

# Рублевые корпоративные облигации

24 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- АК Сибирь: комментарий к размещению » *стр. 3*
- Русснефть: политики больше чем экономики » *стр. 6*

## Индикаторы

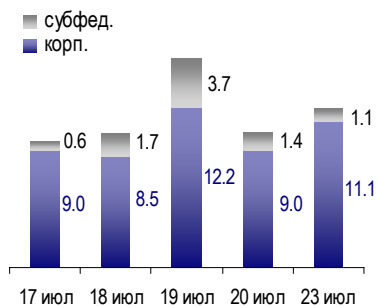
Долларов США за Евро	1.3809	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.3893	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 79.52	+ 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.28%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.03%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	105	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	508.2	+ 63.7
Остатки на д/с, млрд руб.	518.7	- 53.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 78.1	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Лаверна планирует второй выпуск (1.5 млрд руб., 5 лет)

## Объем торгов на ММВБ

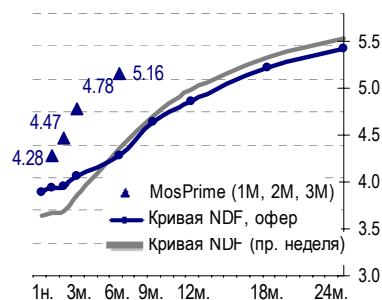


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## 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. %
Газпром-8	102.55	+ 15	3.7	6.41%
ЛУКОЙЛ-4	103.87	+ 7	5.2	6.75%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.80	+ 30	2.1	7.34%
ВолгаТел-2	102.05	+ 10	1.3	*6.70%
Копейка-3	101.75	+ 10	3.7	9.65%

## Лидеры падения

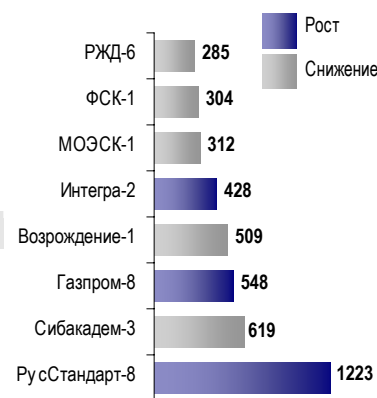
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	105.05	- 30	2.3	6.15%
Газпромбанк-1	100.90	- 20	3.1	6.92%
РЖД-7	104.45	- 20	4.4	6.65%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-3	100.71	- 29	1.1	*9.09%
Мечел-2	103.92	- 13	2.6	*7.00%
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	101.30	100.60	6.87	1.57	134	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.80	100.70	6.61	0.56	166	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.70	101.95	7.30	0.87	211	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.10	102.25	7.18	0.88	197	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.35	8.86	1.74	327	350	↑ 25
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	101.00	101.50	7.34	2.11	164	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	7.28	1.52	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	2.33	234	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	8.89	1.52	338	280-300	↓ 40-60
Интегра-2	19/06	Покупать	103.65	104.55-104.95	9.14	2.13	344	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	7.70	1.56	218	200	↓ 20
<b>Тюменьэнерго: недооценена относительно МОЭСК и ТГК/ОГК</b>									
Тюменьэнерго-2	23/06	Покупать	100.50	100.60-100.85	7.63	2.43	185	170-180	↓ 5-15
<b>ТГК-10: привлекательна по текущим ценам, но потенциал сужения спредов относительно невелик</b>									
ТГК-10	23/06	Покупать	100.40	100.65	7.50	1.80	189	175	↓ 15
<b>ОГК-6: оценена справедливо</b>									
ОГК-6	23/06	Держать	100.20	100.45	7.60	2.49	181	170	↔
<b>ТГК-1: новости по допэмиссии оправдывают текущие высокие цены</b>									
ТГК-1	23/06	Держать	101.15	100.75-100.95	7.39	2.39	162	170-180	↔
<b>ТГК-4: оценена справедливо</b>									
ТГК-4	23/06	Держать	100.50	100.40-100.55	7.44	1.76	184	180-190	↔
<b>ОГК-5: бумаги существенно переоценены относительно других ОГК и сильнейших ТГК</b>									
ОГК-5	23/06	Фиксировать прибыль	100.85	100.50	7.19	2.02	152	170	↑ 20
<b>ТГК-8: существенно переоценена на волне ажиотажного спроса</b>									
ТГК-8	23/06	Фиксировать прибыль	101.00	100.60	7.53	1.70	195	220	↑ 25
<b>МОЭСК: текущий спред слишком узок относительно предлагаемого нового долга</b>									
МОЭСК-1	23/06	Фиксировать прибыль	101.90	101.75	7.64	3.50	166	170	↑ 5

## АК Сибирь: комментарий к размещению

*Ориентир организаторов представляется вполне адекватной премией за риск Сибири*

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска Авиакомпания Сибирь (2.3 млрд руб., оферта через 1.5 года). Мы нейтрально оцениваем кредитный профиль Сибири – несмотря на активные инвестиции, компании удастся удерживать приемлемый уровень долговой нагрузки. К основным рискам займа мы относим ожидаемое увеличение инвестиционной активности и связанный с ним рост долга, а также возможный вывод некоторых направлений бизнеса за пределы структуры выпуска облигаций.

Ориентир организаторов по доходности составляет 11.30% годовых к оферте (спрэд 550-580 б.п. к ОФЗ). Мы считаем такую доходность вполне адекватной премией за кредитный риск Сибири и рекомендуем участвовать в аукционе по ставке купона от 10.70%.

S7 Airlines занимает второе место после Аэрофлота по объему пассажирских авиаперевозок. В 2006 году компания перевезла 4.9 млн пассажиров, из них 60% пришлось на внутренние, и 40% – на международные рейсы. Авиапарк компании состоит из 61 самолета: 34 – отечественного производства (Ту-154 и Ил-86), и 27 – иностранные лайнеры Boeing и Airbus.

*Компания осуществляет активную программу по обновлению парка за счет иностранных самолетов*

После прихода новой команды собственников и менеджеров компании, Сибирь начала активное обновление своего авиапарка за счет приобретения бывших в эксплуатации судов иностранного производства. К настоящему моменту доля этих самолетов в парке компании выросла до 44%, что существенно больше, чем у большинства российских авиакомпаний. Основные причины такой политики Сибири:

- топливная эффективность иностранных самолетов существенно выше, что позволяет Сибири повышать рентабельность за счет уменьшения расходов на топливо на пассажиро-километр;
- большинству судов российского производства в настоящий момент закрыт доступ в значительное число иностранных аэропортов из-за их несоответствия нормам безопасности.

Активное расширение парка иностранных судов представляется нам в целом обоснованным решением, однако мы отмечаем, что она ведет к росту долговой нагрузки, т.к. рентабельность авиаперевозок относительно невысока.

*К 2013 году из эксплуатации будут выведены отечественные самолеты*

К настоящему моменту пик процесса замены авиапарка пока не достигнут: в ближайшие годы Сибирь будет активно закупать новые самолеты иностранного производства. К 2013 году компания планирует вывести из эксплуатации отечественные самолеты, заменив их иностранными судами производства Boeing и Airbus. Портфель твердых контрактов на поставку западных ВС превышает текущий авиапарк группы и составляет 63 самолета.

*Инвестиции компании направлены на повышение рентабельности*

В числе заключенных контрактов – 15 Boeing 787 Dreamliner (+10 опцион). Эта модель отличается очень высокими показателями топливной эффективности и срока эксплуатации. В связи с этим на нее наблюдается высокий спрос: очередь заказов сформирована на несколько лет вперед. Сибирь является первой российской компанией, заказавшей Dreamliner, первые поставки которых начнутся в 2014 году. Мы высоко оцениваем реализуемую стратегию компании по формированию качественного портфеля заказов на новейшие самолеты. В перспективе такая политика, по нашему мнению, позволит компании добиваться более высоких показателей рентабельности по сравнению с конкурирующими отечественными авиакомпаниями.

*В течение ближайших 2 лет объем перевозок не вряд ли существенно вырастет*

Основные поставки по заключенным договорам начнут осуществляться с 2009 года. К этому времени компания планирует более чем в 2 раза уменьшить парк отечественных судов, заменив их иностранными самолетами. Таким образом, в ближайшие 1-2 года размер авиапарка S7 Airlines существенно не увеличится. По этой причине мы не ожидаем значительного роста выручки в этот период. В то же время определенное давление на рентабельность будут оказывать расходы по операционному лизингу новых самолетов.

**Финансовые результаты АК Сибирь по РСБУ (млн руб.)**

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	19 652	214	1.1%	3 662	15.2	0.4
2006	24 969	1 139	4.6%	6 175	5.4	1.8
1 кв. 2007	4 730	94	0.2%	6 573	-	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Компания планирует рост рентабельности...**

Согласно данным инвестиционного меморандума, компания прогнозирует рост выручки в 2007 году на 13%, при этом рентабельность ЕБИТДА останется на уровне 2006 года. По мере ввода в эксплуатацию новых более эффективных самолетов ожидается, что операционная рентабельность будет расти. К 2012 году Сибирь планирует достичь уровня 7.6% ЕБИТДА Margin. Реализация этой задачи, на наш взгляд, будет сопряжена в основном с риском вывода ряда операций на компании, формально не входящие в структуру АК Сибирь.

**... но долговая нагрузка в любом случае будет оставаться достаточно высокой (около 5х) в течение ближайших лет**

Мы не располагаем информацией о том, какую часть привлекаемого долга компания планирует направить на реструктуризацию краткосрочной задолженности. В любом случае, долговая нагрузка будет оставаться на достаточно высоком уровне до наступления оферты. Мы полагаем, что долговая нагрузка на горизонте 2 ближайших лет будет находиться на уровне около 5х. Поэтому компания вряд ли сможет исполнить оферту по облигациям без привлечения заемных средств.

Еще один риск, связанный с долгом группы – высокая доля обеспеченных и лизинговых обязательств компании, в данной ситуации держатели облигаций находятся в наименее привилегированном положении среди кредиторов. Неисполнение обязательств по лизингу или банковским кредитам может повлечь за собой потерю самолетов, поэтому мы полагаем, что обязательства по облигациям окажутся для компании наименее приоритетными.

**Ряд направлений бизнеса S7 находится за пределами структуры АК «Сибирь»**

В качестве еще одного существенного риска займа мы отмечаем запланированный вывод некоторых направлений бизнеса за рамки эмитента облигаций. В настоящий момент основным юрлицом группы является ОАО АК «Сибирь» (эмитент облигаций, 63% капитала контролируется менеджментом, еще 25% - РФФИ). Однако ряд функций (техобслуживание, бортовое питание и т.п.) выведены на компании, входящие в S7 Group, которая не является дочерней или материнской компанией АК «Сибирь». Соответственно, прибыль по этим направлениям бизнеса находится за пределами структуры облигационного займа.

**Возможен также вывод чартерного бизнеса на S7 Group**

Недавно было заявлено о том, что компания планирует вывести чартерные перевозки на отдельное юрлицо, которое также войдет в S7 Group, а не в АК Сибирь. Если учесть, что доля чартерных перевозок составляет около 20% от объема операций компании, то потери выручки могут оказаться весьма существенными. Отсутствие в структуре займа оферты со стороны S7 Group, на наш взгляд, создает значительные дополнительные риски для держателей облигаций в дополнение к ожидаемому высокому уровню долговой нагрузки.

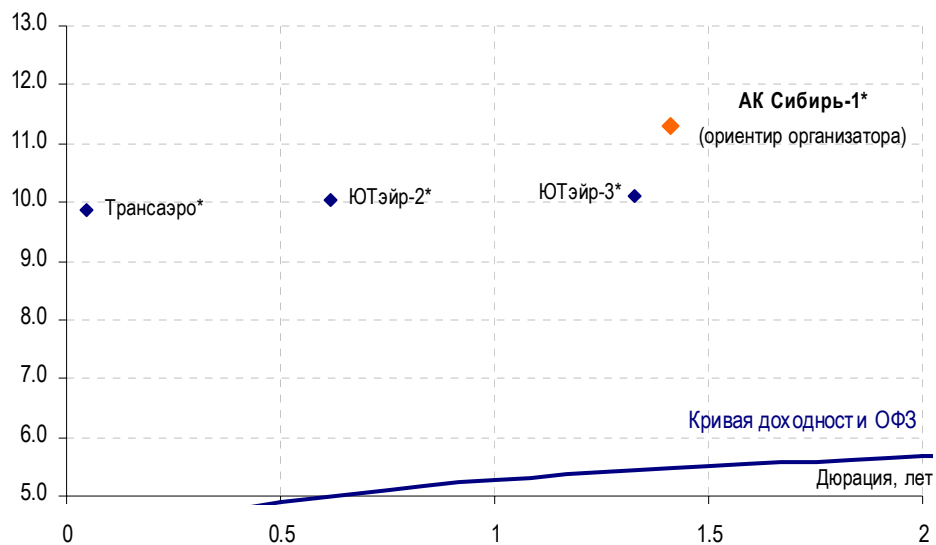
В 2007 г. РФФИ рассчитывает продать принадлежащий ему блокпакет акций компании, при этом гендиректор Сибири г-н Филев в интервью Ведомостям 23.07.2007 г. заявил о том, что не собирается выкупать этот пакет. Мы полагаем, что он может заинтересовать крупных российских стратегических инвесторов. Появление нового акционера, по нашему мнению, способно существенно изменить ситуацию с переводом части бизнеса на S7 Group.

**Наша оценка «справедливой» доходности Сибири – от 11.00% УТР, купон – от 10.70%**

С точки зрения бизнеса и финансовых результатов Сибирь выглядит достаточно хорошо по сравнению с другими отечественными авиакомпаниями, существенно уступая только Аэрофлоту, ситуацию с долговой нагрузкой компании мы не считаем критической. Мы оцениваем «справедливый» спред Сибири в 500 б.п. (10.50% УТР, купон: 10.25%).

В то же время мы еще раз акцентируем внимание на значительных структурных рисках облигационного займа. По нашему мнению, они требуют премии к «справедливому» уровню доходности Сибири в размере не менее 50 б.п. Соответственно, наша оценка приемлемой доходности займа составляет около 11.00% УТР (купон: 10.70%).

## Доходность облигаций на 23 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## Русснефть: политики больше чем экономики

*Русснефть, возможно, будет продана Базэлу*

Сегодня Ведомости со ссылкой на свои источники в Русснефти сообщают, что Михаил Гуцериев ведет переговоры о продаже компании Олегу Дерипаске. Газета называет возможную цену сделки - \$6.5 млрд, включая погашение долгов перед Сбербанком и Glencore, а также урегулирование налоговых претензий. Обе стороны пока опровергают информацию о сделке. По нашему мнению, вариант продажи Русснефти структурам г-на Дерипаски является одним из наиболее благоприятных для держателей облигаций компании.

*Продажа стратегическому инвестору имеет ряд преимуществ...*

Мы полагаем, что банкротство Русснефти по «сценарию ЮКОСа» на сегодняшний день уже не является «оптимальным» вариантом ни для инвесторов, ни для сторон, потенциально заинтересованных в приобретении активов компании. Русснефть на порядок уступает ЮКОСу по совокупной стоимости активов, поэтому обременение активов Русснефти налоговыми обязательствами с последующим запуском процедуры банкротства, на наш взгляд, маловероятно.

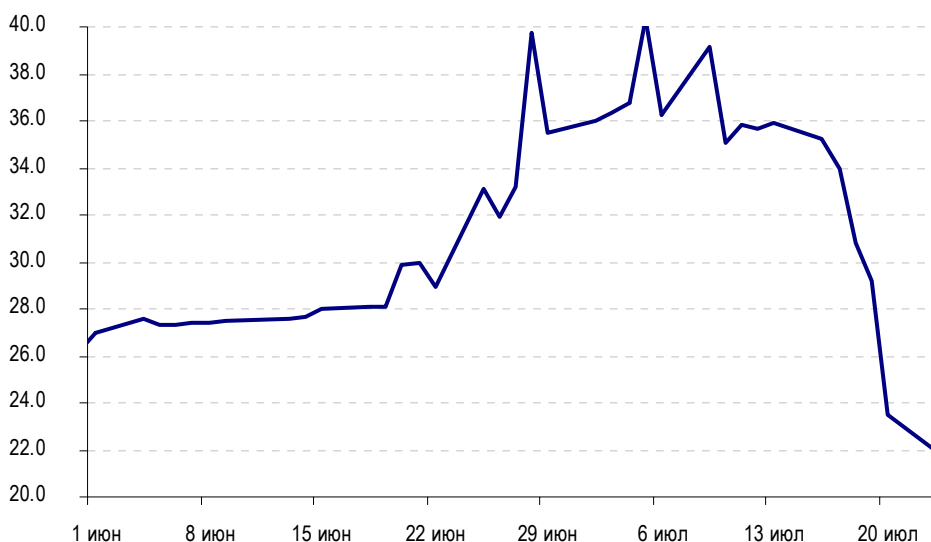
*... в том числе для нефтегазовых компаний, заинтересованных в активах Русснефти*

Более предпочтительно выглядит вариант продажи компании Базэлу или другому стратегическому инвестору, т.к. он позволит избежать длительных судебных разбирательств и снизит репутационные риски для будущих владельцев активов Русснефти. Кроме того, Русснефть может представлять больший интерес для инвестора именно как единый холдинг, а не как набор разрозненных предприятий. Мы полагаем, что даже если государственные нефтегазовые компании действительно заинтересованы в отдельных активах Русснефти, их приобретение у инвестора-посредника выглядит предпочтительнее, чем участие в новых аукционах.

*Слухи о переговорах Русснефти и Базэла – повод для спекуляций*

Поскольку Русснефть и Базэл опровергают сам факт ведения переговоров, мы не рекомендуем покупать облигации Русснефти до прояснения ситуации. За последние несколько дней спекулянты уже отыграли слухи о возможной продаже компании: цена бумаг выросла с 79.98% до 86.50%. Пока оценка кредитного риска Русснефти определяется скорее политическими факторами, волатильность цен облигации компании будет оставаться очень высокой.

Доходность облигаций Русснефти, % годовых



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**


---

**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.