

Рублевые корпоративные облигации

27 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Интегра: результатов IPO недостаточно для роста бондов » *стр. 3*
- ГидроОГК приравнивают к ФСК » *стр. 4*
- IPO Сбербанка: будет ли стерилизована ликвидность? » *стр. 4*

Индикаторы

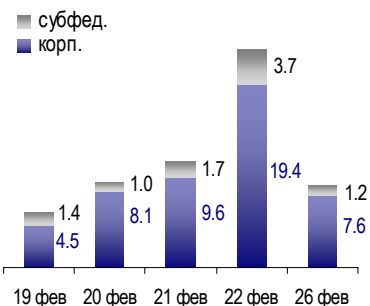
Долларов США за Евро	1.3182	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.1758	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 59.94	+ 0.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.63%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	103	+ 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	393.0	- 14.6
Остатки на д/с, млрд руб.	59.1	- 33.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 3.8	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Промсвязьбанк планирует пятый выпуск (4.5 млрд руб., 5 лет)
- 15 марта ЦБ проведет аукцион ОБР-1 (250 млрд руб., оферта 17 сентября 2007)

Объем торгов на ММВБ

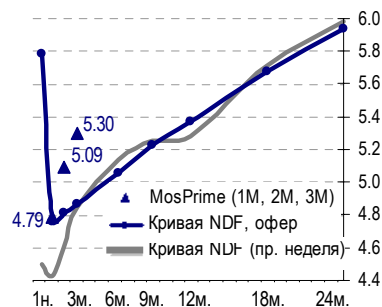


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

27 фев	Размещение дебютного выпуска ТГК-6 (2 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ОИЖК-1 (1 млрд руб., 5 лет, с амортизацией)
28 фев	Уплата налога на прибыль
1 мар	Размещение Белон-2 (2 млрд руб., оферта через 2.5 года)
2 мар	Размещение Амурметалл-2 (2 млрд руб., 3 года)
6 мар	Размещение Лебединский-2 (1.5 млрд руб., 3 года, с плавающей ставкой)
7 мар	Уплата ФОР

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	100.12	+ 1	4.0	7.09%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	91.50	+ 150	1.7	*15.34%
Дальсвязь-2	103.00	+ 15	2.8	*7.91%
УРСИ-4	102.08	+ 15	0.7	6.89%

Лидеры падения

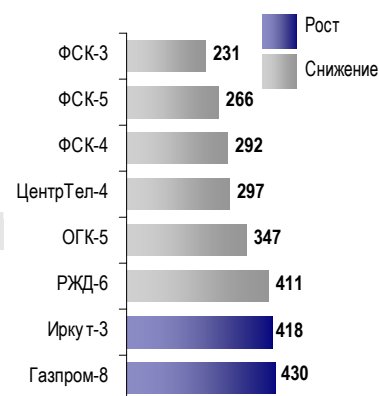
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	99.24	- 26	3.5	7.46%
Газпром-6	100.75	- 25	2.3	6.72%
РЖД-7	102.50	- 20	4.6	7.13%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-1	100.40	- 15	1.2	9.38%
УРСИ-6	101.10	- 15	1.6	*7.64%
ЮТК-3	102.27	- 7	0.6	*7.17%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте



**Raiffeisen
BANK**

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-3	05/09	Держать	100.55	100.50	7.49	0.96	172	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.75	7.84	1.23	197	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.15	7.75	1.24	188	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расшириться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.00	102.65	7.41	3.71	111	120	↑ 10
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.60	100.35	7.98	0.94	221	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.45	9.22	2.06	315	350	↑ 35
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.76	1.25	289	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.80	100.40	7.99	3.75	168	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.90	99.55-99.70	8.67	1.43	274	290-300	↑ 15-25
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	99.95-100.40	8.68	2.22	258	240-260	↓ 20
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию в 25 б.п. относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.55	100.60	7.43	2.30	132	130	↔
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.80	9.29	1.46	335	380	↑ 45
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.89	233	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.25	100.70	7.73	2.43	160	140	↓ 20
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.15	8.84	3.34	258	300	↑ 40
ОГК									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	99.90	99.50	7.68	2.34	156	175	↑ 20
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.05	100.20-100.40	10.34	1.28	446	500-520	↑ 55-70

Интегра: результатов IPO недостаточно для роста бондов

Успешное IPO мы не считаем достаточным поводом для переоценки отношения к облигациям Интегры

Новости об успешном размещении акций Интегры в рамках IPO в ближайшее время будут определять исключительно позитивный новостной фон вокруг облигаций компании. За счет привлеченных в ходе IPO средств компания погасит значительные объемы бридж-кредитов и снизит долговую нагрузку. Однако наше отношение к бумагам Интегры все же остается более чем умеренным: свободный остаток денежных средств, полученных в результате IPO, может в течение достаточно короткого времени быть израсходован на новые приобретения и инвестиции. В качестве одного из ключевых рисков для держателей облигаций Интегры мы выделяем слабую структуру обеспечения по второму выпуску.

На новостях об успешном IPO бумаги Интегры пользовались ажиотажным спросом: их спрэды сузились на 30-40 б.п., а суммарный оборот торгов по второму выпуску с начала февраля достиг 3 млрд руб. По нашему мнению, успешное IPO не является достаточным поводом для радикального пересмотра отношения к кредитному качеству компании, т.к. оно по сути уже было заложено в цену размещения бумаг компании.

Ожидаем, что после IPO долг компании стабилизируется на уровне около \$400 млн

Размещение акций Интегры на LSE прошло по верхней границе диапазона цен с существенной переподпиской. В результате компания привлекла около \$500 млн. По данным эмиссионных документов, около половины этой суммы будет потрачено на погашение бридж-кредитов организаторам IPO. По нашим оценкам, после этого долг Интегры составит около \$400 млн. Мы предполагаем, что активная инвестиционная политика удержит Интегру от дальнейшего уменьшения долга: значительная часть ресурсов, полученных от IPO, по нашему мнению, будет потрачена на новые приобретения и инвестиции «дочек». Поэтому мы ожидаем, что долг компании в 2007 г. стабилизируется на уровне около \$400 млн.

Долг компании все же велик по сравнению с денежными потоками

С одной стороны, долг в \$400 млн это относительно небольшая сумма для компании с капитализацией в \$2.5 млрд, акции которой пользуются ажиотажным спросом. С другой стороны, это все же довольно много по сравнению с операционным денежным потоком компании: EBITDA Интегры за 9M2006 составила \$47 млн, а денежный поток от текущей деятельности был отрицательным (\$22 млн). Таким образом, долговая нагрузка Интегры, измеренная как соотношение долга и финансовых результатов все же остается высокой.

Недостаток облигаций Интегры – слабая структура займа

По нашему мнению, очевидной слабостью 2го облигационного займа Интегры является структура обеспечения: на долю поручителей приходится не более 40% выручки группы. С новыми приобретениями эта доля будет снижаться. Пока бизнес группы развивается успешно, этот недостаток не является решающим, однако в случае негативных событий такая структура может существенно ослабить защиту интересов инвесторов.

Текущие спрэды Интегры адекватны, фундаментальных причин для их дальнейшего сужения мы не видим

По нашему мнению, текущие спрэды Интегры (440-450 б.п. к кривой ОФЗ) являются вполне адекватной оценкой кредитного качества компании, и мы не видим экономических причин для их дальнейшего сужения. В момент размещения мы оценивали «справедливый» спрэд Интегры в 480-500 б.п. к ОФЗ. Успешно проведенное IPO, безусловно, является позитивной новостью, но, на наш взгляд, оно не должно вести к сужению спрэдов более чем на 50 б.п., т.к. операционные денежные потоки компании пока очень невелики.

Мы предполагаем, что в течение еще некоторого времени облигации компании будут находиться под воздействием спекулятивного спроса на фоне благоприятных новостей с рынка акций. Однако инвесторам, настроенным на долгосрочную покупку облигаций Интегры в расчете на дальнейший рост их цен, мы не рекомендуем приобретать эти бумаги по ценам выше текущих уровней (Интегра-1: 100.50%, Интегра-2: 101.00% от номинала). По нашему мнению, в течение ближайшего времени не стоит ожидать фундаментальных сдвигов в кредитном качестве компании.

ГидроОГК приравнивают к ФСК

ГидроОГК тоже сможет рассчитывать на деньги от продажи доли государства в тепловой генерации

Сегодня Ведомости и Коммерсант со ссылкой на материалы к заседанию комитета по стратегии и реформированию РАО ЕЭС пишут о том, что ГидроОГК и Системный оператор также смогут претендовать на средства от продажи госдоли в генерирующих активах. По нашему мнению, такое решение является вполне предсказуемым и ожидаемым (см. наш ежедневный обзор от 22 января). Оно лишь де-факто фиксирует «квазигосударственный» статус ГидроОГК, который уже давно учтен в кредитных рейтингах и спредах облигаций.

Это позитивная новость, но она упирается в фактор времени

На сегодняшний день ключевым моментом в финансировании инвестпрограммы ФСК и ГидроОГК является фактор времени. Принятие решения о новой схеме разделения РАО и реализация этой процедуры требуют длительного времени, а обновление мощностей необходимо проводить уже сейчас. Поэтому мы предполагаем, что в текущем году и ГидроОГК, и ФСК будут прибегать к новым заимствованиям.

В 2007 г. бумаги ФСК и ГидроОГК будут находиться под давлением роста долга

Ожидаемое увеличение долга ФСК и ГидроОГК будет препятствовать сужению спредов этих бумаг в течение 2007 года. Поэтому несмотря на очень высокую оценку кредитного качества этих компаний, мы все же сохраняем умеренно-негативный прогноз по их облигациям и не рекомендуем наращивать позиции в них в течение ближайших месяцев.

ИРО Сбербанк: будет ли стерилизована ликвидность?

Выпуск ОБР на 250 млрд призван стерилизовать средства от доэмиссии Сбербанка

По мере приближения даты размещения акций Сбербанка, у рынка появляется все больше оснований предполагать, что деньги от оплаты доэмиссии не создадут масштабного избыточного рублевого предложения, а будут в течение короткого срока стерилизованы. Вчерашнее сообщение о размещении ОБР на сумму в 250 млрд руб. в середине марта, на наш взгляд, свидетельствует о том, что ЦБ принял четкое решение связать избыточную ликвидность, которая могла бы возникнуть в результате размещения акций Сбербанка.

Напомним, что в соответствии с эмиссионными документами, доэмиссия Сбербанка на сумму около 250 млрд руб. оплачивается только в рублях. В соответствии с действующими правилами выпуска акций кредитных организаций, все эти деньги поступают на накопительный счет в ЦБ, где блокируются до момента регистрации отчета об итогах доэмиссии. В результате может сложиться парадоксальная ситуация, при которой эти суммы будут отражаться в виде остатков на корсчетах, но при этом в реальности они будут недоступны для банковской системы.

ЦБ будет пытаться сдерживать рост денежного предложения и инфляцию

Однако после регистрации отчета эти деньги должны быть разблокированы и переведены на обычные рублевые корсчета Сбербанка. Дополнительное предложение в сумме 250 млрд руб. могло бы заметно разогнать инфляцию, поэтому мы изначально предполагали, что эти средства будут стерилизованы за счет выпуска госбумаг. По нашему мнению, новый выпуск ОБР призван решить именно эту задачу: связать средства от доэмиссии Сбербанка. Такой шаг выглядит вполне логичным, особенно с учетом того факта, что преимущественный выкуп акций Сбербанка в портфель ЦБ на сумму около 80 млрд руб. будет профинансирован за счет чистой денежной эмиссии.

Мы предполагаем, что приток ликвидности, образовавшийся из-за активных продаж валюты, в итоге будет в течение короткого времени стерилизован за счет выпуска ОБР. В результате резкого роста ликвидности не произойдет, и денежное предложение останется достаточно стабильным.

Покупка ОБР в целом не противоречит интересам Сбербанка

На первый взгляд может показаться, что выкуп ОБР будет невыгодным для самого Сбербанка, который мог бы направить средства от доэмиссии на увеличение кредитного портфеля, однако мы придерживаемся иного мнения. Основная причина, по которой Сбербанку было необходимо увеличение капитала: дальнейший рост активов банка сдерживался именно нормативами достаточности капитала и максимального размера риска на 1 заемщика. Таким образом, покупка значительного объема ОБР, на наш взгляд, не противоречит бизнес-интересам Сбербанка.

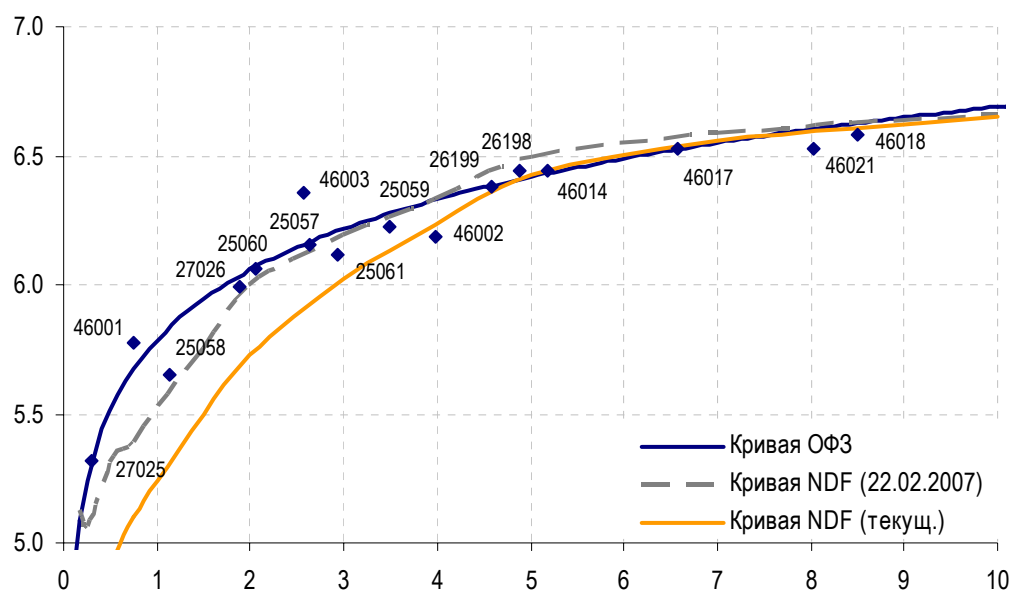
В течение ближайших 2 недель ждем сохранения высоких ставок денежного рынка

Мы ожидаем, что в течение ближайших 2 недель ситуация с ликвидностью банковской системы будет оставаться достаточно тяжелой: крупные участники, которые активно продавали валюту, будут оплачивать акции Сбербанка. Мы предполагаем, что в течение всего периода сбора средств на накопительных счетах короткие межбанковские ставки будут оставаться достаточно высокими.

В среднесрочной перспективе прогноз по ставкам - нейтральный

В средне- и долгосрочной перспективе мы придерживаемся нейтрального взгляда на ставки рублевого рынка: к настоящему моменту нефтяные цены отыграли падение начала года, а ставки NDF заметно снизились по сравнению с уровнями ноября-января.

Кривые доходности на 26 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.