Рублевые корпоративные облигации

2 августа 2007 г. **Ежедневное обозрение**

ГЛАВНОЕ

- Амурметалл: 1 п/г по РСБУ – все по плану *» стр. 2*
- Распродажа в энергетике – повод для выборочных покупок *» стр. 3*
- Русский стандарт: новый купон по 6-му выпуску *» стр. 4*

Индикаторы

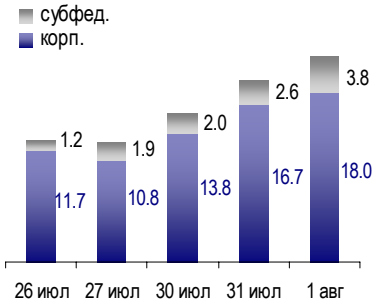
Долларов США за Евро	1.3668	– 0.0 %
Рублей за доллар США	25.6056	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	$ 76.24	– 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.34%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.13%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	135	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	490.4	+ 9.6
Остатки на д/с, млрд руб.	462.7	+ 35.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 9.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск ОФЗ-25061 размещен по доходности 5.94%, цена отсечения: 99.9570%.

Объем торгов на ММВБ

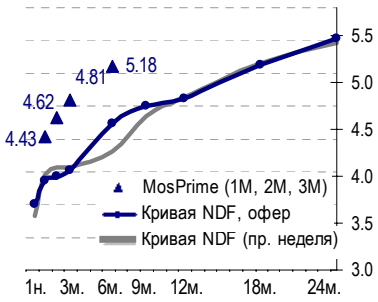


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 авг	Аукцион ОБР 4-02-21BR0-7 (20 млрд руб.)
2 авг	Размещение ИнтехБанк-1 (500 млн руб, годовая оферта)
3 авг	Размещение Сибакадеминвест (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
7 авг	Размещение М.О.Р.Е.-Плаза (1 млрд руб., годовая оферта)
7 авг	Размещение ДВТГ-финанс (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	103.20	+ 20	5.2	6.73%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТГК-1	100.85	+ 10	2.4	*7.52%

Лидеры падения

1 эшелон

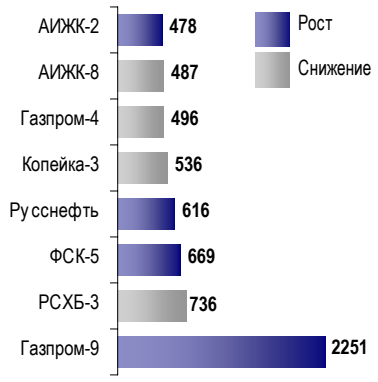
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.90	– 30	2.1	6.44%
РСХБ-2	102.55	– 30	3.1	7.22%
Сибур-1	100.50	– 25	2.1	*7.59%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	97.00	-180	0.6	13.67%
ЦентрТел-4	112.00	-81	1.8	7.54%
Копейка-3	99.80	-50	3.6	10.22%

*к оферте

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

Raiffeisen BANK

Амурметалл: 1 п/г по РСБУ — все по плану

Результаты практически точно соответствуют предварительным прогнозам

На днях Амурметалл опубликовал отчетность по РСБУ за 1 полугодие 2007 г. В целом она отражает позитивные тенденции: рост выручки, связанный с увеличением объема производства и повышение рентабельности. Результаты компании практически точно соответствуют прогнозам, данным при размещении облигаций, поэтому мы не ожидаем, что их публикация окажет значимое влияние на котировки бумаг Амурметалла.

Основные показатели Амурметалла по РСБУ за январь-июнь 2007 г.:

- выручка 6.4 млрд руб. (+59% к 1 п/г 2006 г.);
- EBITDA: 1.2 млрд руб., маржа EBITDA 19% (11% в 1 п/г 2006 г.);
- Долг: 8.6 млрд руб. (4.8 млрд руб. на начало 2007 г.), Долг/EBITDA: 3.6x.

Основными факторами роста выручки и рентабельности компании в 2007 г. стали:

- запуск нового оборудования в 2006 г. (новая ЭСП-печь, печь-ковш);
- сохраняющиеся высокие цены на сталь.

План по выпуску и прибыли в 2007 г., судя по всему, будет выполнен

План Амурметалла по выпуску стали на 2007 г. составляет 1 млн тонн., текущие объемы производства, по комментариям менеджмента составляют около 83 тыс. тонн в месяц, соответственно поставленные ориентиры по выпуску представляются вполне реалистичными. Полученная в течение 1 полугодия величина EBITDA составляет около 50% от опубликованного при размещении облигаций плана по финансовому результату за 2007 г. В условиях высоких цен на стальную продукцию запланированные финансовые результаты также представляются достижимыми.

Рост долга был запланирован и связан со установкой новых мощностей

В 1 полугодии Амурметалл существенно увеличил долг: данное событие также не было неожиданным. Оно связано с осуществлением значительного объема капитальных затрат на строительство 2ой очереди завода – новой ЭСП-печи и машины непрерывного литья заготовки (МНЛЗ). По данным руководства компании, строительные работы идут по плану: пуск новой ЭСП-печи должен состояться в августе, МНЛЗ – в ноябре-декабре.

Практически все инвестиции 2007 г. уже профинансированы, существенного роста долга не ожидается

При этом закупка оборудования и основные работы уже практически полностью профинансированы Поэтому руководство компании не планирует существенно увеличивать долг по сравнению с текущим уровнем в течение 2007 года.

Прогноз долговой нагрузки по итогам года также выглядит вполне реалистчиным

Мы полагаем, что по итогам 2007 года долговая нагрузка компании составит 3.3-3.7x Долг/EBITDA, что практически точно соответствует прогнозу, данному при размещении облигаций (около 3.5x). В соответствии с финансовыми планами компании, год должен стать для Амурметалла пиковым с точки зрения роста долговой нагрузки. На 2008 г. приходится существенно меньший объем инвестиций, и мы ожидаем, что они в основном могут быть профинансированы за счет операционных денежных потоков компании.

На цены облигаций опубликованные результаты, видимо, не повлияют

Поскольку финансовые результаты Амурметалла не содержат сюрпризов и соответствуют планам, данным при размещении облигаций, мы не ожидаем, что они окажут существенное влияние на котировки бумаг компании. При этом мы еще раз отмечаем высокую операционную и финансовую прозрачность, а также предсказуемость финансовой политики компании.

Распродажа в энергетике – повод для выборочных покупок

После волны продаж многие энергетические бумаги вновь выглядят привлекательно

В течение нескольких последних дней наблюдались значительные продажи в облигациях электроэнергетических компаний. В целом такое развитие событие было вполне ожидаемым: всплески спроса на бумаги энергетиков носили явно спекулятивный характер, поэтому в связи с туманными перспективами существенного сужения спрэдов, участники предпочли «зафиксироваться». Однако «волна продаж» привела к тому, что многие бумаги опять выглядят привлекательно, поэтому мы рекомендуем консервативным инвесторам покупать подешевевшие выпуски по текущим ценам.

Наши рекомендации на ***покупку****:* ***МОЭСК, ОГК-6, ТГК-4.***

При этом мы пока ***не рекомендуем наращивать позиции*** *в бумагах* ***ОГК-****5 (они остаются слишком дорогими) и* ***Ленэнерго*** *(спрэды бумаг, на наш взгляд, еще недостаточно расширились).*

МОЭСК упала на размещении ABS, по текущим ценам бумага выглядит вполне привлекательно

В середине июля котировки МОЭСК существенно выросли, а бумаги компании торговались со спрэдами около 160 б.п. к ОФЗ. И лишь в течение 3-5 последних дней цена бумаги существенно упала (на 60-70 б.п.). Мы склонны связывать такую динамику с размещением ABS, обеспеченных лизинговыми платежами МОЭСК – по этому выпуску была предложена существенная премия к доходностям необеспеченных бумаг компании.
Мы считаем кредитный профиль МОЭСК очень сильным, наша оценка «справедливого» спрэда бумаг компании: 170-180 б.п. к ОФЗ (текущий спрэд: около 180 б.п.). В связи с этим мы рекомендуем бумаги МОЭСК к покупке по цене до 101.40% (вчерашняя средневзвешенная цена – 101.20%).

Ориентир по цене ОГК-6: 100.20-100.40%

Бумаги ОГК-6 вчера упали в цене до 100.00-100.10% от номинала (спрэд к ОФЗ – около 185 б.п.). Это делает их привлекательными для покупки по сравнению с ОГК-5 (спрэд: около 165 б.п.). Наш ориентир по цене ОГК-6: 100.20-100.40%.

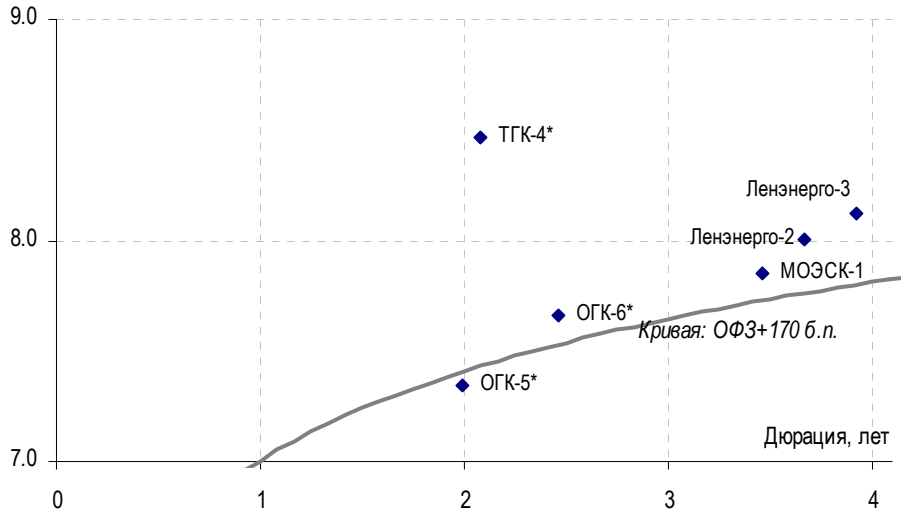
ТГК-4: 100.20-100.30%

Вчера котировки облигаций ТГК-4 опускались ниже номинала, по итогам дня спрэд бумаг расширился на 20 б.п. и составил около 210 б.п. к ОФЗ. Мы рекомендуем покупать бумаги ТГК-4 по цене до 100.20-100.30% и считаем кредитный профиль компании весьма сильным.

Короткий спекулятивный потенциал в энергетике практически отсутствует

Мы еще раз отмечаем, что наши рекомендации в бумагах электроэнергетических компаний имеют средне- и долгосрочный характер. Короткий спекулятивный потенциал этих выпусков, по нашему мнению, весьма ограничен в связи с негативным внешним фоном и продолжающимся падением рынка акций. Однако для участников, которые ориентированы на покупку энергетического риска с временным горизонтом от 3 месяцев недавнее снижение цен предлагает, на наш взгляд, весьма привлекательную инвестиционную возможность.

Доходность облигаций на 1 августа



Русский стандарт: новый купон по 6-му выпуску

Новая ставка купона по 6-му выпуску: 8.15%

Банк Русский Стандарт объявил ставку 4-6 купонов по 6-му выпуску облигаций в размере 8.15%. Дата исполнения оферты – 23 августа. Несмотря на замедление темпов роста портфеля банка в 1-м полугодии и возможное снижение рентабельности, мы по-прежнему считаем БРС сильнейшим игроком российского рынка потребительского кредитования. По нашему мнению, доходность 6-го выпуска с учетом новой ставки купона вполне соответствует кредитному качеству банка.

БРС не публикует квартальную отчетность по МСФО. Однако отчетность банка по РСБУ за 1-е полугодие 2007 года дает представление о динамике финансовых показателей:

- Совокупные активы: 195 млрд руб. (+8% с начала 2007г.)
- Кредиты физ.лицам: 171.5 млрд руб.
- Прирост розничного портфеля за 6 месяцев: +7% (+34% за 1 пол 2006 г.)

Темпы роста кредитного портфеля заметно снизились

Снижение темпов роста кредитного портфеля заметно и в абсолютных величинах: за первые 6 месяцев 2007 года портфель вырос примерно на 11 млрд руб., за аналогичный период прошлого года – на 31 млрд руб. Очевидно, что поддерживать очень высокие темпы роста с каждым годом становится сложнее. Кроме того, БРС по-прежнему опережает по абсолютному приросту портфеля одного из своих основных конкурентов – ХКФБ (его портфель увеличился за 1-е полугодие на 8 млрд руб.).

Ожидаем роста продаж кредитных карт и ипотечных продуктов

Мы полагаем, что в связи с ужесточением регулирования рынка потребительских кредитов БРС сфокусируется на увеличении продаж кредитных карт и ипотечных кредитов. В последние месяцы БРС стремится повысить привлекательность этих продуктов, в т.ч. путем снижения эффективной ставки. В перспективе эти действия приведут к большей диверсификации портфеля, что должно позитивно отразиться на оценке кредитного профиля банка, в т.ч. со стороны рейтинговых агентств.

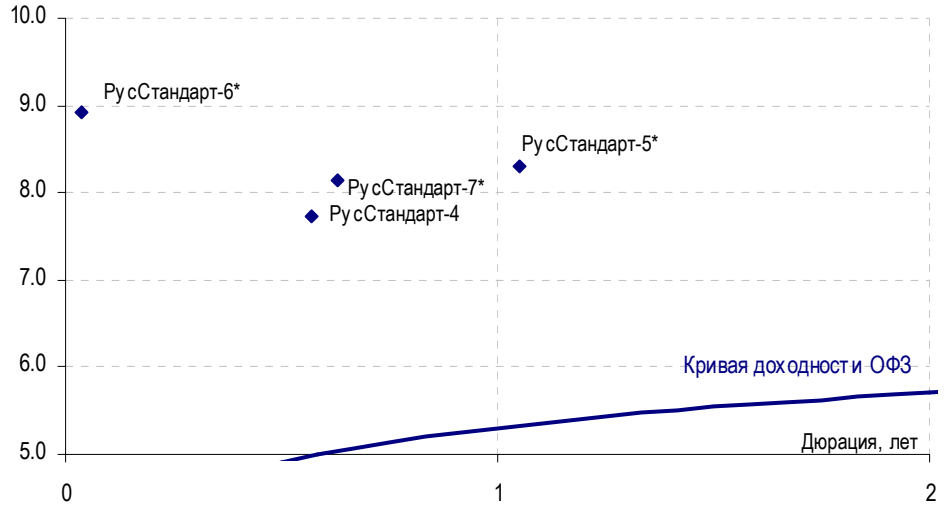
Рентабельность, скорее всего, будет постепенно снижаться

Все банки, работающие на рынке потребительского кредитного кредитования, находятся приблизительно в равных условиях с точки зрения регулирования. При этом БРС обладает, на наш взгляд, наиболее развитой и эффективной сетью продаж в России, которая позволит быстрее конкурентов адаптироваться к новым условиям ведения бизнеса. По итогам текущего года вполне можно ожидать снижения эффективной доходности по ключевым продуктам банка, однако мы не видим причин для драматического падения рентабельности.

Доходность с новым купоном адекватна кредитному качеству

Мы подтверждаем нашу оценку «справедливого» спрэда облигаций БРС: 250-270 б.п. к ОФЗ. За последние несколько недель спрэды всех выпусков БРС расширились, что делает бумаги банка достаточно привлекательными для покупки. Новая ставка купона по 6-му выпуску (8.15%), по нашему мнению, соответствует текущему кредитному профилю БРС.

Доходность облигаций БРС на 1 августа



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
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

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

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.