

Рублевые корпоративные облигации

23 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Ленэнерго: требуйте премии за новые инвестиции! » стр. 3
- ФСК: «настоящий» инвестиционный рейтинг» стр. 5

Индикаторы

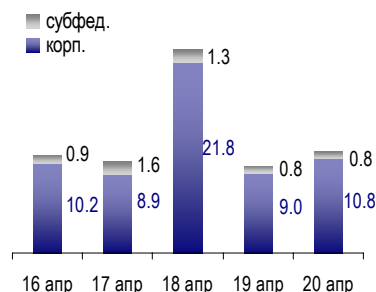
Долларов США за Евро	1.3590	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.7253	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.56	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.52%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.62%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	95	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	372.1	- 85.8
Остатки на д/с, млрд руб.	707.1	+ 9.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 211.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

В ПЯТНИЦУ

- Размещен выпуск Банк Русский Стандарт-8 (5 млрд руб.) под 8.42% годовых к ofercie через 1.5 года

Объем торгов на ММВБ

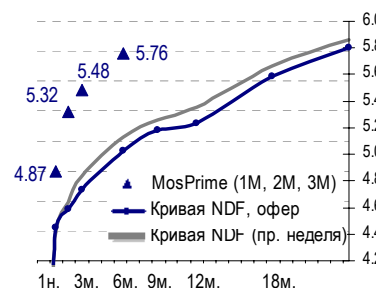


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

24 апр	Размещение Виват-Финанс-1 (1 млрд руб., oferta через 1.5 года)
25 апр	Размещение дебютного выпуска ВАО Интурист (1 млрд руб., 3 года)
	Размещение Ленэнерго-3 (3 млрд руб., 5 лет)
	Размещение КД Авиа Финансы-1 (1 млрд руб., oferta через 1 год)
	Размещение Югорская Лизинговая Компания-1 (1 млрд руб., годовая oferta, с амортизацией)
26 апр	Размещение дебютного выпуска ОГК-6 (5 млрд руб., oferta через 3 года)
	Размещение Пивдом-1 (1 млрд руб., oferta через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	100.70	+ 21	5.4	7.22%
АИЖК-7	102.25	+ 15	5.8	7.49%
РСХБ-2	102.30	+ 10	3.3	7.35%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-4	101.00	+ 30	1.4	*9.55%
РТК-Лизинг-4	100.89	+ 22	0.8	7.74%
ВолгаТел-2	101.60	+ 20	1.5	*7.26%

Лидеры падения

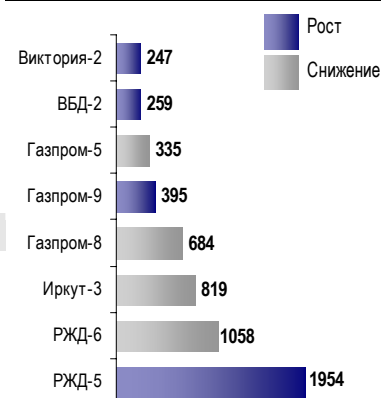
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	100.15	- 20	3.8	7.08%
Газпром-6	100.80	- 19	2.1	6.67%
Газпром-5	101.00	- 18	0.5	5.47%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-6	100.95	- 15	1.5	*7.69%
ГАЗ	100.55	- 5	0.8	*7.91%
Карусель-1	101.70	- 5	1.3	*8.62%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к ofercie



**Raiffeisen
BANK**

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	100.25	100.15	7.59	1.83	173	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.25	0.82	175	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	102.05	7.62	1.09	199	180	↓ 20
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.40	102.40	7.44	1.10	180	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.85	9.19	1.92	330	350	↑ 20
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.50	100.75	7.78	3.76	159	180	↑ 20
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.85-99.95	8.71	1.34	298	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.70	100.25-100.65	8.33	2.18	238	240-260	↔
Мосэнерго-1: после роста в последние дни бумага оценена адекватно									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.95	101.10	7.23	2.24	127	120	↓ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.80	-	8.08	1.79	222	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.05	7.55	2.29	158	140	↓ 20
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.50	8.83	3.34	268	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.50	100.20-100.40	9.95	1.14	431	535-555	↑ 105-120
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сибакadem-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	8.89	1.92	300	-	↑
Сибакadem-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.80	-	9.49	3.58	332	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.00	109.85	8.24	2.58	221	190	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.85	104.50	8.22	3.11	211	190	↓ 20
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.35-103.70	8.17	1.82	231	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	103.20-103.50	7.72	1.49	195	210-230	↑ 15-35



Ленэнерго: требуйте премии за рост инвестиций!

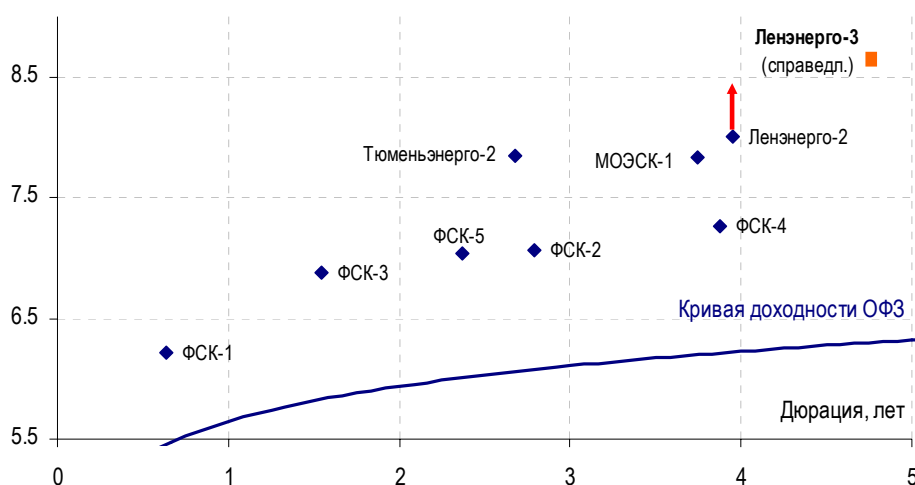
Ленэнерго-2 слишком дорог, рекомендуем «фиксировать прибыль»

Цены размещенного в феврале выпуска Ленэнерго-2 остаются высокими: по нашему мнению, выпуск явно переоценен. Текущий спрэд Ленэнерго (около 180 б.п. к ОФЗ) не учитывает двухкратного увеличения инвестпрограммы компании по сравнению с показателями, заявленными в материалах к размещению 2го выпуска. Поэтому мы сохраняем рекомендацию «фиксировать прибыль» в этой бумаге.

«Справедливая» доходность Ленэнерго-3: 8.60-8.70%

В среду 25 апреля состоится размещение нового третьего выпуска облигаций компании (3 млрд руб., погашение через 5 лет). Мы рекомендуем участвовать в аукционе по размещению только с премией к доходности Ленэнерго-2. Наш ориентир по «справедливой» доходности Ленэнерго-3: 8.60-8.70% УТМ, что соответствует ставке купона в 8.45-8.55%.

Доходность облигаций на 20 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Ленэнерго существенно уступает МОЭСК и Тюменьэнерго по текущим характеристикам

Ленэнерго является одной из крупнейших распределительных сетевых компаний (РСК) в России. Из схожих по масштабу и профилю бизнеса компаний на сегодняшний день на долгом рынке помимо Ленэнерго представлены также Тюменьэнерго и МОЭСК. Все три компании являются системно значимыми для инфраструктуры своих регионов, поэтому «фактор поддержки» характерен для них примерно в равной степени. Однако по текущим характеристикам Ленэнерго существенно уступает обоим «коллегам».

Ленэнерго vs МОЭСК:

- масштаб бизнеса: отпуск из сети и выручка Ленэнерго ниже в 2.3-2.5 раза. Такой разрыв определяется масштабами регионов, поэтому он останется без изменений в долгосрочной перспективе;
- высокие потери в сетях (14% vs 9% у МОЭСК) ведут к существенному разрыву по рентабельности (EBITDA Margin 14% vs 36% у МОЭСК).

Ленэнерго vs Тюменьэнерго:

- масштаб бизнеса: отставание по выручке – в 2.2 раза;
- рентабельность: EBITDA Margin 14% против 25%.

Но главное различие – масштабы инвестпрограммы

Однако главные различия в кредитном качестве компаний, на наш взгляд, связаны не столько с текущими финансовыми показателями, сколько с потребностями в долгом финансировании. По нашему мнению, кредитное качество Ленэнерго уступает МОЭСК и Тюменьэнерго именно в силу того, что инвестиционные потребности компании на 2007-2010 г. являются самыми большими по сравнению с генерируемым денежным потоком.

<i>С начала года инвестпрограмма Ленэнерго выросла в 2 раза</i>	Текущая версия инвестпрограммы Ленэнерго на 2007-2010 г. составляет около 124-130 млрд руб. Заметим, что в меморандуме к размещению 2го выпуска облигаций объем инвестиционных потребностей оценивался всего в 64 млрд руб., т.е. в течение последних месяцев план по инвестициям был увеличен более, чем в 2 раза. Структура источников финансирования пока находится в стадии доработки, но можно достаточно уверенно предполагать, что очень значительная часть инвестиций будет профинансирована за счет долговых ресурсов.
<i>Риск недобора платы за подключение является весьма существенным и для Ленэнерго</i>	Все РСК в настоящий момент рассматривают плату за подключение в качестве основного источника финансирования инвестпрограммы, что, на наш взгляд, несет в себе определенные финансовые риски. Так, например, московские РСК в 2007 г., по данным прессы, столкнулись с существенным «недобором» платы за подключение. Относительно Ленэнерго мы не располагаем аналогичными данными, но предполагаем, что такая ситуация также весьма вероятна: тариф на подключение к сетям Ленэнерго сопоставим с тарифами московских компаний и является одним из самых высоких в России. Логичной реакцией на снижение сбора платы за подключение для РСК является уменьшение инвестиций в новое строительство. Однако мы сомневаемся в том, что компаниям удастся существенно сокращать объемы вводимых сетевых мощностей. На бизнес всех РСК существенное влияние оказывают региональные власти, и мы полагаем, что они будут «подталкивать» РСК к тому, чтобы не снижать инвестиции, несмотря на недобор по плате за подключение.
<i>Инвестпрограмма Ленэнерго существенно «тяжелее», чем у МОЭСК...</i>	Инвестпрограмма Ленэнерго на 2007-2010 гг. составляет около 130 млрд руб.: всего на 30% меньше, чем у МОЭСК. При этом, как мы уже отмечали, масштаб бизнеса Ленэнерго меньше, чем у МОЭСК в 2.5 раза, а операционный денежный поток, по нашим оценкам, отличается более чем в 5 раз. Таким образом, по отношению к текущим финансовым результатам компании, инвестпрограмма Ленэнерго выглядит существенно более «тяжелой», чем у МОЭСК.
<i>... и Тюменьэнерго</i>	Инвестиции Тюменьэнерго на 2007-2010 гг. должны составить всего около 35 млрд руб. Таким образом, с точки зрения обеспеченности инвестиционных потребностей операционным финансовым результатом разрыв между Ленэнерго и Тюменьэнерго еще более значителен, чем с МОЭСК.
<i>Ожидаем, что долговая нагрузка Ленэнерго будет очень высокой</i>	В связи с этим мы ожидаем, что долговая нагрузка Ленэнерго будет самой высокой среди рассматриваемых компаний. На сегодняшний день нам представляется затруднительным точно спрогнозировать финансовые результаты компании за 2007 г., т.к. они в значительной мере будут зависеть от способности повысить рентабельность. Однако мы полагаем, что в 2007 году соотношение Долг/EBITDA Ленэнерго вполне может вырасти до 5х, что на наш взгляд является весьма высоким уровнем для сетевой компании.
<i>«Справедливый» спред Ленэнерго: 230 б.п. к ОФЗ</i>	На наш взгляд все эти выражаться в премии бумаг Ленэнерго к кривой МОЭСК-Тюменьэнерго. Мы оцениваем размер этой премии в 50 б.п. С учетом нашей оценки спреда МОЭСК и Тюменьэнерго в 180 б.п. к ОФЗ, «справедливый» спред Ленэнерго должен составлять около 230 б.п. к ОФЗ. Выпуск Ленэнерго-2, на наш взгляд, явно переоценен, и мы рекомендуем фиксировать прибыль в этой бумаге по текущим ценам с ориентиром 101.20-101.40% (текущая цена: 102.60-102.70% от номинала). «Справедливую» доходность выпуска Ленэнерго-3 мы оцениваем в 8.50-8.60%, что соответствует ставке купона в 8.45-8.55%.

ФСК: «настоящий» инвестиционный рейтинг

*Фактор рейтинга уже
заложен в текущие цены
ФСК*

В пятницу агентство Moody's подтвердило кредитный рейтинг ФСК на уровне Baa2, убрав при этом статус «предварительного». В итоге ФСК стала второй после ГидроОГК компанией, которой присвоен рейтинг инвестиционной категории. Пересмотр статуса рейтинга ФСК затянулся более, чем на 1 год (предварительный рейтинг был присвоен в феврале 2006 г) и мы считаем, что этот фактор уже почти полностью включен в цену облигаций.

*Потенциал сужения
спрэда относительно
невелик: не более 10 б.п.*

Мы полагаем, что изменение статуса рейтинга ФСК в течение нескольких ближайших недель может вызвать всплеск спроса на бумаги компании со стороны инвесторов-нерезидентов. Однако потенциал сужения спрэдов ФСК мы оцениваем не более, чем в 10 б.п.: по нашему мнению, премия ФСК к Газпрому и РЖД будет сохраняться в силу большей потребности компании в долге и более высоких показателей долговой нагрузки.

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
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@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
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

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) 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.