко улучшить показатель рентабельности по чистой прибыли. Операционные данные за I п/г 2007 г. также позитивны: рост реализации товарной продукции составил более 30% к 1-му п/г 2006 г., при этом компания занимает около 30% российского рынка грузовых автомобилей массой 14-40 тонн.

*... однако долговая нагрузка остается сравнительно высокой...*

В то же время, долговая нагрузка компании оставалась высокой. Отчетность ОАО КАМАЗ по РСБУ не дает полной картины консолидированного долга. Судя по данным за 2005 год, долг непосредственно ОАО КАМАЗ составляет около 70% от общего объема. Исходя из этих данных, мы полагаем, что на конец 2006 года консолидированный долг значительно превышал 10.8 млрд руб., учтенные на балансе ОАО КАМАЗ. По нашим оценкам, консолидированная долговая нагрузка может достигать 3-4х Долг/ЕБИТДА без учета льготных долгосрочных займов Минфина.

*... поэтому наращивание долга нежелательно*

До конца 2007 года ожидается выход консолидированной отчетности по МСФО за последние 3 года. Мы полагаем, что подготовка к IPO и выпуск отчетности – весьма позитивные события с точки зрения повышения прозрачности компании. Однако возможное увеличение долга за счет нового облигационного займа на 6.5 млрд руб., по нашему мнению, может негативно отразиться на оценке кредитного качества КАМАЗа. Текущие спреды по выпуску КАМАЗ-2 (240-260 б.п. к ОФЗ), по нашему мнению, адекватны кредитному профилю КАМАЗа.

---

**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	npatrakhin@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.