

Рублевые корпоративные облигации

22 января 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Изменение рекомендаций: Башкирэнерго и ГАЗ » стр. 3
- Новая схема разделения РАО: кто выигрывает? » стр. 4

Индикаторы

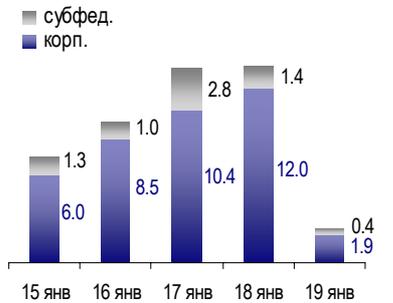
Долларов США за Евро	1.2965	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.5133	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 53.29	+ 3.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.78%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	100	- 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	379.8	- 78.6
Остатки на д/с, млрд руб.	305.1	+ 21.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 61.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 25 января состоится аукцион ОБР-3 (30 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007 г.)
- Планируется выпуск Жилсоципотека-Финанс-2 (1.5 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

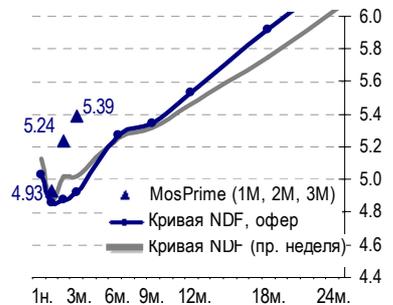


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

22 янв	Уплата НДС
24 янв	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.7 лет)
25 янв	Уплата акцизов, НДС Аукцион ОБР-3 (30 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)
29 янв	Уплата налога на прибыль
31 янв	Перечисление платежей за пользование недрами в 4 кв. 2006 г.
7 фев	Уплата ФОР

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	100.13	+ 3	5.8	7.87%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	98.75	+ 25	1.1	9.83%
УРСИ-4	102.10	+ 18	0.8	7.29%
Башэнерго-3	99.96	+ 11	2.0	*8.58%

Лидеры падения

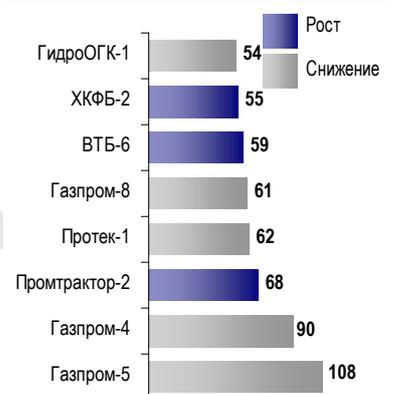
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк	99.30	- 40	3.4	7.44%
ЛУКОЙЛ-2	100.51	- 35	2.6	7.17%
Мосэнерго-2	100.71	- 24	4.2	*7.62%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	98.75	- 23	6.1	8.90%
ЮТК-3	102.01	- 18	0.7	*8.09%
Кокс-1	100.65	- 10	2.3	8.84%

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.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.57	-	6.92	0.18	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.40	100.40	7.69	1.03	181	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.80	7.95	1.33	198	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.14	102.20	8.02	1.35	204	200	↔
ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.07	102.60	7.41	3.82	108	120	↑ 10
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.25	100.25	8.40	1.01	253	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.50	9.22	2.17	308	340	↑ 30
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.55	-	9.01	1.35	304	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.55	100.25	8.06	3.85	172	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.35-99.50	8.69	1.53	267	290-300	↑ 25-35
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.55	99.80-100.25	8.88	2.32	272	240-260	↓ 10-30
Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.20	100.50-100.60	7.59	2.40	142	125-130	↓ 15-20
АИЖК-7,8: наиболее недооцененные длинные выпуски I эшелона. Долгосрочный ориентир по спреду: 120-130 б.п. к ОФЗ									
АИЖК-7	15/01	Покупать	100.10	-	7.88	5.83	140	120-130	↓ 10-20
АИЖК-8	15/01	Покупать	99.90	-	7.87	5.03	144	120-130	↓ 15-25
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.55	99.80	9.23	1.57	321	370	↑ 50
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	99.87	-	8.63	1.99	252	210-230	↔

Изменение рекомендаций: Башкирэнерго и ГАЗ

Башкирэнерго

Мы рекомендуем «купить и держать» облигации Башкирэнерго, т.к. они предлагают привлекательную премию к бумагам генерирующих компаний и при этом имеют высокое кредитное качество. В силу невысокой ликвидности бумаг мы не рекомендуем рассчитывать на существенный рост их котировок. *Подробнее см. наш ежедневный обзор от 17 января.*

ГАЗ-Финанс вырос до справедливых уровней, рекомендуем «держать»

К настоящему моменту бумаги ГАЗ-Финанс практически достигли «справедливых» уровней по спреду к ОФЗ. И хотя у бумаги все еще остается небольшой потенциал сужения спреда (около 5 б.п.) относительно нашей оценки (250 б.п.) мы меняем рекомендацию с «покупать» на «держать», т.к. в силу относительно короткой дюрации, существенное движение цен представляется маловероятным.

Новая схема разделения РАО: кто выигрывает?

Новая схема разделения РАО нацелена на поиск источника финансирования инвестиций ФСК

В пятницу РАО ЕЭС представило новую схему своего разделения. Новый план нацелен в первую очередь на финансирование инвестиционных потребностей компаний, остающихся под государственным контролем – ФСК и ГидроОГК. Если новая концепция разделения РАО ЕЭС будет принята, это будет означать, что ФСК получит на ближайшее время основной источник финансирования инвестпрограммы и снизит потребность в заемных средствах. Однако мы предполагаем, что новая схема разделения РАО потребует значительного времени на принятие политических решений и реализацию корпоративных процедур. Поэтому в текущем году ФСК, по нашему мнению, все же будет весьма активно прибегать к заимствованиям.

Вкратце предложенную схему разделения РАО можно описать следующим образом:

- 48% акций каждой ОГК и ТГК вносятся в капитал специальной компании-«надстройки»;
- 100% акций «надстроек» распределяются между миноритариями РАО ЕЭС пропорционально их доле в капитале РАО;
- 52% акций ОГК и ТГК вносятся в капитал еще одной «надстройки», которая, таким образом, консолидирует долю государства в РАО ЕЭС;
- доля государства в генерации будет передана ФСК, которая за счет продажи генерирующих активов будет финансировать свою инвестпрограмму.

Новая схема позволяет профинансировать инвестиции ФСК за счет государства, но без использования бюджетных средств

Такая схема разделения РАО выглядит как стремление ускорить процесс получения источников для финансирования инвестиций в инфраструктурные компании. Предыдущая схема, которая предусматривала прямое распределение долей во всех «дочках» РАО между всеми акционерами представляется несколько более логичной, т.к. в ней отсутствует промежуточное звено компаний-надстроек. Однако новая схема, если она будет принята, позволит гораздо быстрее получить инвестиционные ресурсы для финансирования инфраструктуры. Такое решение представляется компромиссом между необходимостью вкладывать средства в развитие сетей и нежеланием чиновников финансировать эти проекты напрямую из бюджета.

Мы предполагаем, что принятие новой схемы разделения РАО потребует серьезных политических решений, т.к. она подразумевает одномоментный отказ государства от собственности на генерирующие активы (за исключением ГидроОГК). О возможности направления средств от продажи долей в тепловой генерации на инвестиции ГидроОГК в предварительных материалах пока не говорилось, но такое решение представляется нам логичным с учетом требования по сохранению госконтроля над компанией.

Для ОГК и ТГК новая схема нейтральна: они получат больше свободы, но уменьшится вероятность поддержки

Для тепловых генерирующих компаний новая схема будет означать снижение зависимости от РАО: государство перестанет быть акционером компаний, и будет определять их политику только с использованием мер регулирования. Таким образом, тепловые генкомпании получат большую самостоятельность в вопросах инвестиционной политики. Однако ускоренная продажа доли государства, на наш взгляд, также уменьшит и вероятность финансовой поддержки со стороны холдинга РАО или напрямую от государства. Исходя из имеющейся на сегодняшний день информации, мы нейтрально оцениваем влияние новой схемы разделения РАО на кредитное качество генкомпаний.

Больше всех выиграет ФСК

Очевидным образом от принятия новой схемы выиграет ФСК, которая по сути получит бесплатный источник финансирования инвестиций. В материалах ФСК объем инвестиций, которые компания планирует профинансировать за счет продажи активов РАО оценивается в 160 млрд в 2007-2009 гг. В случае реализации новой схемы разделения мы ожидаем усиления госконтроля за деятельностью ФСК, юридического закрепления государственного статуса компании и, как результат, получение полноценных инвестиционных рейтингов.

Однако длительность процедур разделения РАО, по нашему мнению, все же заставит ФСК в 2007 году прибегать к новым заимствованиям для финансирования инвестпрограммы.

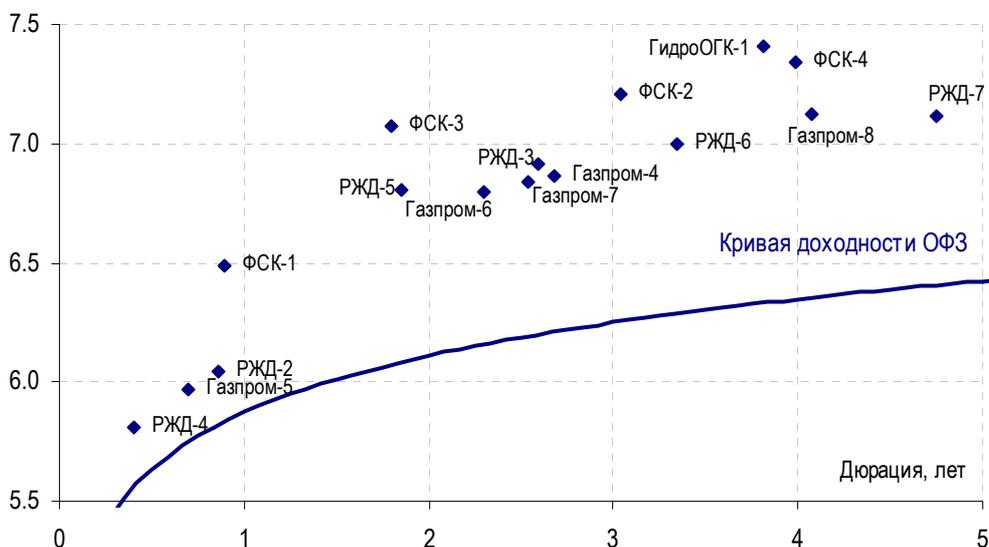
Спрэды ФСК могут сузиться до 70 б.п. к ОФЗ, но это вопрос очень отдаленной перспективы

Мы ожидаем, что в случае принятия новой схемы разделения РАО спрэды облигаций ФСК могут сузиться до уровня Газпрома и РЖД (около 70 б.п. к ОФЗ). Однако это должно произойти только после того, как все необходимые решения будут окончательно согласованы соответствующими государственными органами. Поэтому перспектива сужения спрэдов ФСК относительно текущих уровней представляется нам вопросом очень длительного времени (от полугода и более).

Мы ожидаем, что ГидроОГК также получит средства от продажи активов РАО

На наш взгляд, логичным решением в рамках предлагаемой схемы разделения РАО была бы передача части средств от продажи тепловых генерирующих активов на инвестиции ГидроОГК. Пока мы не получали информации о таких шагах, однако мы ожидаем, что в ходе дальнейшей работы над процедурами, такие решения будут приняты.

Доходность облигаций на 19 января



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

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.