

Рублевые корпоративные облигации

5 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Интегра: все зависит от IPO » *стр. 3*
- Рейтинг ФСК не дотянул до инвестиционного уровня » *стр. 4*
- Рейтинг РАО поддержит бумаги отрасли » *стр. 4*
- ГидроОГК наращивает долг » *стр. 5*
- Moody's повысило рейтинг Мегафона с «В1» до «Вз3», прогноз – «стабильный»

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 8 февраля состоится размещение Комплекс финанс-1 (1 млрд руб., 3 года)
- Планируется дебютный выпуск Бахетле (розничная сеть, 1 млрд руб., 3 года)
- Сталепромышленная компания планирует дебютный займ (1 млрд руб., 3 года)

ВЧЕРА

- Полностью размещен Ленэнерго-2 (3 млрд руб.) под 8.72% годовых к погашению через 5 лет

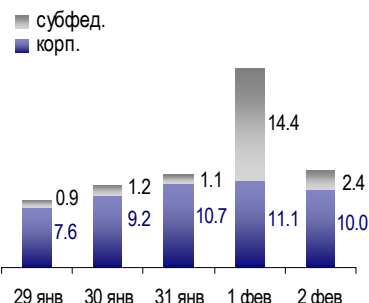
КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 7 фев Размещение Финансбанк-1 (3.5 млрд руб., oferta через 1.5 года)
Аукцион ОФЗ-ПД (12 млрд руб., погашение в 2010 году)
Уплата ФОР
- 8 фев Размещение АИЖК-9 (5 млрд руб., дюрация 5.8 лет, с амортизацией)
Размещение Комплекс финанс-1 (1 млрд руб., 3 года)
Аукцион ОБР-3 (10 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)
- 15 фев Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов

Индикаторы

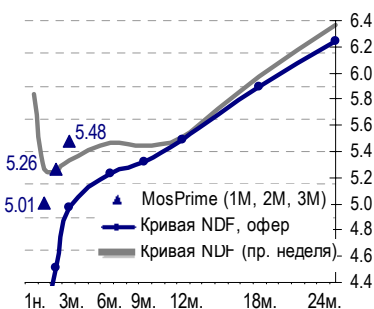
Долларов США за Евро	1.2968	- 0.4 %
Рублей за доллар США	26.4815	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 56.46	- 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.71%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.84%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	412.1	- 0.5
Остатки на д/с, млрд руб.	151.3	+ 13.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 76.8	

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	100.17	+ 27	5.8	7.87%
АИЖК-8	100.00	+ 25	5.0	*7.85%
ФСК-4	100.59	+ 18	4.0	7.27%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-3	101.60	+ 45	1.6	7.69%
Карусель-1	100.20	+ 20	1.5	*9.83%
Петроком-2	99.75	+ 5	2.3	8.79%

Лидеры падения

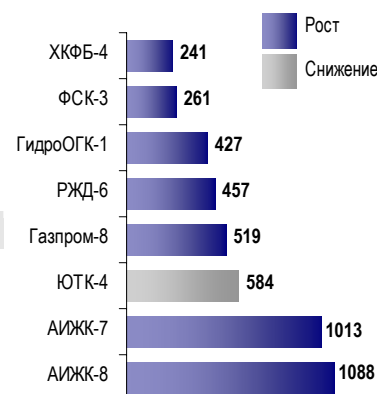
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-5	101.23	- 7	0.7	5.78%
Газпром-4	104.00	- 5	2.6	6.85%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Пятерочка-2	102.70	- 55	3.3	8.64%
Пятерочка-1	108.65	- 35	2.8	8.54%
ВолгаТел-3	102.30	- 25	2.5	7.71%

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 спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.52	-	6.42	0.15	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.55	7.58	0.99	186	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.90	101.90	7.83	1.29	200	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.15	102.30	7.96	1.31	213	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расшириться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.15	102.75	7.38	3.78	109	120	↑ 10
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.50	100.45	8.13	0.97	243	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.70	9.22	2.13	318	340	↑ 20
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.88	1.32	304	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.75	100.40	8.00	3.82	171	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.55-99.70	8.73	1.49	284	290-300	↑ 5-15
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.75	100.00-100.45	8.79	2.29	272	240-260	↓ 10-30
Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.47	100.60	7.47	2.36	138	130	↓ 5
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.60	99.80	9.19	1.53	329	385	↑ 55
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.17	-	8.47	1.96	246	210-230	↔
Сибур: привлекательная премия к Газпрому; рейтинги от Fitch и Moody's будут способствовать росту спроса на бумаги									
Сибур-1	25/01	Купить и держать	99.84	-	7.91	2.50	180	-	↓
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.30	99.20	8.90	3.40	265	300	↑ 35



Интегра: все зависит от IPO

Опубликованная отчетность не дает полного представления о результатах компании

В конце прошлой недели группа Интегра опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 9М2006. Она отражает очень динамичное развитие группы: выручка выросла почти в 8 раз по сравнению с результатом за 9М2005; однако уровень долговой нагрузки остается очень высоким. Опубликованная отчетность не дает полного представления о результатах деятельности группы, т.к. выручка и прибыль приобретенных в 2006 году предприятий были включены в нее только за срок, в течение которого новые приобретения были консолидированы в группу Интегра.

Предполагаем, что реальная долговая нагрузка все же остается высокой

К сожалению, компания пока не опубликовала отчетность pro-forma, которая позволила бы составить более полное представление о ее финансовых результатах. Мы предполагаем, что и по отчетности pro-forma уровень долговой нагрузки Интегры окажется весьма высоким (около 5х Долг/EBITDA), а финансовая политика останется достаточно агрессивной. Существенное смягчение долговой нагрузки Интегры возможно в результате IPO, которое должно завершиться в феврале-марте. Пока же кредитное качество находится под давлением активной политики по покупке новых активов.

Основные финансовые результаты Интегры по МСФО за 9М2006:

- Выручка: \$325 млн (\$42 млн за 9М2005);
- EBITDA: \$47 млн (маржа: 14.5%);
- Долг на 30.09.2006 – \$463 млн (в октябре-декабре Интегра дополнительно привлекла займы на сумму более \$100 млн);
- Долг/EBITDA: 7.4х (более 9х с учетом новых займов).

Финансовый анализ столь динамичной компании на основании отчетности, которая составлена по формальному принципу, представляется нам практически бессмысленным. К сожалению, группа пока не публикует отчетности pro-forma, которая бы отражала полностью результаты консолидируемых компаний. Такое решение, судя по всему, связано с идущей подготовкой к публичному размещению акций в Лондоне.

Успешное IPO способно уменьшить долговую нагрузку

По предварительным данным, опубликованным в прессе, IPO Интегры будет проводиться за счет размещения допэмиссии, т.е. поступления от продажи акций получит сама компания, а не ее акционеры. Это позитивная новость, т.к. часть средств от IPO компания сможет направить на уменьшение долга. Однако с учетом агрессивной политики развития группы более реалистичным выглядит предположение о том, что основная часть вырученных от IPO средств вновь будет направлена на новые приобретения. В любом случае, долговая нагрузка должна несколько снизиться за счет увеличения масштабов компании.

Основные проблемы облигаций Интегры: невысокая прозрачность, слабая структура займов

По нашему мнению, основные проблемы кредитного качества облигаций Интегры кроются не столько в ее агрессивной финансовой политике, сколько в относительно невысокой прозрачности и «слабой» структуре облигационного займа:

- отсутствие консолидированной отчетности pro-forma не позволяет держателям облигаций составить представление о реальном состоянии дел (хотя очевидно, что проект по созданию крупной независимой нефтесервисной компании развивается очень динамично);
- на долю поручителей по 2му облигационному займу приходилось не более 50% выручки группы по итогам I п/г 2006 г., все новые приобретения Интегры не участвуют в структуре облигационного займа, т.к. поручительства или оферты со стороны головных компаний холдинга отсутствуют.

*В случае уменьшения
долга после IPO возможно
сужение спреда, пока
облигации оценены
адекватно*

Несмотря на очевидные успехи (прежде всего – рост выручки) мы считаем, что для сужения спреда облигаций Интегры пока нет объективных причин. Текущие спреды бумаг компании 480-500 б.п. к ОФЗ, по нашему мнению, достаточно адекватно отражают инвестиционный характер рисков облигаций компании. Сужения спреда можно ожидать в том случае, если по результатам IPO Интегра направит часть средств на уменьшение долговой нагрузки и станет более оперативно информировать кредиторов о своих финансовых результатах.

Рейтинг ФСК не дотянул до инвестиционного уровня

*Рейтинг может быть
скоро повышен до
инвестиционного уровня...*

В пятницу агентство S&P после длительного пересмотра кредитного рейтинга ФСК повысило его сразу на 3 ступени до уровня «BB+» с позитивным прогнозом. Таким образом, рейтинг компании все же не перешагнул инвестиционную границу, однако оказался на одну ступень выше рейтинга РАО ЕЭС (также был повышен в пятницу). По нашему мнению, рейтинг ФСК может быть повышен еще на 1 ступень в ближайшее время, если механизм финансирования инвестпрограммы компании за счет продажи активов РАО будет одобрен Советом директоров РАО и Правительством.

*... в случае утверждения
нового механизма
разделения РАО ЕЭС*

В качестве основного риска ФСК рейтинговое агентство выделяет масштабную инвестпрограмму компании и высокую потребность в финансовых ресурсах. Механизм финансирования инвестиций ФСК за счет продажи доли государства в генерирующих компаниях пока не был одобрен. Рассмотрение этого вопроса на Совете директоров РАО назначено на 9 февраля. В связи с тем, что это решение требует пересмотра первоначальной схемы разделения РАО ЕЭС, мы предполагаем, что оно может натолкнуться на длительные согласовательные процедуры.

*Ожидаем, что Moody's
также выведет рейтинг
из разряда
«предварительных»*

Рейтинг ФСК от агентства Moody's уже в течение длительного времени находится в категории «предварительных». Такая ситуация представляется нам нелогичной, т.к. компания с фундаментально менее сильным кредитным качеством – ГидроОГК, присвоен «полноценный» инвестиционный рейтинг. Мы ожидаем, что после одобрения новой схемы разделения РАО Moody's все же переведет рейтинги ФСК в разряд «полноценных».

*Потенциал сужения спреда
ФСК крайне мал*

По нашему мнению, присвоение достаточно высокого кредитного рейтинга ФСК может вызвать рост спроса на бумаги компании со стороны иностранных инвесторов. В то же время мы не ждем полного исчезновения премии ФСК к бумагам РЖД (на сегодняшний день – около 20 б.п.). По нашему мнению, потенциал сужения спреда облигаций ФСК в настоящий момент крайне мал и мы не рекомендуем активно увеличивать позиции в этих бумагах в расчете на повышение спроса со стороны иностранных инвесторов.

Рейтинг РАО поддержит бумаги отрасли

В пятницу S&P повысило и рейтинг РАО ЕЭС до уровня «BB». Прямого влияния на долговой рынок это решение не окажет, однако, в перспективе оно способно поддержать спрос на облигации энергетических компаний, которые будут размещаться в ближайшем будущем.

*Ожидаем, что «базовая»
кривая генкомпаний
зафиксируется на уровне
200-220 б.п. к ОФЗ*

По нашему мнению, по итогам размещения облигаций генерирующих компаний, «базовая» кривая доходности ОГК-ТГК сформируется на уровне 200-220 б.п. к ОФЗ. Это чуть выше, чем кривая МРК Связьинвеста, т.к. пик инвестиционных программ генерирующих компаний еще не пройден и в ближайшее время большинство из них будет увеличивать предложение долговых инструментов на рынке.

Повышение рейтинга РАО ЕЭС сразу на 2 ступени связано, судя по сообщению S&P, с пересмотром влияния фактора господдержки на кредитное качество компании. По нашему мнению, такое решение в целом позитивно для генерирующих компаний, т.к. возможность государственной поддержки способна убедить инвесторов в благоприятных перспективах кредитного качества отрасли.

ГидроОГК наращивает долг

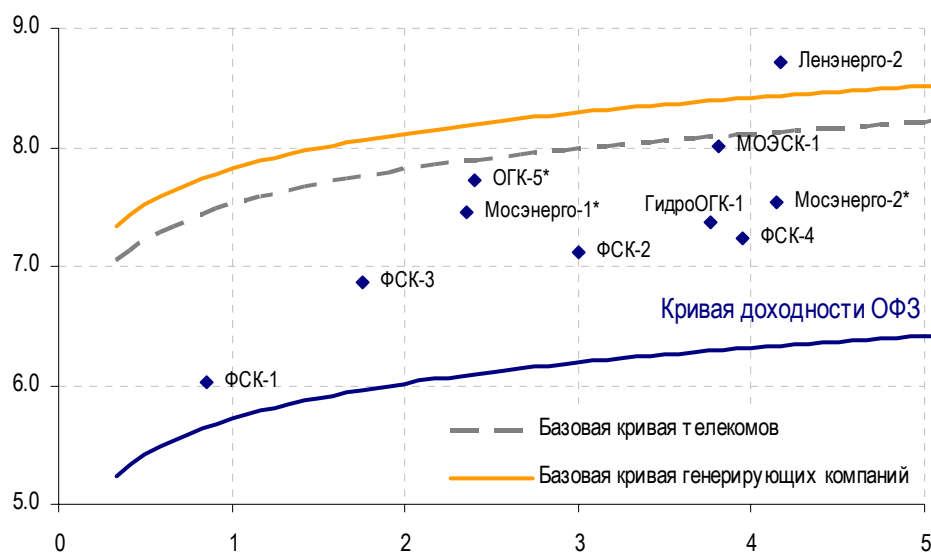
*Новый долг не угрожает
кредитному качеству
ГидроОГК...*

В пятницу было объявлено о том, что ГидроОГК планирует привлечь синдицированный кредит на \$520 млн для финансирования своей части проекта БЭМО (достройка Богучанской ГЭС и строительство алюминиевого завода). Таким образом, как мы и ожидали, активная инвестиционная программа компании, постепенно приводит к повышению долговой нагрузки. По нашему мнению, рост долговой нагрузки компенсируется стратегической значимостью гидроэнергетики и высокой вероятностью государственной поддержки для ГидроОГК.

*... но бумаги компании
выглядят
переоцененными*

Текущие спрэды бумаг компании (105-110 б.п. к ОФЗ) все же представляются нам слишком узкими. Мы оцениваем потенциал расширения спрэдов ГидроОГК в 10 б.п. и рекомендуем зафиксировать прибыль с ориентиром по цене на уровне 102.75% от номинала.

Доходность облигаций на 2 февраля



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
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
-----------------	-------------------------	-------------------

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.