

Рублевые корпоративные облигации

26 января 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Мосэнерго: небольшое увеличение инвестпрограммы » *стр. 3*
- Размещение Ленэнерго: повод «зафиксировать» МОЭСК » *стр. 3*
- Хорошая новость для Рузхиммаша и Уралвагонзавода от РЖД » *стр. 4*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2932	- 0.2 %
Рублей за доллар США	26.5036	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 55.57	+ 1.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.71%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.84%	+ 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	94	- 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	389.1	- 34.7
Остатки на д/с, млрд руб.	124.1	- 59.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 18.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

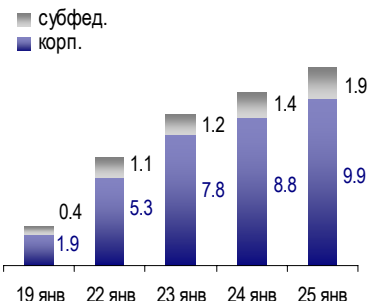
ВЧЕРА

- ЦБ разместил ОБР-3 на 4.38 млрд руб. из 30 млрд руб. под 5.12% годовых к обратному выкупу 15 июня 2007

СКОРО

- Планируется выпуск РИГрупп-2 (1.5 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

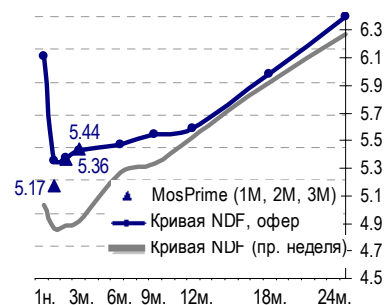


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

29 янв	Уплата налога на прибыль
31 янв	Перечисление платежей за пользование недрами в 4 кв. 2006 г.
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. %
РЖД-7	102.65	+ 15	4.7	7.11%
Мосэнерго-2	100.78	+ 8	4.2	*7.60%
АИЖК-7	100.00	+ 5	5.8	7.90%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-4	100.80	+ 40	1.6	*9.78%
СибкадемБ-5	100.65	+ 35	3.8	10.11%
ВолгаТел-3	102.60	+ 31	2.5	7.60%

Лидеры падения

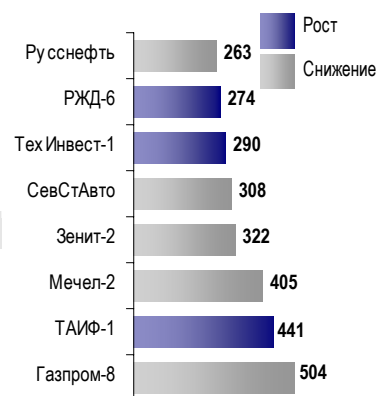
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	99.89	- 21	4.1	7.15%
Газпром-4	104.00	- 10	2.7	6.86%
ОГК-5	99.70	- 10	2.4	*7.76%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	98.56	- 44	1.7	*10.35%
УРСИ-4	101.60	- 40	0.7	7.92%
Мечел-2	101.10	- 5	3.0	*8.18%

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	100.57	-	6.60	0.17	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.45	100.40	7.64	1.01	175	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.75	7.94	1.32	196	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.20	102.15	7.95	1.33	197	200	↔
ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.00	102.55	7.43	3.80	108	120	↑ 10
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.34	100.25	8.30	0.99	243	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.25	99.50	9.17	2.15	302	340	↑ 40
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.55	-	9.01	1.34	302	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.70	100.20	8.02	3.84	167	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.99	99.35-99.50	8.59	1.51	257	290-300	↑ 35-45
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.60	99.80-100.20	8.86	2.31	268	240-260	↓ 10-30
Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.31	100.50-100.60	7.54	2.38	136	125-125	↓ 10-15
АИЖК-7,8: наиболее недооцененные длинные выпуски I эшелона. Долгосрочный ориентир по спреду: 120-130 б.п. к ОФЗ									
АИЖК-7	15/01	Покупать	99.97	-	7.90	5.81	141	120-130	↓ 10-20
АИЖК-8	15/01	Покупать	99.75	-	7.90	5.01	146	120-130	↓ 15-25
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.80	9.33	1.55	329	370	↑ 40
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.12	-	8.49	1.98	238	210-230	↔

Мосэнерго: небольшое увеличение инвестпрограммы

*В ближайшие 1.5 года
новый долг Мосэнерго не
потребуется*

Сегодня Ведомости сообщают о том, что Мосэнерго планирует вынести на заседание Совета директоров вопрос об увеличении инвестиционной программы. Однако пока речь идет об относительно небольшой сумме, что в целом не меняет нашего мнения об отсутствии у Мосэнерго потребностей в новых заимствованиях после допэмиссии в пользу Газпрома в течение примерно 1.5 лет.

*Мосэнерго-2 оценен
справедливо, у
Мосэнерго-1 еще
сохраняется небольшой
потенциал*

В настоящий момент цена выпуска Мосэнерго-2, по нашему мнению, уже в полной мере учитывает «фактор Газпрома». В то же время Мосэнерго-1 после роста его котировок с начала января на 30 п.п. все еще предлагает премию относительно «справедливого» уровня доходности в размере порядка 15 б.п. поэтому мы сохраняем рекомендацию «покупать» по этой бумаге с ориентиром 100.60% от номинала.

*Увеличение
инвестпрограммы пока
совсем небольшое:
около 2 млрд руб.*

По данным Ведомостей, рассматриваемое увеличение инвестпрограммы Мосэнерго на 2007 г. будет относительно небольшим: порядка 1.9 млрд руб. Оно связано с вводом 2 новых энергоблоков, которые пока не были включены в инвестиционный план. Суммарная мощность этих блоков составит чуть более 200 МВт, т.е. общая потребность в финансировании, по нашим предварительным оценкам, будет измеряться величиной порядка \$250 млн.

*Однако в 2008 г. компания
может увеличить
масштабы капитального
строительства*

Однако новость относительно возможного увеличения инвестпрограммы дает нам поводы предполагать, что Мосэнерго будет, возможно, несколько более агрессивна в своих инвестиционных планах, чем мы этого ожидали. В любом случае, намеченная на середину 2007 г. допэмиссия в пользу структур Газпрома на сумму \$2.2-2.3 млрд полностью покроет инвестиционные потребности компании на 2007 г. По нашим прогнозам, новые заимствования могут потребоваться Мосэнерго не ранее середины 2008 года. Таким образом, спрос на облигации компании будет поддерживаться отсутствием нового предложения.

Размещение Ленэнерго: повод «зафиксировать» МОЭСК

*Ленэнерго-2 будет
привлекательнее МОЭСК*

На следующую пятницу назначено размещение облигаций Ленэнерго-2 (3 млрд руб., погашение через 5 лет). Более подробный анализ кредитного качества этого выпуска мы опубликуем за несколько дней до размещения. Однако предварительные ориентиры организаторов по доходности (8.50-9.00% YTM) делают эту бумагу существенно более привлекательной по сравнению с выпуском МОЭСК.

*Кредитное качество
Ленэнерго почти не
уступает МОЭСК*

В настоящий момент финансы Ленэнерго выглядят существенно слабее МОЭСК, однако с введением платы за подключение к распределительным сетям в 2007 г. финансовое состояние компаний должно выровняться (подробнее см. наш специальный обзор от 11 октября). Мы оцениваем кредитное качество компаний примерно на одном уровне:

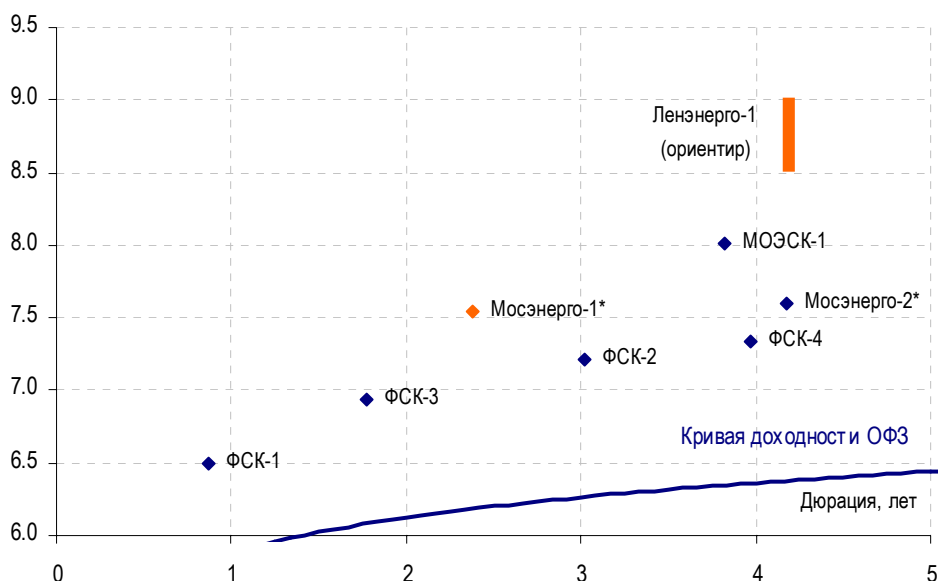
- компании работают в регионах с существенным дефицитом сетевых мощностей, поэтому плата за подключение к их сетям является самой высокой в России;
- компании имеют системное значение для экономики регионов, поэтому вероятность поддержки со стороны региональных и федеральных властей очень высока.

*Рекомендуем
«фиксировать» МОЭСК с
ориентиром 100.25% и
покупать Ленэнерго на
аукционе*

Спрэд облигаций Ленэнерго в соответствии с ориентиром организаторов составит 210-260 б.п. к ОФЗ, в то время как облигации МОЭСК торгуются со спрэдом порядка 165 б.п. Мы оцениваем «справедливую» премию Ленэнерго к МОЭСК в размере не более 20 б.п., поэтому бумаги Ленэнерго даже по нижней границе диапазона организаторов будут очень привлекательными.

Мы рекомендуем фиксировать прибыль в облигациях МОЭСК с ориентиром по спрэду в 180 б.п. (цена: 100.25%) и участвовать в аукционе по Ленэнерго.

Доходность облигаций на 25 января



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Хорошая новость для Рузхиммаша и Уралвагонзавода от РЖД

Сегодняшняя новость в целом позитивна, но пока не дает повода для роста облигаций УВЗ и ВКМ-Финанс

Вчера пресс-служба РЖД сообщила о том, что компания рассматривает возможность увеличения закупок грузовых вагонов в 2007 году по сравнению с ранее утвержденным планом. Это увеличение будет существенным и поддержит внутренний спрос на вагоны, который сильно упал в 2006 году. Мы ожидаем, что в случае реализации планов по увеличению закупок, финансы 2 основных грузовых вагоностроителей (Рузхиммаш, Уралвагонзавод) существенно «выправятся» после снижения выручки и рентабельности в 2006 г. Однако пока РЖД не предпринимает реальных шагов, мы не видим поводов для роста цен облигаций УВЗ и ВКМ-Финанс.

РЖД рассматривает возможность увеличения закупок грузовых вагонов в 2007 году почти в два раза

На сегодняшний день утвержденный РЖД план по закупке грузовых вагонов на 2007 г. составляет порядка 11.4 тыс единиц, что на 25% превышает объем покупок 2006 года. В настоящий момент госмонополия рассматривает возможность дополнительного приобретения 10 тыс вагонов, т.е. по сути план закупок может быть увеличен почти вдвое. Такое решение, если оно будет принято, может оказать очень сильную поддержку внутреннему рынку грузовых вагонов, который испытывал осязаемое падение спроса в течение 2006 года. Стоимость дополнительных 10 тыс вагонов составляет порядка 12-14 млрд руб., что является весьма значимой суммой для российских вагоностроителей.

Рост спроса со стороны РЖД позитивно скажется на рентабельности Уралвагонзавода и Рузхиммаша...

Таким образом, хотя и с небольшим опозданием, мы все же наблюдаем тенденцию, о которой мы писали в специальном обзоре, посвященном вагоностроительной отрасли в июне 2006 г.: РЖД переходит к более активному обновлению стремительно стареющего грузового подвижного состава. Рост спроса со стороны столь крупного покупателя будет толкать цены вверх, т.к. возможность частных перевозчиков диктовать цены вагоностроителям существенно снизится. В целом это позитивно скажется на рентабельности Уралвагонзавода (УВЗ) и Рузхиммаша (РХМ).

Еще один позитивный момент в планах РЖД: намерение закупать не только самые простые и дешевые полувагоны, но и более дорогие и технически сложные вагоны-хопперы для перевозки цемента. Так, Рузхиммаш на следующий год получит заказ РЖД как минимум на 1000 хопперов.

*...но для укрепления
финансового состояния
потребуется
значительное время*

Мы отмечаем, что планы РЖД по увеличению закупок вагонов не приведут к быстрому росту финансовых показателей вагоностроительных компаний. За период спада спроса финансовые результаты УВЗ и РХМ сильно пострадали (снизились выручка и рентабельность, выросла долговая нагрузка) и для их исправления потребуется не менее 1.5 лет. Еще один важный момент: вагоностроители смогут уменьшить долговую нагрузку только в том случае, если РЖД и лизинговые компании, закупающие вагоны будут своевременно оплачивать закупки. Иначе увеличение выручки будет выливаться в рост дебиторской задолженности, которая будет мешать снижению долгового бремени.

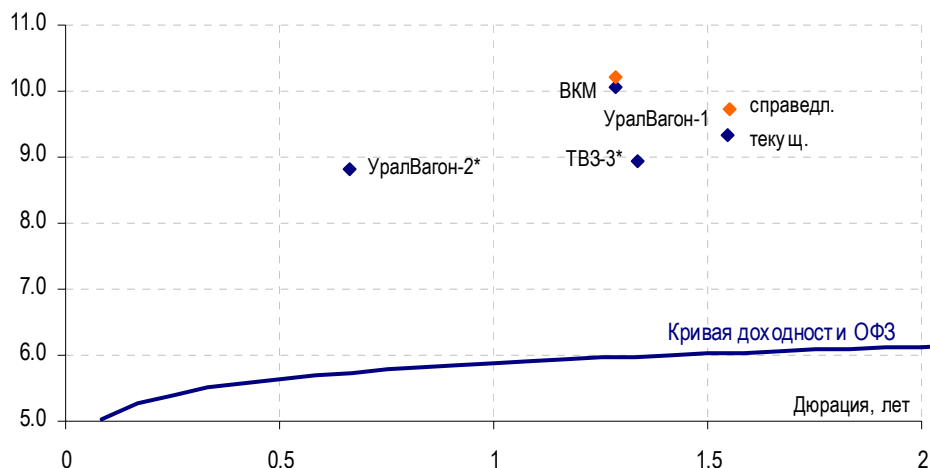
*Сохраняем рекомендацию
«фиксировать» прибыль в
УВЗ-1*

В текущей ситуации мы считаем облигации УВЗ-1 переоцененными: позитивная новость относительно возможного увеличения спроса на полувагоны пока не меняет нашей оценки кредитного качества компании. Поэтому мы сохраняем рекомендацию «фиксировать прибыль» по облигациям УВЗ-1 с ориентиром 99.80% (текущая цена: 100.40%).

*«Справедливая» цена ВКМ-
Финанс: 99.70%*

После оферты выпуск ВКМ-Финанс (под поручительство Рузхиммаша) пока не восстановил ликвидность. В текущих условиях мы оцениваем «справедливую» цену бумаг ВКМ-Финанс в 99.70% от номинала, что соответствует премии к доходности УВЗ в размере 50-70 б.п.

Доходность облигаций на 25 января



Источник: ММББ, 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
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.