

Рублевые корпоративные облигации

18 января 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Башкирэнерго: доходная энергия регионов » стр. 3
- ТАИФ и НКНХ: предположения о новых займах » стр. 5
- Магнит: операционные результаты 2006 г. » стр. 5
- Moody's присвоило Московскому ипотечному агентству рейтинг Ba2, прогноз «стабильный»

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2936	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.5658	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 52.39	+ 2.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.80%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	476.3	- 9.6
Остатки на д/с, млрд руб.	278.9	- 0.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 50.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

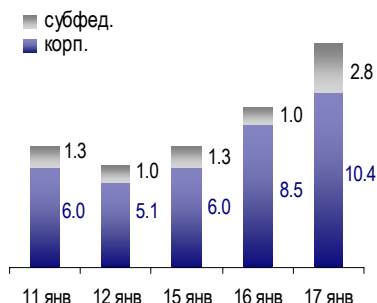
СКОРО

- Размещение Москоммерцбанк-2 (3 млрд руб., 1.5-годовая оферта) планируется в феврале
- Казанское моторостроительное производственное объединение планирует дебютный выпуск (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

ВЧЕРА

- Минфин разместил ОФЗ-ПД 26199 (дюрация 4.7 лет) на 11.86 млрд руб. из 12 млрд руб. с доходностью 6.42% годовых

Объем торгов на ММВБ

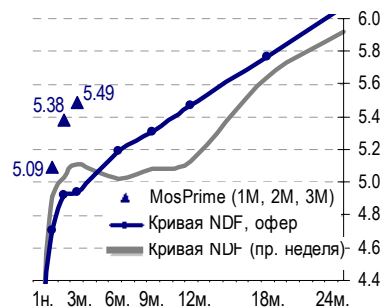


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

18 янв	Аукцион ОБР-3 (40 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)
22 янв	Уплата НДС
24 янв	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.7 лет)
25 янв	Уплата акцизов, НДС
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-8	99.90	+ 8	5.0	*7.88%
Мосэнерго-2	101.05	+ 1	4.2	*7.53%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	114.20	+ 20	2.2	7.80%
ВолгаТел-2	101.30	+ 9	1.8	*7.58%
УРСИ-7	101.15	+ 9	2.0	*7.96%

Лидеры падения

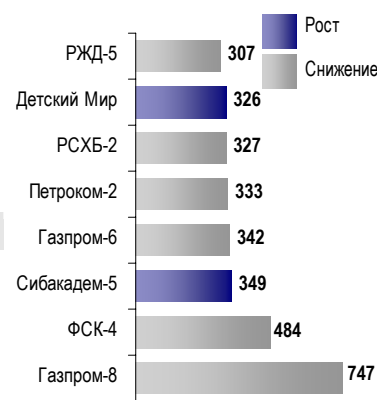
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	101.55	- 25	3.5	7.61%
Газпром-6	100.53	- 21	2.3	6.83%
РЖД-7	102.70	- 21	4.8	7.10%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	103.88	- 22	3.1	7.65%
Петроком-2	99.40	- 20	2.3	8.94%
ГАЗ	100.15	- 15	1.0	*8.50%

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	100.53	-	7.19	0.19	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.35	100.40	7.74	1.03	184	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.75	7.96	1.34	198	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.17	102.20	8.00	1.35	201	200	↔
ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.23	102.70	7.37	3.82	105	120	↑
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	100.15	100.25	8.50	1.01	261	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	309	340	↑
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.60	-	8.98	1.36	299	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.60	100.30	8.05	3.86	173	180	↑
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	266	290-300	↑
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.45	99.80-100.25	8.92	2.33	276	240-260	↓
Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.15	100.50-100.60	7.61	2.41	144	125-130	↓
АИЖК-7,8: наиболее недооцененные длинные выпуски I эшелона. Долгосрочный ориентир по спреду: 120-130 б.п. к ОФЗ									
АИЖК-7	15/01	Покупать	100.06	-	7.89	5.83	144	120-130	↓
АИЖК-8	15/01	Покупать	99.90	-	7.87	5.04	146	120-130	↓
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.60	99.80	9.20	1.57	316	370	↑

Башкирэнерго: доходная энергия регионов

Позитивные новости для кредитного качества Башкирэнерго

Вчера пресс-служба Башкирэнерго опубликовала ряд фактов, существенных для кредитного качества компании. Были озвучены ориентиры по капитальным вложениям на ближайшие годы и планы по созданию совместного предприятия с Газпромом для строительства новой ТЭЦ. В целом эти факты позитивны с точки зрения кредитного качества, т.к. они свидетельствуют о том, что компания не намерена в ближайшее время резко наращивать долговую нагрузку.

Бумаги компании незаслуженно «забыты» рынком

По нашему мнению, облигации Башкирэнерго незаслуженно «забыты рынком»: компания является крупным генератором, вполне сопоставимым по масштабам бизнеса с большинством ТГК, а также владеет сетевыми активами. Финансовый профиль компании также весьма благоприятен: он характеризуется невысокой долговой нагрузкой, а рентабельность вполне соответствует среднеотраслевым значениям.

Башкирэнерго предлагает премию к «базовой» кривой энергокомпаний и является интересной инвестицией

В настоящий момент облигации Башкирэнерго предлагают, на наш взгляд, вполне привлекательную доходность: 8.65% при дюрации 2.0 года (спрэд: около 250 б.п. к ОФЗ). Доходность бумаг компании на 50-70 б.п. выше предполагаемой базовой кривой облигаций ТГК, которая должна сложиться после размещения большого числа бумаг в текущем году. В силу относительно невысокой ликвидности бумаг Башкирэнерго и ожидаемого увеличения предложения долга отрасли мы не ожидаем существенного сужения спрэдов. Однако по текущим уровням эти бумаги представляются нам интересной инвестиционной возможностью для консервативных инвесторов.

Башкирэнерго – региональная генерирующая компания, не входящая в структуру РАО ЕЭС и занимающая монопольное положение в своем регионе. Доля РАО в капитале компании составляет 22.3%; пакет, близкий к контрольному, принадлежит структурам, входящим в холдинг «Башкирский капитал».

Башкирэнерго по особенностям бизнеса ближе всего к ТГК, но владеет еще и сетевыми активами

По специфике бизнеса Башкирэнерго ближе всего соответствует Территориальным генерирующим компаниям (ТГК), выделенным из РАО ЕЭС. Компания специализируется на одновременном производстве электрической энергии (когенерация) и формирует основу региональной энергосистемы. Поскольку Башкирэнерго не входит в структуру РАО ЕЭС, то остальные направления бизнеса (распределительные сети и сбыт), выделенные в отдельные юр.лица остались 100% «дочками» компании. Балансовая стоимость взносов в капитал сетевых «дочек» составляет более 13 млрд руб.

Мы считаем, что наличие в собственности компании сетевых активов создает значительный запас финансовой прочности, т.к. в случае необходимости компания может получить значительный объем средств, продав или заложив их.

В настоящий момент компания существует в окончательном виде: все корпоративные процедуры в рамках реформы отрасли уже завершены.

Рентабельность: на среднеотраслевом уровне – около 12% по EBITDA

По масштабам бизнеса Башкирэнерго также стоит сравнивать именно с ТГК: установленная электрическая мощность компании составляет 5.1 тыс МВт, что меньше чем у ОГК (8-9 тыс МВт) и лишь немногим больше среднего уровня для ТГК. По уровню рентабельности Башкирэнерго также вполне сопоставимо с другими генерирующими компаниями (ОГК, ТГК): маржа EBITDA по итогам прошлого года составила около 12%, что в целом соответствует среднеотраслевому уровню в 10-15%.

Финансовые результаты Башкирэнерго (млрд руб)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	26.2	3.2	12.1%	2.9	0.9	8.1
9M2006	24.6	2.3	9.3%	3.0	1.0	12.3

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Долговая нагрузка невысока, и не должна сильно расти в ближайшие годы

Уровень долговой нагрузки компании представляется нам вполне консервативным: по состоянию на 30.09.2006 соотношение Долг/ЕБИТДА составило около 1х. На основании ориентиров по капитальным вложениям в размере 14 млрд руб. на ближайшие 3-4 года, которые были опубликованы вчера, можно предположить, что долговая нагрузка компании не выйдет за пределы 1.5-2х в течение ближайших лет. По нашему мнению, долговая нагрузка компании будет находиться ниже среднего уровня по отрасли.

Бизнес со связанными структурами потенциально способен ослабить финансы компании

В качестве особенности Башкирэнерго, способной ослабить финансовое состояние компании, мы выделяем значительный объем бизнеса с аффилированными структурами и связанные с этим фактором риски. На крупнейшие башкирские предприятия (многие из которых также входят в холдинг «Башкирский Капитал») приходится около трети продаж производимой Башкирэнерго электроэнергии и более половины тепловой энергии. Соответственно, в случае длительных неплатежей, компании могут потребоваться заемные средства для финансирования оборотного капитала. Однако пока такой проблемы не наблюдается: дебиторская задолженность находится на стабильном уровне.

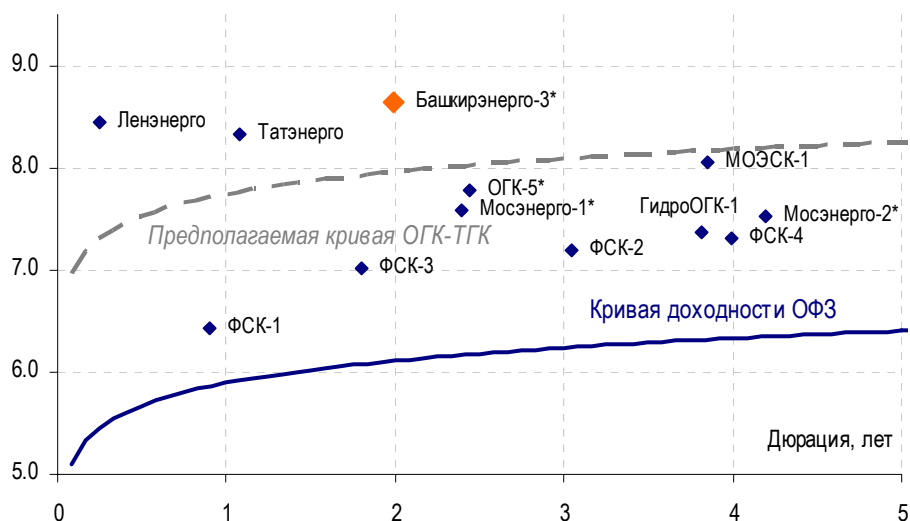
Создание СП с Газпром пока больше похоже на проект, но может стать реальностью

Планы относительно создания СП с Газпром для строительства генерирующих мощностей в уфимском регионе пока, судя по всему, находятся в ранней стадии обсуждения. При этом мы отмечаем, что с учетом интереса Газпрома к башкирским нефтеперерабатывающим активам и к электрогенерации, эти планы вполне могут стать реальностью. В таком случае компания получит сильного партнера, что может позитивно сказаться на оценке ее кредитного качества.

Рекомендуем «купить и держать» облигации Башкирэнерго по текущим уровням (99.80-99.90%)

Мы уже высказывали предположение о том, что после выхода на долговой рынок значительного числа генерирующих компаний, «базовая» кривая доходности их облигаций должна, по нашему мнению, находиться на уровне 180-200 б.п. к ОФЗ. Текущий спрэд облигаций Башкирэнерго-3 (250 б.п. к ОФЗ) предлагает значительную премию к этим уровням и представляется нам вполне привлекательным для покупки. Мы не ожидаем, что бумаги компании «лягут» на кривую, скорее всего, премия к ОГК и ТГК в размере 30-50 все же сохранится. Этот спрэд, по нашему мнению, будет связан в основном с низкой ликвидностью бумаг Башкирэнерго.

Доходность облигаций энергокомпаний на 17 января



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

На наш взгляд, бумаги Башкирэнерго предлагают вполне привлекательную доходность при достаточно высоком кредитном качестве, поэтому мы можем рекомендовать их к покупке. Существенным плюсом бумаг является тот факт, что они не будут учитываться в лимитах на группу РАО ЕЭС, и, соответственно, не будут препятствовать покупке бумаг ОГК и ТГК, которые будут размещаться в скором времени. Однако «независимый» статус компании создает также и дополнительные политические риски, которые могут отпугнуть некоторых инвесторов.

ТАИФ и НКНХ: предположения о новых займах

Рост долговой нагрузки ТАИФА, видимо, состоится

Вчера председатель Совета директоров Нижнекамскнефтехима, гендиректор ТАИФа г-н Шигабутдинов сообщил о том, что ТАИФ будет оплачивать допэмиссию НКНХ в основном за счет заемных средств. Это соответствует нашим предположениям, высказанным в обзорах от 31.10.2006 и 9.01.2007. Мы ожидаем существенного роста долговой нагрузки ТАИФа и рекомендуем зафиксировать прибыль в бумагах компании.

НКНХ тоже, возможно, будет активно увеличивать долг

Однако, судя по комментариям г-на Шигабутдинова, средствами от допэмиссии инвестпрограмма НКНХ не ограничится: по данным топ-менеджера НКНХ может занять до \$4 млрд. Совокупную инвестпрограмму компании Шигабутдинов оценивал ранее в \$5 млрд. Очевидно, что такие средства не могут быть привлечены одновременно, т.к. это увеличит долговую нагрузку компании до недопустимых уровней (наша оценка EBITDA НКНХ за 2006 г.: 7-8 млрд руб.). Однако в целом мы склонны негативно оценивать столь амбициозные инвестиционные планы компании. Когда планы по заимствованиям будут расшифрованы, мы, возможно, пересмотрим рекомендации по бумагам НКНХ.

Магнит: операционные результаты 2006 г.

Сегодня утром Магнит опубликовал операционные данные за 2006 г.:

- выручка: 68.1 млрд руб. (+52.9% к 2005 г.);
- количество магазинов на конец года: 1893 (1500 на конец 2005 г.);

Результаты – в рамках ожиданий, рост в 2007 замедлится, но все же будет очень динамичным

В течение всего 2006 г. рост выручки компании находился на уровне около 50% год-к-году, поэтому полученный результат вполне соответствует ожиданиям. В 2007 г. мы ожидаем некоторого замедления темпов роста продаж сети, однако, в любом случае, они останутся на высоком уровне (по нашим прогнозам около 40%).

Мы позитивно оцениваем кредитное качество Магнита: планы по размещению нового долга в 2007 г., по нашему мнению, не ухудшают финансового состояния компании и компенсируются очень динамичным развитием. Прозрачность Магнита также находится на очень высоком уровне.

Облигации Магнита в настоящий момент оценены справедливо

Текущий спред облигаций Магнита (около 220 б.п.) соответствует нашей оценке «справедливого» уровня в 220-240 б.п. к ОФЗ. Мы не ожидаем существенных ценовых движений в бумагах компании в ближайшее время.

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.