

Рублевые корпоративные облигации

14 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Рекорды УРСА Банка не слишком хороши для облигаций » *стр. 3*
- ТМК: лучшая среди трубных » *стр. 4*
- Мечел: ЧМЗ скорее останется, чем уйдет » *стр. 5*

Индикаторы

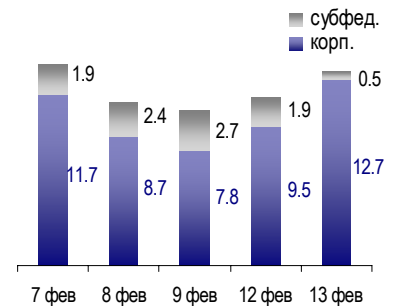
Долларов США за Евро	1.3036	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	26.3779	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 56.85	+ 3.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.65%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.81%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	97	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	401.9	+ 10.5
Остатки на д/с, млрд руб.	248.6	+ 6.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 45.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 21 февраля состоится размещение ТД Копейка-3 (4 млрд руб., 5 лет)
- Мособлгаз планирует выпуск объемом 2.5 млрд руб. и сроком обращения 4 года

Объем торгов на ММВБ

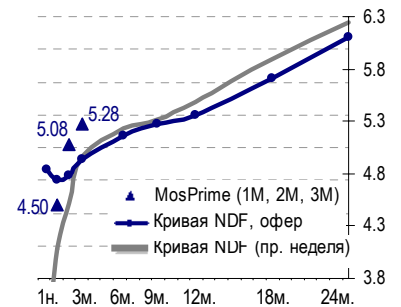


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

15 фев	Размещение Трансмашхолдинг-2 (4 млрд руб., оферта через 2 года)
	Размещение Красный Богатырь-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
16 фев	Размещение Русфинансбанк-4 (4 млрд руб., 3 года)
20 фев	Размещение Митлэнд Фуд Групп-1 (1 млрд руб., 3 года)
	Размещение Москоммерцбанк-2 (3 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	101.00	+ 20	5.0	*7.64%
АИЖК-7	101.28	+ 13	5.8	7.67%
Газпром-8	100.10	+ 5	4.0	7.09%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибкадем-5	100.80	+ 25	3.7	10.07%
Карусель-1	100.35	+ 19	1.5	*9.72%
ГАЗ	100.65	+ 15	0.9	*8.12%

Лидеры падения

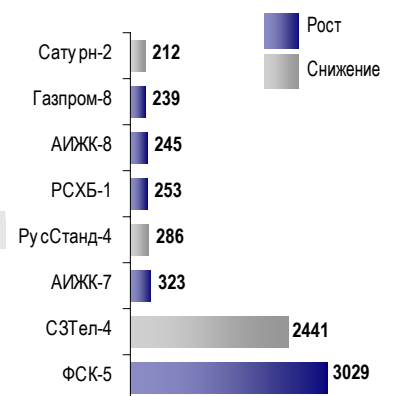
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	100.85	- 22	2.5	7.02%
ФСК-2	103.45	- 20	3.0	7.20%
РСХБ-2	101.50	- 15	3.4	7.62%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-4	100.00	- 19	1.0	8.41%
УРСИ-4	101.82	- 18	0.7	7.43%
Дальсвязь-2	102.80	- 15	2.8	*8.00%

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	100.55	-	5.20	0.12	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.55	7.56	0.96	187	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.90	7.88	1.26	206	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.25	7.80	1.28	198	200	↔
ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.05	102.75	7.40	3.75	111	120	↑ 10
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.65	100.45	7.95	0.94	226	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.70	9.19	2.10	316	340	↑ 25
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.86	1.29	304	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.93	100.40	7.95	3.79	166	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.60-99.75	8.73	1.46	285	290-300	↑ 5-15
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.90	100.00-100.45	8.72	2.26	266	240-260	↓ 5-25
Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.50	100.60	7.45	2.33	137	135	↓ 5
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.80	9.29	1.50	340	385	↑ 45
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.34	1.93	234	210-230	↔
Сибур: привлекательная премия к Газпрому; рейтинги от Fitch и Moody's будут способствовать росту спроса на бумагу									
Сибур-1	25/01	Купить и держать	100.20	-	7.76	2.47	165	-	↓
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.20	8.87	3.37	262	300	↑ 40

Рекорды УРСА Банка не слишком хороши для облигаций

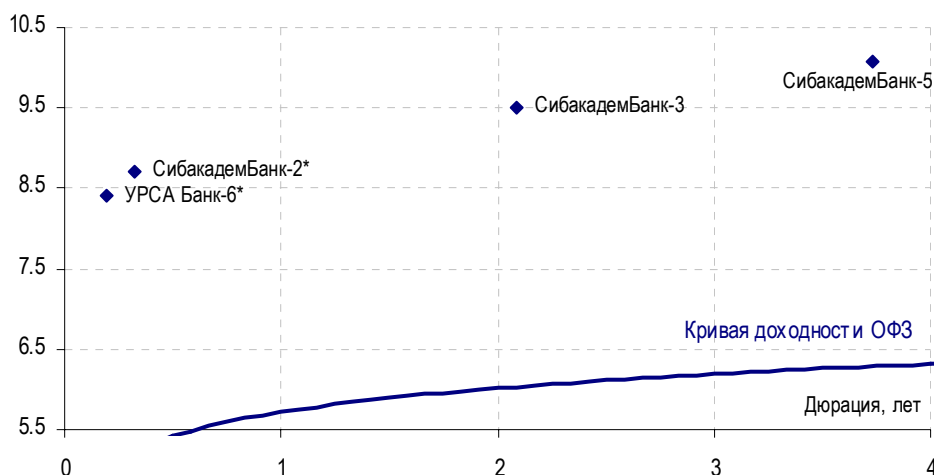
Рекордные планы по привлечению в 2007 году: \$3 млрд, спрэды могут расширяться

Вчера гендиректор УРСА Банка (объединенный Сибкакадембанк и УралВТБ) сообщил, что план банка по привлечению средств на рынках капитала на 2007 г. составляет \$3 млрд. По нашему мнению, при столь масштабных планах по привлечению средств банк может столкнуться с проблемой недостатка спроса и лимитов. В результате на каждом новом размещении банку придется предлагать премию к доходностям торгуемых инструментов.

Просрочка по потребительским кредитам заметно выросла в 3 квартале

Бурный рост банка в 2006 г. привел к появлению еще одной проблемы: росту просроченной задолженности по потребительским кредитам, отраженной в отчетности по МСФО на 30.09.2006, до 15% по кредитам, выданным самим банком. Таким образом, уровень просрочки по потребительскому портфелю, по нашим предположениям, будет расти.

Доходность облигаций УРСА Банка на 13 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Премия, которую придется предложить: 30-50 б.п. к текущим уровням

План привлечения средств на рынках капитала на \$3 млрд в год является рекордным для регионального банка. Однако мы уверены, что объединенному УРСА Банку удастся привлечь такие заимствования, т.к. спрос на международных рынках капитала на российский банковский сектор в настоящий момент очень высок. Однако столько крупный объем привлечения, по нашему мнению, все же вызовет расширение спрэдов торгуемых в настоящий момент долговых инструментов УРСА Банка. Высокая зависимость УРСА Банка от привлечения средств на рынках капитала во многом схожа с положением лидера российского банковского ритейла – банка Русский Стандарт (БРС). Облигации БРС в настоящий момент торгуются с премией в 30-50 б.п. к «справедливым» уровням доходности и мы предполагаем, что УРСА Банку также придется давать сопоставимую премию при размещении новых долгов.

Повышение рейтингов будет сдерживаться невысокой достаточностью капитала

Негативный эффект, связанный с бурным ростом активов – снижение достаточности капитала: рост активов практически всегда опережает рост собственных средств банка. УРСА в 2006 г. нашел весьма успешное решение этой проблемы – рыночное размещение привилегированных акций и субординированных нот. К этим инструментам банк планирует вернуться и в 2007 году. Однако мы предполагаем, что в силу бурного роста активов, достаточность капитала все же будет находиться на относительно невысоком уровне: 12-14%, что будет сдерживать повышение кредитных рейтингов банка.

Провизии под просрочку совсем невелики, они также будут «давить» на капитал

Еще одна проблема, с которой банк может столкнуться в 2007 году: рост просроченной задолженности по потребительским кредитам. Первые признаки ее появления мы находим в отчетности по МСФО за 9М2006: доля просроченных кредитов в собственном портфеле банка выросла с 10% до 15% (просрочка, отражаемая в РСБУ существенно ниже – всего 3-4%). При этом размер провизий, создаваемых под просроченную задолженность УРСА Банком существенно ниже, чем у Русского Стандарта и ХКФБ: около 10% против 60-100%. Мы предполагаем, что по мере увеличения просрочки, УРСА Банк будет увеличивать объемы провизий, что также будет негативно влиять на достаточность капитала.

Основные риски УРСА сосредоточены в потребительском кредитовании, требуется постоянное увеличение капитала

В целом мы оцениваем кредитное качество УРСА Банка весьма позитивно: банку удастся достигать своей главной цели – динамичного роста при сохранении адекватной финансовой политики. Однако высокая концентрация в области потребительского кредитования, по нашему мнению, создает для банка высокий риск разрастания просрочки (по примеру ХКФБ летом-осенью 2005 года). Относительно невысокий текущий уровень достаточности капитала и отсутствие возможности быстро получить «вливание» от иностранных акционеров, по нашему мнению, существенно уменьшает вероятность повышения рейтингов УРСА Банка в 2007 году.

«Справедливый» спрэд: 350-400 б.п. Сужение спрэдов ограничено ожидаемым ростом предложения облигаций банка

Мы оцениваем «справедливый» спрэд рублевых облигаций УРСА Банка в 350-400 б.п. к ОФЗ. Исходя из этой оценки, все облигации банка оценены вполне справедливо, однако потенциал дальнейшего роста цен практически отсутствует. Мы ожидаем, что по мере дальнейшего роста предложения долговых инструментов банка спрэды длинных бумаг (Сибакadem 4,5) будут постепенно расширяться. Мы не рекомендуем наращивать позиции в длинных выпусках, т.к. потенциал роста у них практически отсутствует, а даже небольшая премия в новых выпусках способна вызвать существенное проседание цен.

ТМК: лучшая среди трубных

Инвестпрограмма ТМК невелика, роста долговой нагрузки не будет

На днях гендиректор ТМК г-н Семериков обнародовал ориентиры по выручке (в целом в рамках ожиданий) и инвестиционной программе на 2007 год. Исходя из необходимых инвестиций в \$500 млн, мы предполагаем, что в текущем году группе ТМК удастся удержать низкий уровень долговой нагрузки (около 1.3х Долг/ЕБИТДА). Поэтому мы ожидаем повышения рейтингов ТМК в 2007 году на 1 ступень.

Самое высокое кредитное качество среди трубных компаний

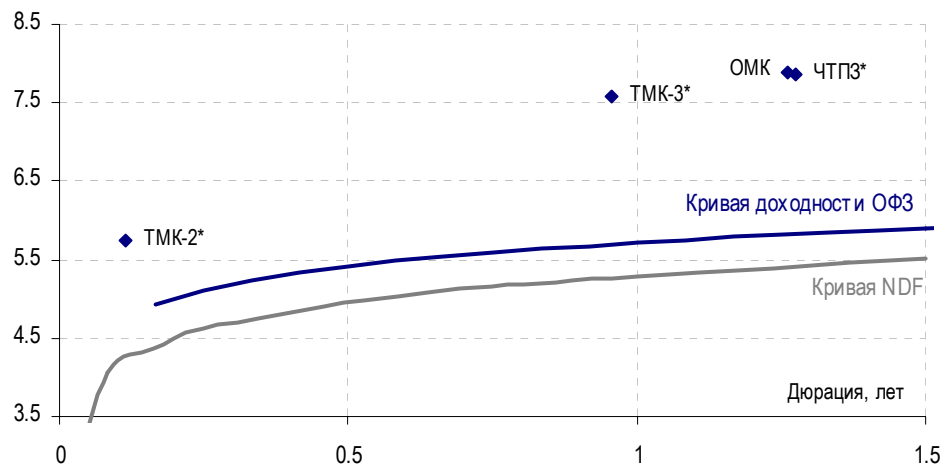
Кредитное качество ТМК бесспорно является самым высоким среди российских трубных компаний: после проведения IPO осенью 2006 г. компания получила в свое распоряжение значительный объем денежных средств от погашения кредитов компаниями-акционерами. Уровень долговой нагрузки компании, по нашим оценкам будет более чем консервативным: наш прогноз соотношения Чистый Долг/ЕБИТДА по итогам 2006 г. составляет около 0.8-1х. Отношение Долг/ЕБИТДА, видимо, будет несколько больше (около 1.5х), однако на балансе компании на конец года все еще должен оставаться значительный объем денежных средств.

Предварительная оценка выручки ТМК, обнародованная менеджментом компании, составляет около \$3.3 млрд за 2006 г. Если предположить, что рентабельность компании не изменится по сравнению с 2006 г. (около 25% по ЕБИТДА), то операционных денежных потоков ТМК за 2007 г. должно хватить для финансирования инвестиций без увеличения долга компании. По нашему мнению, есть достаточно оснований ожидать дальнейшего роста рентабельности ТМК в 2007 г. в связи с увеличением мощностей по производству собственной трубной заготовки до 90% от потребностей заводов группы.

Ожидаем в 2007 году повышения рейтинга от S&P на одну ступень до «BB-»

Мы предполагаем, что в 2007 г. рейтинговые агентства пересмотрят свой весьма консервативный взгляд на кредитное качество ТМК. В качестве одного из ключевых ограничителей кредитного рейтинга ТМК агентство S&P называет отрицательный прогноз свободного денежного потока (FCF). По нашему мнению, в 2007 г. FCF ТМК будет положительным, т.к. запланированные инвестиции относительно невелики по сравнению с финансовыми результатами компании. Поэтому мы ожидаем, что в 2007 г. рейтинг ТМК будет повышен до уровня «BB-».

Доходность облигаций на 13 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Потенциал сужения спредов ТМК исчерпан, однако бумаги остаются привлекательными для консервативных инвесторов

К настоящему моменту кредитное качество ТМК вплотную приблизилось к границе 1го эшелона. Прогнозируемое повышение рейтингов де-факто закрепит этот переход. Однако на рублевых облигациях ТМК это вряд ли отразится, т.к. они имеют очень короткую дюрацию. На сегодняшний день практически весь потенциал сужения спредов и роста цены облигаций ТМК полностью отыгран, поэтому они перестали быть интересными для спекулятивных инвесторов. В то же время спрэды бумаг ТМК к кривой ОФЗ-NDF остаются привлекательными для консервативных инвесторов, предпочитающих короткую дюрацию.

«Справедливый» спрэд облигаций ТМК – 180 б.п.

Мы не беремся делать предположения о том, оставит ли ТМК свои облигации на рублевом рынке после оферты (ТМК-2: через 1.5 месяца, ТМК-3: через 1 год), или решит рефинансировать рублевый долг за счет свободных денежных средств. Если компания не станет гасить бумаги, то ее облигации будут хорошим ориентиром не только для трубной отрасли, но и для металлургии в целом. Наша оценка «справедливого» спреда рублевых облигаций ТМК: 180 б.п. к ОФЗ (цена: 100.50-100.55% от номинала).

Мечел: ЧМЗ скорее останется, чем уйдет

Мы не ожидаем, что Мечел продаст ЧМЗ

Вчера пресса сообщила о том, что связанные с Рособоронэкспортом структуры могут приобрести у Мечела его основной металлургический актив – Челябинский метзавод (ЧМЗ), чтобы интегрировать его в создаваемый холдинг по производству спецсталей. По нашему мнению, эта новость имеет под собой очень мало оснований, т.к. в настоящий момент приобретение ЧМЗ вряд ли соответствует реальным планам Рособоронэкспорта. Не делая выводов об обоснованности публикаций, мы предполагаем, что если Мечел и продаст стальные активы, то, скорее всего это будет Ижсталь.

ЗАО «Руспецсталь» (принадлежит РОЭ на 25.3%) в настоящий момент занимается созданием российского холдинга по производству специальных сталей для нужд оборонной промышленности. Недавно эта компания стала владельцем металлургического предприятия «Красный Октябрь». По данным прессы, Руспецсталь создана с целью консолидации предприятий, производящих спецстали для нужд оборонной промышленности.

Производство ЧМЗ основано на доменном процессе, а Руспецстали нужны электроплавильные мощности

По нашему мнению, приобретение ЧМЗ Руспецсталью выглядело бы не слишком логично: в основе производства на ЧМЗ лежит дорогостоящий доменный процесс переработки руды, в то время как для производства спецсталей достаточно электросталеплавильных комплексов, использующих лом черных металлов. Мы предполагаем, что приобретение ЧМЗ, который имеет собственные агломерационные мощности и доменное производство, было бы слишком дорогостоящим и вряд ли имело бы под собой экономический смысл. В то же время, другое предприятие Мечела – Ижсталь полностью построено на базе электросталеплавильной технологии.

Есть много других более дешевых стальных активов

В целом, в России сейчас реализуется значительное число проектов в области электрометаллургии. Участникам долгового рынка хорошо знакомы Макси-Групп (НСММЗ), Амурметалл, Метзавод Серова. На наш взгляд, если Русспецсталь ставит перед собой задачу консолидировать мощности по производству спецсталей, более логичным было бы приобретение электрометаллургических предприятий и установка на них современного оборудования по производству спецсталей. В этом ключе покупка ЧМЗ выглядела бы существенно менее обоснованной с экономической точки зрения.

Публикации пока не оказывают влияния на кредитное качество Мечела

Основные опасения держателей облигаций по поводу вчерашних новостей, могут быть в первую очередь связаны с потерей денежных потоков ЧМЗ (около 50% EBITDA группы за 9М2006 по нашим оценкам).

Мы считаем, что новость относительно возможной продажи ЧМЗ пока стоит рассматривать как слух. Поэтому мы не ожидаем, что она окажет какое-либо существенное влияние на оценку кредитного качества и цены облигаций Мечела. Кредитное качество Мечела остается очень высоким, и в настоящий момент у рынка нет объективных причин для пересмотра «справедливой» доходности облигаций компании.

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

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.