Рублевые корпоративные облигации

31 января 2007 г. **Ежедневное обозрение**

ГЛАВНОЕ

- Ленэнерго: размещение будет интересным » *стр. 3*
- МОЭСК: покупать еще не время » *стр. 4*
- ОГК-5: Газпром пока далеко » *стр. 5*

Индикаторы

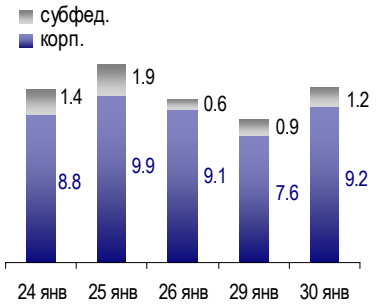
Долларов США за Евро	1.2964	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.5351	– 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	$ 56.11	+ 4.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.73%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.91%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	421.4	+ 37.5
Остатки на д/с, млрд руб.	92.3	– 20.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 9.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- НПО Сатурн планирует третий выпуск объемом 3.5 млрд руб. и сроком обращения 7 лет

Объем торгов на ММВБ

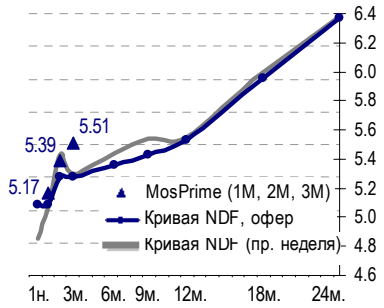


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

31 янв	Перечисление платежей за пользование недрами в 4 кв. 2006 г.
1 фев	Аукцион ОБР-3 (20 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)
2 фев	Размещение Ленэнерго-2 (3 млрд руб., 5 лет)
7 фев	Уплата ФОР
8 фев	Размещение АИЖК-9 (5 млрд руб., дюрация 5.8 лет, с амортизацией)
15 фев	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 фев	Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.35	+ 15	2.3	6.91%
ОГК-5	99.76	+ 6	2.4	*7.74%
РЖД-5	100.00	+ 5	1.9	6.78%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-6	101.13	+ 18	1.7	*7.65%
СаНОС-2	105.00	+ 15	2.5	8.11%
ЦентрТел-4	114.11	+ 11	2.1	7.76%

Лидеры падения

1 эшелон

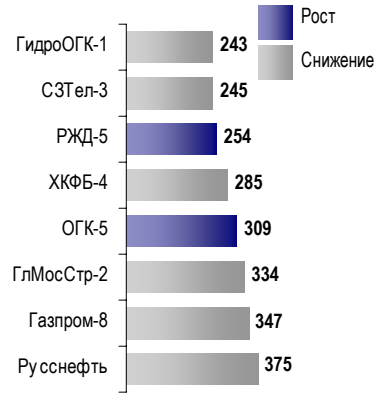
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-5	101.00	– 17	0.7	6.15%
Мосэнерго-1	100.29	– 9	2.4	*7.55%
РЖД-6	101.35	– 8	3.3	7.05%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	90.90	– 510	1.7	*15.56%
Дальсвязь-3	101.25	– 15	1.6	7.93%
Карусель-1	99.90	– 10	1.5	*10.04%

**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	100.52	-	6.62	0.15	-	-	⇔
ТМК-3	05/09	Держать	100.44	100.45	7.64	1.00	179	180	⇔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.75	7.92	1.30	197	200	⇔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.15	102.15	7.97	1.32	202	200	⇔
ГидроОГК: *спрэды могут расшириться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»*									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.00	102.55	7.42	3.79	107	120	↑ 15
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.35	100.30	8.29	0.98	245	250	⇔
Белон: *«фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга*									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.55	9.22	2.14	309	340	↑ 30
ТВЗ: *высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности*									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.88	1.32	293	-	⇔
МОЭСК: *«фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180-200 б.п. к ОФЗ*									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.59	100.20	8.05	3.82	169	180	↑ 10
ТАИФ: «*фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга*									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.99	99.40-99.55	8.59	1.50	259	290-300	↑ 30-40
Петрокоммерц: *наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков*									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.75	99.80-100.25	8.79	2.29	263	240-260	↓ 5-25
Мосэнерго-1: *самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний*									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.30	100.50-100.60	7.55	2.37	137	125-130	↓ 10-15
Уралвагонзавод: *существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль*									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.80	9.33	1.54	332	375	↑ 40
Башкирэнерго: *привлекательная премия к генерирующим компаниям*									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.00	-	8.56	1.96	246	210-230	⇔
Сибур: *привлекательная премия к Газпрому; рейтинги от Fitch и Moody's будут способствовать росту спроса на бумаги*									
Сибур-1	25/01	Купить и держать	99.90	-	7.88	2.50	169	-	↓
Куйбышевазот: *ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки*									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.30	98.95	8.90	3.41	259	300	↑ 40

Ленэнерго: размещение будет интересным

В пятницу 2 февраля состоится размещение второго выпуска облигаций Ленэнерго (3 млрд руб., погашение через 5 лет). В качестве ключевых позитивных факторов кредитного качества Ленэнерго мы выделяем: высокую стабильность сетевого бизнеса, ожидаемое получение источника инвестиционных ресурсов в виде платы за подключение и сильную поддержку со стороны региональных властей. По масштабу бизнеса и текущим финансовым показателям Ленэнерго уступает присутствующей на долговом рынке МОЭСК, однако мы не считаем эти различия кардинальными.

«Справедливая» доходность: от 8.70%

Ориентиры организаторов размещения облигаций Ленэнерго по доходности выпуска составляют 8.50-9.00% (спрэд к ОФЗ: 210-260 б.п.). По нашему мнению, такие уровень доходности выше 8.70% является вполне адекватной премией за кредитное качество компании. Мы оцениваем «справедливую» премию Ленэнерго над доходностью МОЭСК в 30-40 б.п., что в целом соответствует ориентирам организаторов.

Ленэнерго входит в число четырех крупнейших РСК

Ленэнерго – распределительная сетевая компания (РСК), обслуживающая Санкт-Петербург и Ленинградскую область. Компания была образована в ходе реформы РАО ЕЭС после выделения из нее генерирующих мощностей в Петербургскую генерирующую компанию, которая в последствие вошла в состав ТГК-1. По объемам распределяемой по сетям электроэнергии Ленэнерго является 4ой в России РСК, уступая лишь МОЭСК, Красноярскэнерго и Свердловэнерго. В настоящий момент Ленэнерго на 56% контролируется РАО ЕЭС, а еще 35.5% принадлежит финскому концерну Fortum.

Правительство Петербурга планирует войти в состав акционеров Ленэнерго

РСК являются естественными монополистами в своих регионах и находятся под строгим государственным регулированием. Местные власти также стремятся оказывать существенное влияние на деятельность РСК: так, Правительство Москвы стремится получить контроль над МОЭСК. Аналогичным образом Правительство Петербурга скоро должно войти в состав акционеров Ленэнерго, выкупив планируемую допэмиссию на 25% от уставного капитала компании.

Меньшие масштабы бизнеса и более низкая операционная эффективность относительно МОЭСК

По масштабам бизнеса Ленэнерго существенно уступает МОЭСК: объем распределяемой через сети компании электроэнергии меньше в 2.3 раза. Соответственно, выручка Ленэнерго (6.9 млрд руб за 9М2006) также в 2.5 раза меньше выручки МОЭСК (17.4 млрд руб.). Рентабельность Ленэнерго (около 14% по EBITDA) также заметно ниже, чем у МОЭСК (около 36% по EBITDA).

Снижение потерь в сетях должно повысить рентабельность

Основной операционной проблемой Ленэнерго, которая является причиной столь значительных различий в рентабельности, является высокий уровень потерь в сетях Ленэнерго (около 14% против 9% у МОЭСК). Дело в том, что сверхнормативные потери энергии РСК оплачивают за свой счет и не могут переложить эти расходы на потребителей, т.к. тарифы на услуги РСК являются регулируемыми. В ближайшее время Ленэнерго планирует снизить потери за счет замены части устаревшего оборудования. Эти меры могут привести к повышению рентабельности на 7-10 п.п.

Долговая нагрузка после продажи акций ПГК будет невысокой

Уровень долговой нагрузки Ленэнерго на 30.09.2006 составлял около 4.2x Долг/EBITDA, что выглядит излишне агрессивно. Однако за счет продажи акций Петербургской генкомпании, находившихся на балансе Ленэнерго, компания выручила около 4 млрд руб. и имеет возможность существенно уменьшить свой долг. Соотношение Чистый Долг/EBITDA после продажи акций Петербургской генкомпании составляет около 1x, что вполне сопоставимо с показателями МОЭСК.

Запланированные на 2007 год инвестиции, по нашим прогнозам, приведут к росту долговой нагрузки до 1.5x Долг/EBITDA.

Плата за подключение – одна из самых высоких в России

Главным позитивным моментом, который позволяет сравнивать Ленэнерго и МОЭСК, на наш взгляд, является самый высокий в России уровень платы за подключение к электросетям компаний: 33 тыс руб./КВт для Ленэнерго и 11/42 тыс руб. за КВт для потребителей МОЭСК в Московской области и Москве соответственно. Напомним, что плата за подключение – источник инвестиционных ресурсов, которые РСК получают от новых потребителей в качестве оплаты услуг по предоставлению доступа к электросетям. В течение ближайших лет плата за подключение должна стать одним из основных источников средств для финансирования инвестпрограмм РСК. Со столь высоким уровнем тарифа на подключение, Ленэнерго и МОЭСК, очевидно, находятся в существенно более выгодном положении по сравнению с другими РСК.

Фундаментальные различия между МОЭСК и Ленэнерго невелики

Как мы уже отмечали, по финансовым показателям Ленэнерго выглядит существенно слабее МОЭСК. Однако эти различия (за исключением размера выручки), по нашему мнению, в ближайшее время будут выравниваться. С точки зрения фундаментальных предпосылок, Ленэнерго и МОЭСК находятся в сходных условиях:

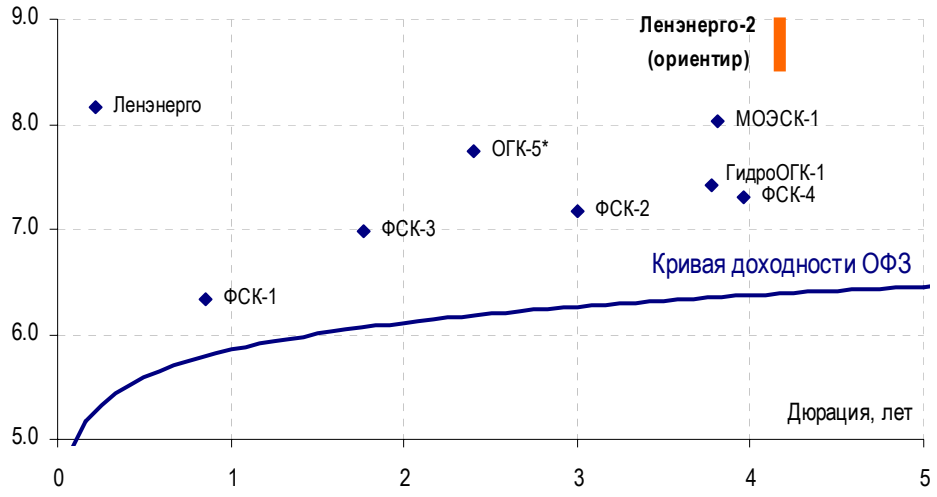
- работа в экономически развитых регионах, высокая степень поддержки со стороны региональных властей;
- дефицитные энергосистемы Москвы и Петербурга, значительная нехватка сетевых мощностей, максимальный уровень платы за подключение.

Рекомендуем участвовать в аукционе по Ленэнерго с доходностью от 8.70%

По нашему мнению, «эффект масштаба» должен компенсироваться в премии облигаций Ленэнерго над МОЭСК. Однако такая премия, по нашим представлениям, должна составлять 30-40 б.п. «Справедливый» спрэд облигаций МОЭСК мы оцениваем в 180 б.п. к ОФЗ, соответственно «справедливый» спрэд Ленэнерго должен составлять 210-220 б.п. Исходя из этой оценки, ориентиры организаторов по доходности Ленэнерго-2 являются вполне адекватными, и мы рекомендуем участвовать в аукционе по доходности от 8.70%.

Текущая неопределенность относительно ставок рублевого рынка, скорее всего, приведет к тому, что на размещении инвесторы потребуют дополнительную премию. Поэтому на аукционе доходность Ленэнерго-2 может оказаться выше нашей оценки «справедливого» уровня на 20-30 б.п.

Доходность облигаций на 30 января



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

МОЭСК: покупать еще не время

Не рекомендуем увеличивать позиции в облигациях МОЭСК

В течение последних 2 месяцев котировки облигаций МОЭСК опустились до уровня 100.60-100.70% с максимальных значений в 101.20-101.30%. Мы очень высоко оцениваем кредитное качество МОЭСК, но считаем, что после размещения она была слишком «агрессивно» перекуплена. Поэтому мы пока не рекомендуем покупать подешевевшую бумагу, т.к. в течение скорого времени рынку будут предложен широкий выбор бумаг электроэнергетиков, которые позволят сформировать более доходный портфель.

Рекомендуем зафиксировать прибыль с ориентиром 100.20% от номинала

С падением котировок спрэд МОЭСК к ОФЗ немного расширился (со 150-155 б.п. к ОФЗ до уровня около 170 б.п. к ОФЗ), но он все еще на 10 б.п. уже нашей оценки «справедливого» спрэда для этой бумаги (180 б.п. к ОФЗ). Мы рекомендуем зафиксировать прибыль в МОЭСК по текущим уровням (с ориентиром в 100.20% от номинала) и покупать более доходные бумаги Ленэнерго и генерирующих компаний, которые будут в скором времени выходить на рынок.

ОГК-5: Газпром пока далеко

Фактор Газпрома включать в цену ОГК-5 еще рано

Бумаги ОГК-5 в последнее время также дешевеют, однако их спрэды все еще остаются слишком узкими на наш взгляд. Существенным фактором поддержки для ОГК-5 являются периодические заявления менеджеров Газпрома об интересе к выкупу блокпакета акций компании, который будет продаваться в течение 2007 г. Однако мы считаем, что пока эти события все же не являются достаточным поводом, чтобы приравнивать риски ОГК-5 к рискам Мосэнерго, которая должна перейти под контроль Газпрома уже этим летом.

В настоящий момент спрэд ОГК-5 к ОФЗ составляет 155-160 б.п., что существенно шире нашей оценки «справедливого» спрэда в 180 б.п. Текущие цены ОГК-5 на уровне 99.75% от номинала могут показаться привлекательным поводом для покупки, но мы считаем, что доходность бумаги все еще недостаточно велика. Премия бумаг ОГК-5 над Мосэнерго-1 составляет менее 20 б.п., тогда как мы оцениваем ее «справедливый» уровень не менее чем в 40 б.п.

Не рекомендуем покупать ОГК-5 по текущим уровням

Мы не ожидаем падения котировок ОГК-5 до «справедливого» уровня в 99.20-99.30% от номинала, т.к. фундаментально кредитное качество компании очень высоко. Кроме того, важным моментом для бумаг ОГК-5 станет выход компании из группы РАО ЕЭС в результате продажи блокпакета летом 2007 года. После этого многие участники перестанут учитывать облигации ОГК-5 в лимитах на группу РАО ЕЭС, что способно увеличить спрос на эти бумаги. В целом мы считаем, что в течение ближайших месяцев облигации ОГК-5 будут чувствовать себя «хуже рынка» и не рекомендуем наращивать позиции в этом выпуске.

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

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.