

Рублевые корпоративные облигации

15 января 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- АИЖК: самая привлекательная длинная дюрация » стр. 3
- Fitch присвоило Миракс Групп рейтинг В, прогноз «стабильный»

Индикаторы

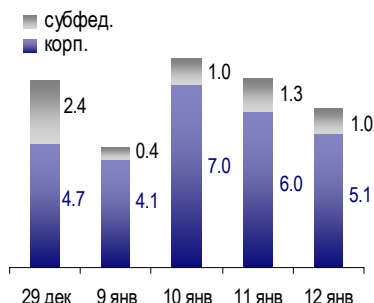
Долларов США за Евро	1.2916	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	26.5844	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 52.38	+ 1.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.79%	+ 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	474.1	- 67.4
Остатки на д/с, млрд руб.	339.3	+ 33.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 16.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Минфин утвердил параметры размещаемого 17 января выпуска ОФЗ-ПД 26199. Ставка купона составляет 6.1% годовых, дюрация – 4.7 лет

Объем торгов на ММВБ

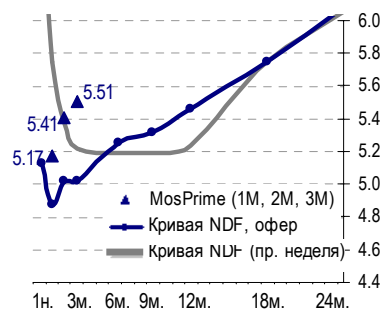


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

15 янв	Уплата ФОР
	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
22 янв	Уплата НДС
24 янв	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.7 лет)
25 янв	Уплата акцизов, НДС
29 янв	Уплата налога на прибыль
31 янв	Перечисление платежей за пользование недрами в 4 кв. 2006 г.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.45	+ 24	2.7	6.71%
Газпром-6	100.80	+ 13	2.3	6.71%
ЛУКОЙЛ-2	101.20	+ 10	2.6	6.89%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	104.04	+ 39	3.1	7.60%
Дальсвязь-2	102.50	+ 20	2.9	*8.13%
Мечел-2	101.10	+ 10	3.0	*8.18%

Лидеры падения

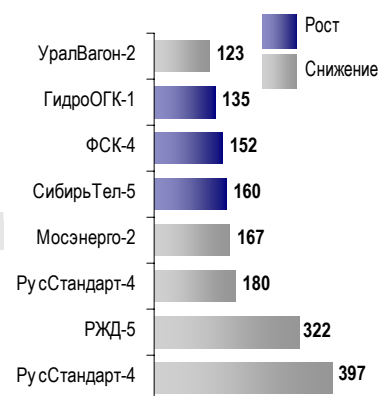
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	100.76	- 6	4.2	*7.61%
Мосэнерго-1	100.20	- 5	2.4	*7.59%
ФСК-2	103.65	- 3	3.1	7.16%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	99.10	- 20	1.8	*10.01%
Куйбазот-2	100.33	- 17	3.4	8.89%
ВолгаТел-4	100.55	- 7	2.4	*7.99%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте



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	100.70	-	6.57	0.20	132	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.45	100.45	7.65	1.05	180	180	↔
ОМК	30/11	Покупать	101.80	101.85	7.97	1.35	203	200	↓ 5
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.20	102.25	7.99	1.37	205	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.31	102.70	7.35	3.84	103	120	↑ 15
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	100.05	100.30	8.61	1.03	277	250	↓ 25
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.55	9.20	2.18	309	340	↑ 30
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.91	1.37	296	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.88	100.30	7.97	3.87	165	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.40-99.55	8.69	1.55	270	290-300	↑ 20-30
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.56	99.85-100.30	8.87	2.34	273	240-260	↓ 15-35
Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.20	100.50-100.60	7.59	2.42	144	125-130	↓ 15



АИЖК: самая привлекательная длинная дюрация

*Спрэд длинных выпусков
АИЖК: самый широкий в
1ом эшелоне*

В настоящий момент спрэды длинных облигаций АИЖК (в первую очередь – 7 и 8 выпуски) составляют около 150 б.п. к ОФЗ, что является самым высоким уровнем среди бумаг 1 эшелона. Таким образом, де-факто по бумагам с государственной гарантией можно получить более высокую премию, чем по корпоративным облигациям, кредитный риск которых существенно выше. Очевидно, что основные причины такого «разрыва» в доходностях вполне объективны – это относительно невысокая ликвидность бумаг Агентства и отсутствие у него кредитных рейтингов.

*Столь высокая премия к
корпоративным бумагам
представляется
неоправданной*

По нашему мнению, «справедливый» спрэд АИЖК к ОФЗ составляет не более 80 б.п., однако мы не ожидаем, что бумаги АИЖК в ближайшее время достигнут этих уровней, т.к. Агентство будет постоянно предлагать рынку новые выпуски. При этом, сложившиеся на сегодняшний день уровни доходности по бумагам АИЖК делают их, на наш взгляд, самой привлекательной инвестицией в сегменте с длинной дюрацией. Премия в 150 б.п. к кривой ОФЗ и в 50 б.п. к самым длинным бумагам ЛУКОЙла является, по нашему мнению, весьма интересной для самых консервативных инвесторов.

*Итоги 2006 г. для АИЖК:
рост портфеля более чем
в 3 раза!*

Мы отмечаем, что в 2006 г. бизнес АИЖК рос исключительно высокими темпами: ипотечный портфель агентства увеличился в 3.15 раза и составил 39.6 млрд руб. по состоянию на 29.12.2006. Для сохранения достаточности капитала на высоком уровне в середине года была проведена допэмиссия акций, в результате которой размер собственного капитала АИЖК достиг 5.4 млрд руб.

*Увеличение долга не
означает ослабления
кредитного качества*

На наш взгляд, динамичный рост портфеля является одной из причин расширения спрэдов облигаций АИЖК: Агентство постоянно предлагает рынку новые выпуски облигаций. Так, в Федеральном бюджете на 2007 г. заложена возможность предоставления госгарантий по обязательствам АИЖК на сумму до 16 млрд руб. Однако постоянное увеличение размера долга не свидетельствует об ослаблении кредитного качества, т.к. все активы агентства обеспечены залладными по ипотечным кредитам, доходность по которым выше стоимости заимствований.

*Государственная
поддержка максимальна, в
2007 г. Агентство может
получить до 4.5 млрд руб.
в капитал*

Главным фактором кредитного качества облигаций АИЖК является высокая степень прямой государственной поддержки: несмотря на то, что новые выпуски обеспечены госгарантиями только на сумму основного долга, вероятность дефолта и кредитных потерь по ним мы оцениваем как крайне низкую. Дополнительная поддержка со стороны государства выражается в регулярных увеличениях капитала: на 2007 г. в бюджете заложена возможность выкупа допэмиссии акций АИЖК на сумму до 4.5 млрд руб. Таким образом, даже с учетом продолжающегося динамичного роста портфеля Агентства, достаточность капитала будет оставаться на высоком уровне.

*Основные проблемы бумаг
АИЖК: низкая ликвидность
и отсутствие рейтингов*

Мы неоднократно отмечали, что основным ограничителем для роста цены бумаг АИЖК является, на наш взгляд, их низкая ликвидность, связанная с отсутствием кредитных рейтингов. Подготовив первую аудированную отчетность по МСФО, Агентство сделало важный шаг к решению этой проблемы. Мы ожидаем, что увеличение предложения ипотечных бумаг на российском рынке также будет способствовать росту интереса к облигациям АИЖК, т.к. они естественным образом будут использоваться в качестве ориентира стоимости заимствований, обеспеченных ипотечными кредитами.

*Мы не ожидаем скорого
роста котировок АИЖК...*

Мы не ожидаем скорого и существенного роста цен облигаций АИЖК, т.к. их абсолютные доходности могут быть привлекательными только для узкого круга участников рынка. Однако для наиболее консервативных инвесторов облигации Агентства предлагают весьма интересную премию к кривой ОФЗ.

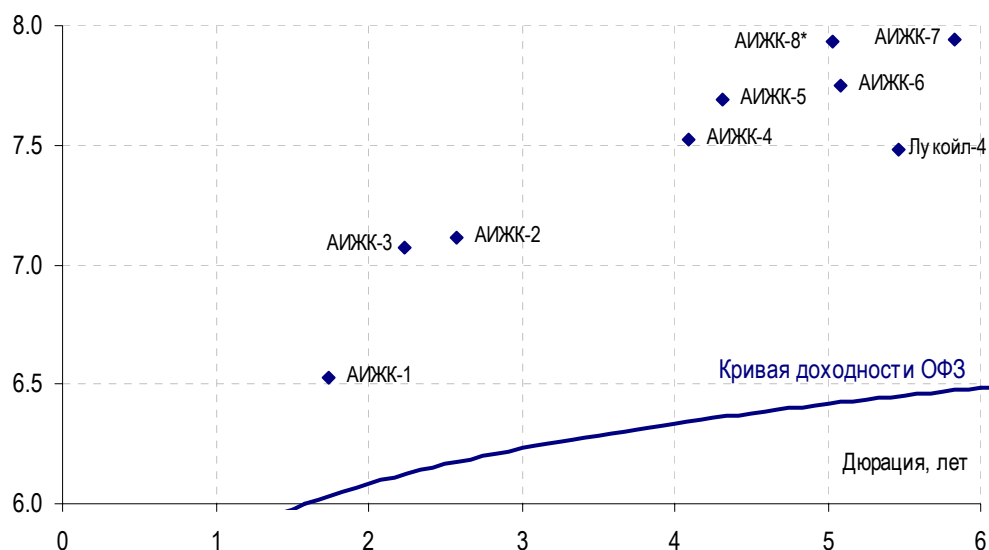
... однако считаем их весьма привлекательной инвестицией в сегменте с длинной дюрацией

Исходя из анализа кредитного качества, мы оцениваем «справедливый» спрэд бумаг АИЖК в 80 б.п. к ОФЗ, что существенно меньше текущих значений спреда длинных выпусков. Текущий уровень доходности АИЖК представляется нам завышенным также и по сравнению с длинным 4ым выпуском ЛУКОЙла (спрэд к ОФЗ – около 100 б.п. при форвардной котировке 100.30% от номинала). С учетом ожидаемого предложения новых выпусков и отсутствия кредитных рейтингов, спрэд в 120-130 б.п. к ОФЗ мы считаем вполне адекватным.

При текущей конъюнктуре рынка мы рекомендуем АИЖК - 7, 8 только самым консервативным инвесторам

На наш взгляд, выпуски АИЖК-7 и АИЖК-8 являются самыми недооцененными среди длинных бумаг. Однако мы рекомендуем их к покупке только самым консервативным инвесторам, которые готовы покупать бумаги с очень длинным инвестиционным горизонтом.

Доходность облигаций на 12 января



Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.
АИЖК-1	6.53	108.00	1.74	1 070	11.00%	50
АИЖК-2	7.12	110.85	2.58	1 500	11.00%	94
АИЖК-3	7.07	105.75	2.24	2 250	9.40%	95
АИЖК-4	7.52	105.80	4.10	900	8.70%	118
АИЖК-5	7.69	99.45	4.31	2 200	7.35%	133
АИЖК-6	7.75	99.32	5.08	2 500	7.40%	132
АИЖК-7	7.94	99.76	5.82	4 000	7.68%	147
АИЖК-8	*7.93	99.62	5.03	5 000	7.63%	151

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.