

Рублевые корпоративные облигации

18 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Размещение ОБР: новые загадки » *стр. 3*
- Якутскэнерго vs Башкирэнерго: выбор очевиден » *стр. 4*
- Мосэнерго-2: опять слишком дорого » *стр. 5*
- ГидроОГК: вновь привлекательна после «распродажи» » *стр. 6*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3387	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	26.0376	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.60	+ 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.43%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.15%	- 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	95	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	459.0	- 41.4
Остатки на д/с, млрд руб.	1197.2	- 1.2
Сальдо операций с ЦБ	+ 55.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

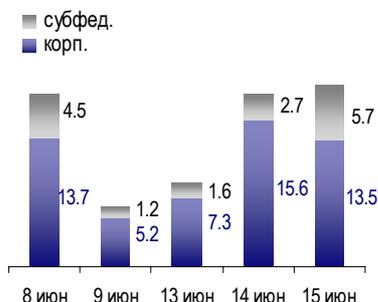
СКОРО

- Планируется выпуск Моторостроитель-Финанс-2 (1 млрд руб., 3 года)

В ПЯТНИЦУ

- ЦБ разместил на аукционе ОБР-2 на 221 млрд руб. из 350 млрд руб. под 4.61% годовых
- Выпуск МОИА-3 (5 млрд руб.) размещен под 7.90% годовых к погашению через 7 лет
- Выпуск Инком-Лада-3 (2 млрд руб.) размещен под 11.46% годовых к 2-летней оферте

Объем торгов на ММВБ

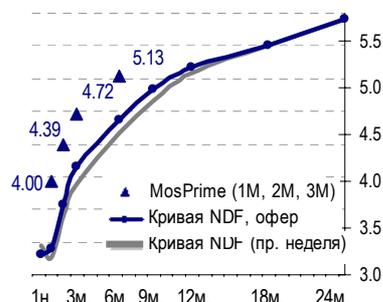


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 19 июня Размещение Транскредитбанк-1 (3 млрд руб., 3 года) и Транскредитбанк-2 (3 млрд руб., 2-летняя оферта)
Размещение Протон-ПМ-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- 20 июня Размещение Москоммерцбанк-3 (5 млрд руб., оферта через 2 года)
Размещение ТехноНИКОЛЬ-2 (3 млрд руб., оферта через 2.5 года)
Размещение Московский Кредитный Банк-3 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Уплата НДС
- 21 июня Размещение Седьмой Континент-2 (7 млрд руб., оферта через 3 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.82	+ 16	2.4	6.32%
Газпром-9	101.24	+ 12	5.3	7.11%
АИЖК-7	102.90	+ 10	5.7	7.37%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Белон-1	100.82	+ 27	1.8	8.82%
Ленэнерго-2	102.60	+ 20	3.8	8.01%
МОЭСК-1	101.30	+ 15	3.6	7.83%

Лидеры падения

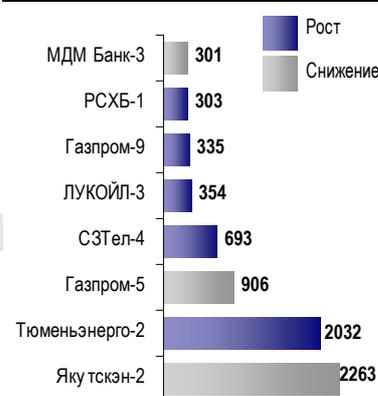
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	102.80	- 10	4.8	*7.24%
РЖД-7	102.85	- 5	4.5	7.03%
ЮТК-4	104.15	- 5	1.6	7.64%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	100.47	- 28	1.8	*9.17%
ВолгаТел-2	101.20	- 10	1.4	*7.45%
Детский Мир	101.38	- 6	5.9	8.43%

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	100.70	100.25	7.29	1.67	152	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.60	7.13	0.66	179	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.90	7.36	0.97	184	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.15	102.20	7.39	0.95	188	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.00	8.95	1.84	313	350	↑
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.40	100.95	7.80	3.60	167	180	↑
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.70	99.95-100.05	8.85	1.18	324	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.80	101.20	7.27	2.08	140	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.60	7.29	3.96	112	120	↑
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	7.98	1.63	222	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.70	101.15	7.51	2.22	160	140	↓
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.70	99.75	8.75	3.18	268	300	↑
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.75	100.40-100.60	9.71	0.98	418	540-560	↑
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.66	1.84	284	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.83	3.60	270	-	↑
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.10	103.25-103.55	7.63	1.66	186	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.95	103.20-103.50	7.77	1.62	201	230-250	↑
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	99.90-100.15	8.11	2.44	216	240-250	↑

Размещение ОБР: новые загадки

Размещение ОБР не вызвало существенного оттока рублевой ликвидности

В пятницу ЦБ разместил ОБР-2 на сумму 215 млрд руб при совокупном предложенном объеме в 350 млрд, при этом участники аукциона предъявили к выкупу ОБР-3 на сумму около 96 млрд руб. Совокупное уменьшение денежного предложения должно было бы составить около 120 млрд руб., однако сегодняшние данные об остатках на корсчетах показывают существенно меньший отток из системы (около 40 млрд руб). Таким образом, разовая стерилизация весьма значительной суммы, по нашему мнению, не должна привести к росту ставок денежного рынка.

Доходность ОБР – на уровне NDF и ставки по бивалютной корзине

Доходность, сложившаяся на аукционе по размещению ОБР составила 4.61%, что практически точно соответствует сложившемуся в пятницу уровню ставок NDF и средневзвешенной ставке по бивалютной корзине ЦБ. Соответственно, ЦБ продолжает придерживаться политики сохранения коротких ставок на относительно невысоком уровне. Такая стратегия вполне логична, т.к. установление более высокой ставки может спровоцировать дополнительный спекулятивный приток.

Основным покупателем, судя по всему, опять стал Сбербанк

Судя по всему, основным покупателем, который приобрел более 95% от предложенных бумаг, стал Сбербанк: только он мог предъявить к выкупу столь значительный объем ОБР, т.к. позиции всех остальных участников рынка в ОБР существенно меньше этой суммы (подробнее см. наш спецбзор «Сезон рублевых дождей» от 8 июня 2007 г.).

Столь значительные объемы покупки ОБР Сбербанком выглядят довольно удивительно: мы полагали, что после покупки ОБР-3 на средства от SPO, основная часть избыточной ликвидности Сбербанка уже была стерилизована.

Также несколько странно выглядят сегодняшние данные об остатках на корсчетах:

- в условиях отсутствия крупного притока денег в систему, суммарный «уход» в результате размещения ОБР должен был бы составить около 120 млрд;
- в реальности, остатки на депозитах в ЦБ остались практически неизменными, а остатки на корсчетах уменьшились всего на 42 млрд руб.

Логично предположить, что в конце прошлой недели наблюдался значительный приток рублей на счета Сбербанка, поэтому покупка ОБР не вызвала пропорционального ухода денег из банковской системы. Такой приток мог быть, например, связан с конвертацией валюты под какую-либо крупную сделку.

Главный вывод, который мы делаем из результатов аукциона: стерилизация рублевого предложения за счет размещения ОБР не привела к существенному уменьшению ликвидности. По сути ЦБ лишь удалось «сохранить баланс» и не допустить дальнейшего разрастания денежного предложения.

Денежный рынок и макроэкономика – все данные в пользу рублевых облигаций

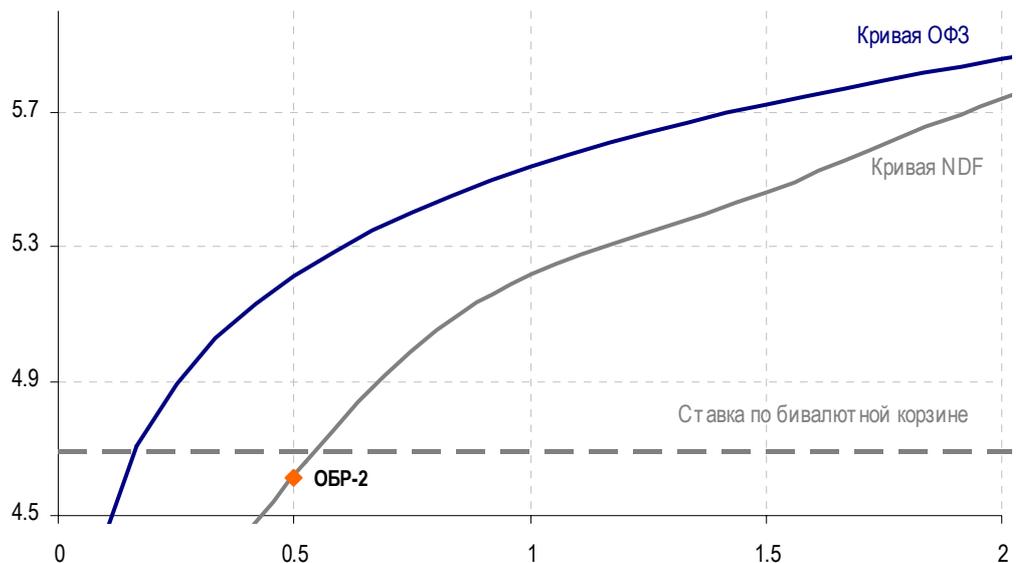
Конъюнктура денежного рынка остается исключительно благоприятной для рынка рублевого долга: в пользу дальнейшего роста цен говорят текущий низкий уровень ставок и исключительно высокий объем рублевой ликвидности. Мы не ожидаем, что денежные власти пойдут на сжатие рублевого предложения жесткими административными мерами.

Макроэкономическая ситуация также говорит в пользу рублевого рынка: рекордный приток капитала и положительное сальдо торгового баланса, на наш взгляд, делают укрепление рубля единственным эффективным средством в борьбе с инфляцией.

Паника на внешнем рынке – пока не угрожает рублевым бумагам

Небольшая волна паники, которая прокатилась по рынку в течение последних дней, по нашему мнению, носит скорее субъективный характер. Опасения по поводу роста ставок в США и Европе не оказывают существенного негативного влияния на ставки по рублевым облигациям. Даже в случае повышения обеих базовых ставок на 25 б.п. рублевые облигации сохранят положительную премию к синтетической ставке по бивалютной корзине.

Базовые кривые доходностей рублевого рынка на 15.06.2007



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Якутскэнерго vs Башкирэнерго: выбор очевиден

Слишком узкий спрэд между двумя выпусками при схожей дюрации

Также мы отмечаем существенный «кредитный» дисбаланс между доходностями 2 региональных генерирующих компаний: Якутскэнерго и Башкирэнерго. Эти бумаги имеют практически одинаковую дюрацию, а спрэд между ними по доходности составляет всего 5 б.п. Мы считаем бумаги Якутскэнерго очевидно переоцененными и рекомендуем зафиксировать прибыль в них по текущим ценовым уровням.

Якутскэнерго – относительно небольшая компания с высокой долговой нагрузкой и ...

Напомним, что Якутскэнерго является небольшой по масштабам бизнеса (1.5 ГВт установленной мощности, выручка: 13 млрд руб.) и относительно низкорентабельной компанией: маржа EBITDA по итогам 2006 г. составила около 6%. Долговая нагрузка компании также достаточно высока: более 4х Долг/EBITDA. Мы ожидаем, что долговая нагрузка компании и дальше будет расти из-за необходимости финансировать достаточно крупную для своего масштаба инвестиционную программу (около 8 млрд руб. за 2007-2010 гг.).

... низкой эффективностью, компенсируемой за счет республиканского бюджета

Однако главная проблема Якутскэнерго, на наш взгляд, заключается в том, что в силу социальных причин компания не может отказаться от низкоэффективной распределенной дизельной генерации. В связи с этим она зависит от дотаций местного бюджета, который компенсирует ей часть убытков. Очевидно, что инвестиционная привлекательность такой компании на рынке акционерного капитала будет существенно ниже, чем у большинства ОГК и ТГК, выделенных из структуры РАО ЕЭС.

Башкирэнерго отличается невысокой долговой нагрузкой, а также...

По установленной мощности и выручке Башкирэнерго превосходит Якутскэнерго более чем в 3 раза, долговая нагрузка компании по итогам 2006 г. составила всего 1.3х Долг/EBITDA. Поскольку инвестиционная программа компании относительно невелика (14 млрд руб. до 2010 года) и может быть в основном профинансирована за счет собственных источников, мы ожидаем, что долговая нагрузка компании не выйдет за пределы 2х Долг/EBITDA.

... наличием в собственности сетевых активов

Еще один позитивный момент для кредитного профиля Башкирэнерго – наличие в собственности контрольных долей в башкирских электросетевых компаниях. В случае необходимости этот актив может быть использован для рефинансирования или погашения всего долга Башкирэнерго.

Единственный негативный аспект для Башкирэнерго заключается, на наш взгляд, в политическом риске: компания принадлежит структурам холдинга «Башкирский Капитал», в отношении которого в настоящий момент идут судебные разбирательства. Однако этот риск не имеет прямого отношения к деятельности Башкирэнерго – сценарий возможной смены акционеров не повлияет на экономические показатели компании.

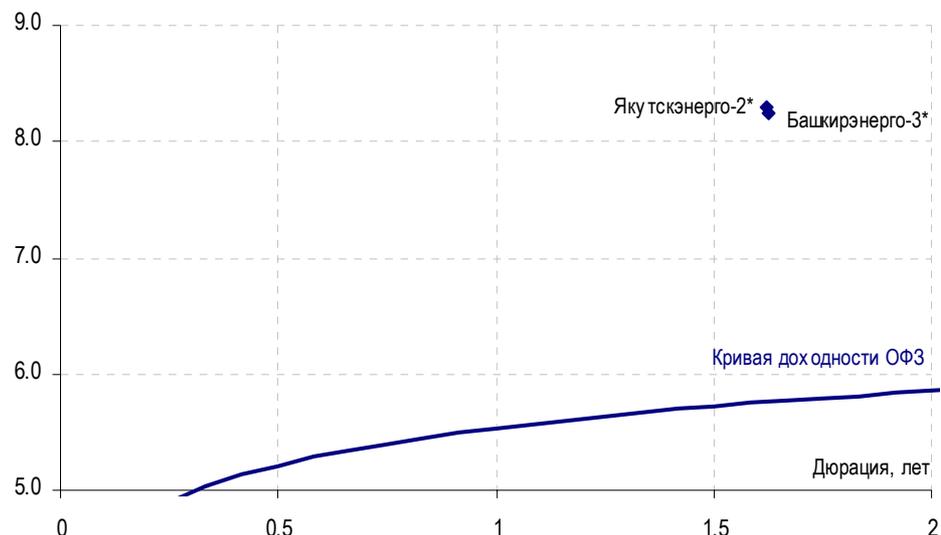
Минимальный «справедливый» спрэд между двумя бумагами: 50 б.п.

Очевидно, что кредитный профиль Башкирэнерго гораздо сильнее Якутскэнерго как по финансовым, так и по операционным параметрам. Мы полагаем, что минимальный «справедливый» спрэд между этими бумагами должен составлять 50 б.п. На сегодняшний день эта премия не превышает 5 б.п. В связи с этим мы считаем бумаги Якутскэнерго переоцененными и рекомендуем зафиксировать прибыль в них с ориентиром 100.00% (текущая цена: 100.70%).

Облигации Башкирэнерго адекватно оценены рынком

Бумаги Башкирэнерго в настоящий момент, на наш взгляд, оценены вполне адекватно. Однако это единственный «качественный» эмитент электроэнергетической отрасли, облигации которого торгуются с доходностью выше 8.20%. Соответственно, мы считаем покупку Башкирэнерго привлекательной по текущим ценовым уровням.

Доходность облигаций на 15 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Мосэнерго-2: опять слишком дорого

Спрэд Мосэнерго-1 опять слишком сильно расширился, рекомендуем ее к покупке с ориентиром 101.20%

После «проседания» цен, наблюдавшегося с конца позапрошлой недели, мы опять отмечаем существенные деформации кривых доходности отдельных эмитентов и отраслей. В электроэнергетике оно наиболее ярко заметно в ценах бумаг Мосэнерго: спрэд короткого первого выпуска на 23 б.п. шире спрэда длинного Мосэнерго-2. Такая картина связана с тем, что на волне продаж последних дней цена первого выпуска упала на 25 б.п., в то время как цена второго выпуска практически не изменилась.

Мосэнерго-2 оценена адекватно, остается привлекательной по текущим ценам

В связи с этим мы рекомендуем покупать Мосэнерго-1 с ориентиром по цене 101.20% (текущая цена: 100.80%); Мосэнерго-2 в настоящий момент оценен вполне адекватно, поэтому потенциал сужения спрэдов у этой бумаги, на наш взгляд, практически отсутствует. Однако мы все же считаем ее привлекательной именно из-за длинной дюрации: на фоне ожиданий относительно укрепления рубля и сохранения низких ставок рублевого рынка, этот выпуск будет сохранять потенциал роста цены.

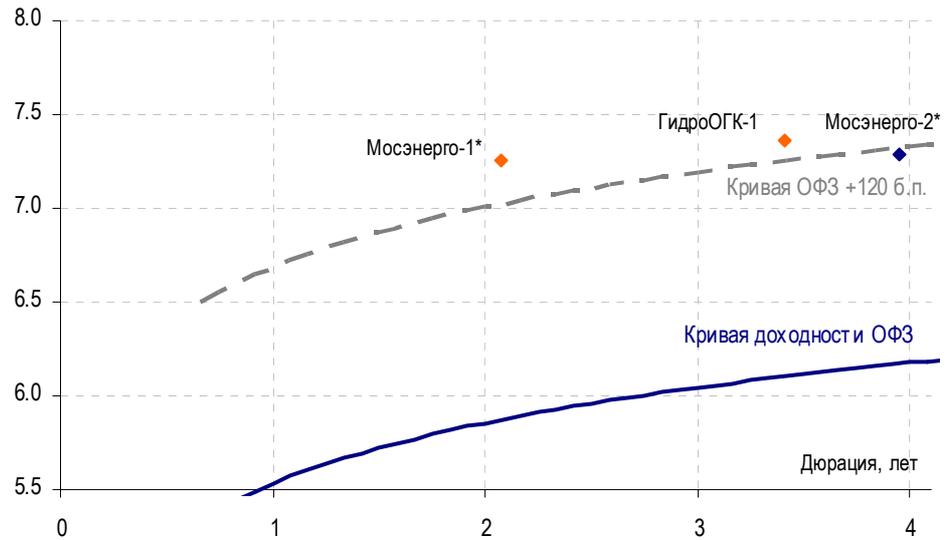
ГидроОГК: привлекательна после «распродажи»

**Также рекомендуем
ГидроОГК с ориентиром
103.20-103.30%**

На фоне слишком «дорогого» Мосэнерго-2, выпуск ГидроОГК также представляется нам весьма интересным: спрэд бумаги составляет 126 б.п. к кривой ОФЗ, в то время как его «справедливое» значение 115-120 б.п. Поэтому мы также рекомендуем бумаги ГидроОГК к покупке с ориентиром по цене 103.20-103.30% (текущая цена: 103.00).

Как и в случае Мосэнерго-2, бумаги ГидроОГК привлекательны преимущественно для консервативных инвесторов, которые готовы «сыграть» на укреплении рубля.

Доходность облигаций на 15 июня



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
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	npekшева@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	npatrahin@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.