Рублевые корпоративные облигации

25 декабря 2006 г. **Ежедневное обозрение**

ГЛАВНОЕ

- ФСК: инвестиции удваиваются, будет ли новый долг? » *стр. 3*
- Рейтинги Мосэнерго ждут Газпрома » *стр. 4*
- S&P повысило рейтинг РЖД с BBB- до BBB+ (Stable), а также поместило рейтинг Мосэнерго (B) в список CreditWatch с позитивным прогнозом
- Moody's присвоило Миракс Групп рейтинг B2, прогноз «стабильный»

Индикаторы

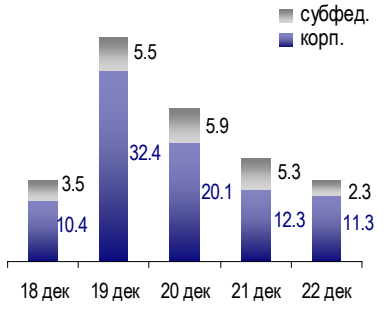
Долларов США за Евро	1.3142	– 0.2 %
Рублей за доллар США	26.2851	– 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	$ 61.72	– 1.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.68%	– 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.59%	– 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	95	– 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	559.9	+ 45.8
Остатки на д/с, млрд руб.	86.8	+ 3.1
Сальдо операций с ЦБ	– 3.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

В ПЯТНИЦУ

- Дебютный выпуск Зерновой компании «Настюша» (1 млрд руб.) размещен под 12.89% годовых к оферте через 1.5 года
- Еврокоммерц-1 (1 млрд руб.) размещен под 11.83% годовых к оферте через 1 год
- Волжская Текстильная Компания-1 (1 млрд руб.) размещена под 12.89% годовых к оферте через 1 год
- Дебютный выпуск Бразерс и Компания (500 млн руб.) размещен под 13.10% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

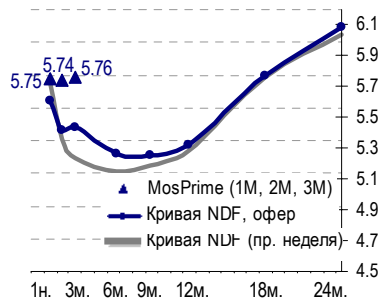


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

25 дек	Уплата акцизов, НДПИ
26 дек	Размещение Экспобанк-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ВМУ-Финанс-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Концерн КАРО-1 (700 млн руб., оферта через 1.5 года)
27 дек	Размещение дебютного выпуска РИГрупп (1.2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
28 дек	Уплата налога на прибыль
	Аукцион ОБР-3 (30 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-6	101.90	+ 30	3.4	6.90%
ЛУКОЙЛ-2	101.25	+ 15	2.7	6.88%
РЖД-3	104.14	+ 14	2.7	6.87%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-2	101.25	+ 24	1.8	*7.64%
ЮТК-4	103.30	+ 15	1.8	8.36%
ВолгаТел-3	102.30	+ 10	2.6	7.75%

Лидеры падения

1 эшелон

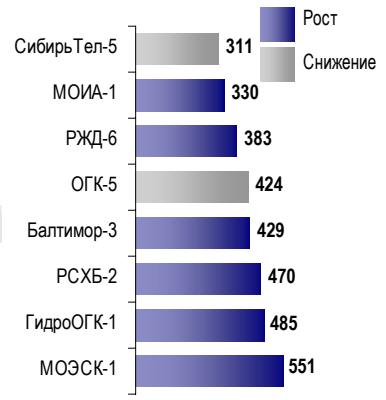
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	100.40	– 10	4.1	7.33%
РЖД-4	100.19	– 2	0.5	6.27%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Зенит-2	99.65	– 25	2.0	8.74%
ЮТК-3	101.96	– 24	0.8	*8.44%
Дальсвязь-3	101.12	– 8	1.7	8.07%

**к оферте*

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

Raiffeisen BANK

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спрэда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.80	-	6.97	0.26	-	-	⇔
ТМК-3	05/09	Держать	100.39	100.35	7.72	1.11	176	180	⇔
ОМК	30/11	Покупать	101.70	101.80	8.11	1.41	207	200	↓ 5
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.25	7.99	1.42	195	200	⇔
ГидроОГК: *спрэды могут расшириться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»*									
ГидроОГК-1	15/09	Фиксировать прибыль	103.30		7.36	3.75	103	120	↑
ГАЗ: *«покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента*									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	100.05	100.20	8.60	1.08	265	250	↓ 15
Белон: *«фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга*									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.30	99.45-99.85	9.16	2.24	298	320-340	↑ 20-40
ЮТК: *привлекательны как самые доходные среди МРК Связьинвеста*									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.05	-	8.32	0.77	248	-	⇔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.25	-	8.39	1.77	229	-	⇔
НКНХ: «*фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга*									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.34	103.85-104.05	8.01	2.05	186	200-210	↑ 15-25
САНОС: «*фиксировать прибыль» в связи с недостаточной премией к выпуску СИБУРа*									
СаНОС-2	20/12	Держать	105.05	104.90-105.15	8.16	2.56	194	190-200	⇔
ТВЗ: *высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности*									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.93	1.37	291	-	⇔
МОЭСК: *«фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180-200 б.п. к ОФЗ*									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.60	100.20	8.05	3.93	169	180	↑ 10

ФСК: инвестиции удваиваются, будет ли новый долг?

Инвестпрограмма ФСК-2007: 91.5 млрд руб., в 2.5 раза больше, чем в 2006

В пятницу Совет директоров ФСК одобрил инвестиционную программу компании на 2007 г. в размере 91.5 млрд руб. – в 2.5 раза больше, чем программа текущего года. В качестве основных источников финансирования компания рассматривает собственные финансовые результаты и средства от продажи генерирующих активов. Несмотря на то, что долговые источники пока не предусмотрены в плане, по нашему мнению, в следующем году ФСК все же останется одним из крупнейших заемщиков на публичном долговом рынке.

Главный вопрос для облигаций ФСК: неопределенность с кредитными рейтингами

В настоящий момент ключевым вопросом для стоимости облигаций ФСК остается неопределенность относительно кредитного рейтинга компании. Еще в середине ноября агентство S&P поставило рейтинг компании в список на пересмотр, однако окончательное решение пока не было опубликовано. По нашему мнению, после получения государством контроля над ФСК (ожидается в 2007 г. по результатам допэмиссии), ФСК должна получить рейтинги инвестиционной категории. Несмотря на некоторый рост долговой нагрузки, мы оцениваем кредитное качество ФСК как самое высокое среди компаний электроэнергетики, представленных на долговом рынке.

Судя по пресс-релизу компании, структура источников финансирования инвестпрограммы на 2007 г. выглядит следующим образом:

- собственные средства: 38.5 млрд руб. (42%);
- средства федерального бюджета: 18.7 млрд руб. (20%);
- средства от продажи активов ОГК и ТГК: 31.8 млрд руб. (35%);
- плата за технологическое присоединение: 2.7 млрд руб. (3%).

Получение средств от продажи активов ОГК и ТГК представляется небесспорным

На наш взгляд, получение доступа ФСК ко второму по размеру источнику – средствам от продажи активов генерирующих компаний, может оказаться под вопросом. Дело в том, что механизм направления ресурсов от продажи генерирующих активов в ФСК пока не проработан юридически. Поэтому мы предполагаем, что эти процедуры могут натолкнуться на сложности, связанные с межведомственными согласованиями и несогласием миноритарных акционеров РАО ЕЭС.

В любом случае, сам факт необходимости финансирования столь масштабной инвестпрограммы не вызывает сомнений. Минимальные потребности ФСК в инвестициях для обеспечения работоспособности энергосистемы составляют, по данным Председателя правления ФСК г-на Раппопорта, 327 млрд руб на 2007-2009 гг. При этом для активного развития сетевой инфраструктуры требуются еще более существенные инвестиции.

В следующем году мы ожидаем новых облигаций от ФСК на сумму 10-20 млрд руб.

По нашему мнению, в следующем году есть все основания ожидать новых облигационных выпусков от ФСК: в настоящий момент рынок воспринимает облигации компании как «квазигосударственный» риск, поэтому ФСК удается занимать по очень привлекательным ставкам. Поэтому мы ожидаем, что в качестве источника финансирования инвестпрограммы средства от продажи активов ОГК и ТГК могут быть частично заменены долговыми ресурсами. По нашему мнению, в следующем году ФСК может разместить рублевые облигации на 10-20 млрд руб. (в дополнение к уже обращающимся 4 выпускам на общую сумму в 25 млрд руб.). Наши оценки в целом сходятся с ориентирами руководства ФСК: в начале декабря зампред правления компании г-н Чистяков сообщил о том, что компания рассматривает возможность размещения рублевых облигаций на сумму до 15 млрд руб. в следующем году.

Мы не ожидаем ослабления спроса на долги ФСК

С ростом предложения долга мы не ожидаем ослабления интереса инвесторов к бумагам компании: облигации ФСК в настоящий момент предлагают самые широкие спрэды к суверенной кривой среди естественных монополий, контролируемых государством. Однако мы отмечаем, что вопрос кредитных рейтингов компании в ближайшее время выйдет на первый план. С учетом низкого уровня доходности по облигациям компании, круг инвесторов представлен в основном иностранными участниками, которые весьма чувствительны к наличию высоких рейтингов.

К концу следующего года ФСК должна иметь полноценные инвестиционные рейтинги от обоих агентств

Текущий рейтинг ФСК от S&P (B+/Positive), на наш взгляд, не отражает реального кредитного качества компании и основан лишь на оценке кредитного качества основного акционера ФСК – РАО ЕЭС. Однако уже в следующем году это ограничение должно быть снято: в бюджете 2007 года уже предусмотрены средства на оплату допэмиссии акций ФСК в пользу государства. Мы ожидаем, что к середине следующего года ФСК будет иметь «полноценные» рейтинги инвестиционной категории от обоих агентств.

ФСК-4: самый недооцененный выпуск

Текущие спрэды облигаций ФСК: 70-95 б.п. к ОФЗ, на наш взгляд, вполне адекватно отражают кредитное качество компании. Мы считаем, что «справедливым» уровнем для облигаций ФСК после получения инвестиционных рейтингов является спрэд в 80 б.п. к ОФЗ. Мы не ожидаем существенного роста цен в бумагах ФСК в течение ближайшего времени, т.к. фактор рейтингов уже заложен в цену облигаций. По нашему мнению, наиболее предпочтительно среди всех бумаг компании выглядит 4й выпуск, который торгуется с самым широким спрэдом – 95 б.п. к ОФЗ – всего на 3 б.п. уже фундаментально более слабой по кредитному качеству ГидроОГК.

Рейтинги Мосэнерго ждут Газпрома

S&P может повысить рейтинги Мосэнерго по итогам допэмиссии весной 2007 года

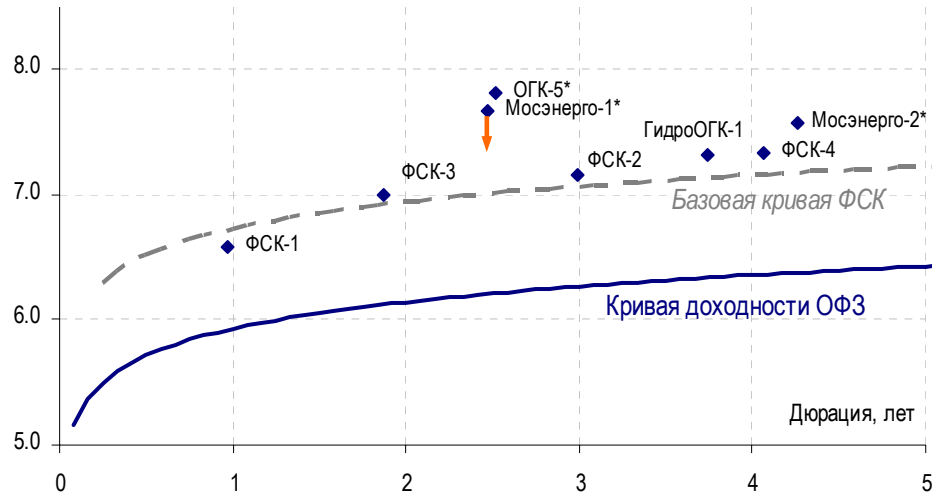
В пятницу рейтинговое агентство S&P поместило кредитный рейтинг Мосэнерго в список на возможное повышение, в связи с ожидаемым переходом компании под контроль Газпрома. По нашему мнению, «фактор Газпрома» уже полностью отражен в цене выпуска Мосэнерго-2, в то время как выпуск Мосэнерго-1 все еще сохраняет потенциал роста котировок.

В качестве «дочки» Газпрома Мосэнерго, по нашему мнению, может рассчитывать на получение рейтинга на 1-2 ступени ниже, чем рейтинг материнской компании. Соответственно, есть шанс, что уже весной следующего года компания получит кредитный рейтинг инвестиционной категории. S&P обещает пересмотреть рейтинг компании после того, как допэмиссия акций Мосэнерго в пользу Газпрома будет завершена.

Рекомендуем покупать Мосэнерго-1 с ориентиром 100.50-100.60%

По нашему мнению, с учетом «фактора Газпрома», справедливый спрэд облигаций Мосэнерго составляет 100-120 б.п. к ОФЗ. Исходя из этой оценки, более длинный выпуск МОсэнерго-2 оценен адекватно (спрэд: 120 б.п.), а более короткий Мосэнерго-1 существенно недооценен (спрэд: 146 б.п. к ОФЗ). Поэтому мы рекомендуем «покупать» Мосэнерго-1 с ориентиром по цене 100.50-100.60% от номинала (текущая цена: 100.00%).

Доходность облигаций на 22 декабря



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
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Ольга Базюкина	obazyukina@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Начальник аналитического отдела

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

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) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

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.