

Рублевые корпоративные облигации

7 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- УРСА Банк: проблемы роста и рост просрочки » *стр. 3*
- ОГК-5 и ГидроОГК: изменение рекомендаций » *стр. 4*
- Мосэнерго-1: лучший спекулятивный потенциал в 1 эшелоне » *стр. 6*
- Копейка+Уралсиб: надо ждать финансовых результатов » *стр. 6*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3125	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	26.2396	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 60.55	+ 0.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	- 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	114	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	529.3	- 40.3
Остатки на д/с, млрд руб.	83.8	+ 10.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 37.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

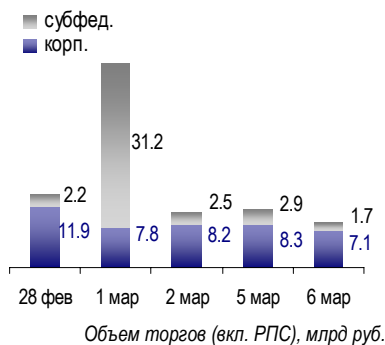
СКОРО

- Атомстройэкспорт планирует дебютный выпуск (1.5 млрд руб., оферта через 2 года)

ВЧЕРА

- На ММВБ состоялись следующие размещения:
 - Лебедянский-2 (1.5 млрд руб) с премией 1.43 % к 3-месячной ставке Mosprime
 - Уралэлектромедь-1 (3 млрд руб.) под 8.42% годовых к 3-летней оферте
 - Банк Ренессанс Капитал (2 млрд руб.) под 10.72% годовых к оферте через 1.5 года
 - Рыбинский кабельный завод-1 (1 млрд руб.) под 11.19% годовых к оферте через год

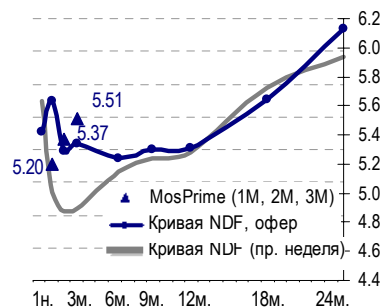
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

7 мар	Размещение Банк Возрождение-1 (3 млрд руб., 3 года) Аукцион ОБР-3 (30 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007) Уплата ФОР
13 мар	Размещение Глобэксбанк-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
14 мар	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (13 млрд руб., дюрация 8.5 лет) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (12 млрд руб., дюрация 12.8 лет)
15 мар	Размещение Якутскэнерго-2 (1.2 млрд руб., 2-летняя оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	102.40	+ 20	4.6	7.15%
ЛУКОЙЛ-3	99.82	+ 14	4.0	7.27%
Мосэнерго-2	101.09	+ 14	4.2	*7.52%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	100.05	- 5	3.9	7.42%
ФСК-2	103.08	- 2	2.9	7.31%

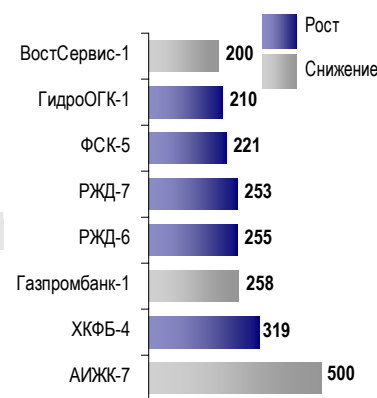
2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Белон-1	100.10	+ 25	2.0	9.24%
ЦентрТел-4	113.85	+ 24	2.2	7.67%
ХКФБ-4	100.55	+ 20	1.5	*9.92%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	103.12	- 13	1.6	8.27%
Пятерочка-1	108.85	- 10	2.7	8.40%
Петроком-2	99.80	- 10	2.3	8.77%

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-3	05/09	Держать	100.50	100.50	7.53	0.94	180	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.75	7.81	1.21	197	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.15	7.67	1.22	183	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.40	100.35	8.19	0.92	246	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.05	99.50	9.27	2.04	320	350	↑ 30
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.75	1.23	290	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.60	100.30	8.05	3.73	172	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.90	99.60-99.70	8.67	1.40	276	290-300	↑ 15-25
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.90	99.90-100.35	8.73	2.29	261	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.40	100.70	7.50	2.27	138	130	↓ 10
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.85	9.28	1.44	336	380	↑ 45
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.87	233	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.15	100.70	7.78	2.41	164	140	↓ 25
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.10	8.84	3.31	256	300	↑ 45
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.00	100.20-100.40	10.39	1.25	453	505-520	↑ 50-70

УРСА Банк: проблемы роста и рост просрочки

УРСА Банк в целом показал хорошие результаты за 2006 г.

Вчера УРСА Банк опубликовал отчетность по МСФО за 2006 год. Никаких особых сюрпризов она не принесла: все основные параметры финансовых результатов банка были известны заранее. В качестве основных позитивных факторов мы отмечаем динамичный рост активов банка, успешное завершение консолидации и контроль над издержками. В результате банк сохранил достаточно высокие показатели рентабельности.

Основные риски: рост публичного долга и просрочка по розничному портфелю

Однако, несмотря на эти позитивные события, мы отмечаем 2 ключевых риска, которые, по нашему мнению, способны негативно повлиять на цены облигаций банка в 2007 году:

- продолжение роста просроченной задолженности по потребительским кредитам, которая впервые была отмечена по результатам за 9М2006;
- рекордные планы по заимствованиям на долговых рынках, которые могут привести к снижению спроса на новые выпуски облигаций банка.

Мы считаем, что УРСА Банк на сегодняшний день является самым успешным региональным банком: четкая стратегия, динамичный рост активов и успешное присоединение УралВТБ вывели банк в число 20 крупнейших банков РФ на начало 2007 г. При этом банку удалось сохранить достаточно высокие показатели рентабельности, что также позитивно отражается на его финансовых результатах и кредитном качестве.

План по привлечению долга: \$3 млрд на 2007 год...

По нашему мнению, основной риск для держателей облигаций УРСА Банка связан с бурными планами его руководства по наращиванию активов в 2007 г. По словам Гендиректора г-на Бреля, в планы банка входит увеличение активов с 110 млрд руб на начало 2007 до 250 млрд к концу года. В силу небольшого размера корпоративной клиентской базы банка, более чем двухкратный рост активов будет обеспечен в основном за счет заимствований на долговом рынке, план по привлечению: \$3 млрд на 2007 год.

... может привести к расширению спрэдов бумаг банка

По нашему мнению, столь массивное предложение должно неизбежно привести к снижению спроса на облигации банка. Поэтому мы ожидаем, что с каждым новым размещением банку придется давать премию инвесторам, а спрэды уже торгующихся бумаг будут расширяться относительно текущих уровней. В силу высокой процентной маржи банка, это не приведет к существенному снижению рентабельности, но цены длинных выпусков его бумаг могут заметно снизиться.

В 2006 г. просрочка по собственному розничному портфелю выросла до 14%

Еще один существенный риск УРСА Банка связан с его концентрацией на развитии розничных кредитных продуктов. Мы уже отмечали, что по итогам 9М2006 в отчетности банка по МСФО отмечен существенный рост просрочки по портфелю розничных кредитов, выданных банком. В 4ом квартале рост просрочки продолжился: по состоянию на конец года доля просроченных кредитов в собственном портфеле банка составила около 14%, что уже вполне сопоставимо с показателями ХКФБ. Таким образом, гипотеза о том, что в «родных» регионах УРСА Банка уровень кредитной дисциплины розничных заемщиков выше, чем в Москве, судя по всему, не подтверждается.

Эта проблема будет актуальна и в 2007 году

Насколько мы понимаем, стратегия УРСА банка подразумевает приоритетное развитие потребительского кредитования: маржа в данном сегменте бизнеса существенно выше, чем в кредитовании крупных корпоративных клиентов. По состоянию на конец 2006 г. розничный портфель банка составлял около 30% от активов, и мы ожидаем, что в течение 2007 г. он будет расти опережающими темпами по сравнению с менее рискованными коммерческими кредитами. В связи с этим образом, проблема управления просроченной задолженностью должна выйти на передний план.

Низкий уровень провизий по розничным кредитам будет расти и давить на рентабельность

По нашему мнению, проблема просрочки будет в значительной мере влиять на финансовый результат банка: по состоянию на начало года провизии по просроченным потребительским кредитам составляют всего около 40%. Текущий размер провизий банка в сравнении с размером портфеля и просрочки очень невелик, и мы ожидаем, что в 2007 г. он будет увеличиваться опережающими темпами. Поэтому показатели рентабельности в 2007 году могут оказаться значительно хуже, чем в предыдущие годы.

Вероятность повышения рейтингов в 2007 году невысока

Рост размера просроченной задолженности и ожидания по снижению прибыли банка в 2007 году позволяют нам предположить, что достаточность капитала банка в 2007 г. будет оставаться на относительно невысоком уровне. Поэтому, несмотря на динамичный рост и очевидные успехи банка, мы считаем, что вероятность повышения рейтингов банка в 2007 году относительно невысока.

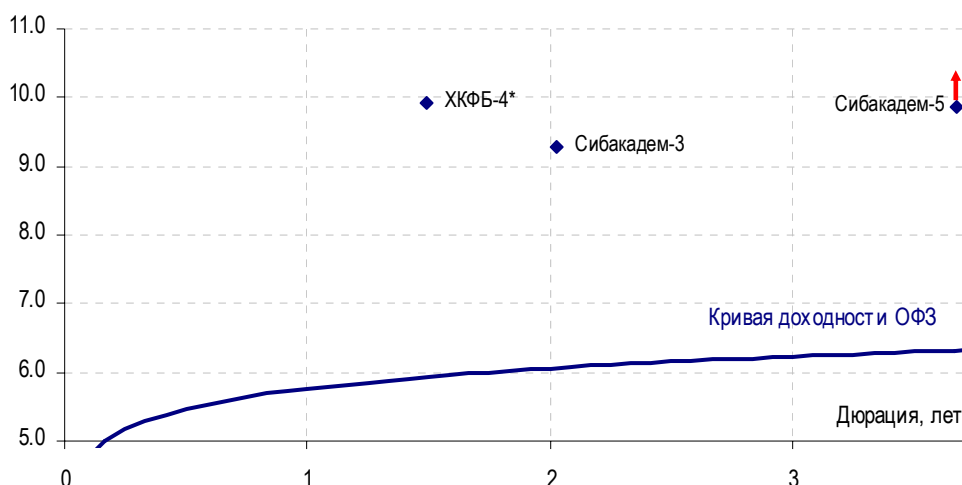
Ожидаем расширения спредов бумаг банка и рекомендуем «фиксировать» прибыль в выпуске Сибакadem-5

Исходя из наших ожиданий по перспективам развития банка в 2007 г. мы считаем, что выпуск Сибакadem-5 существенно «перекуплен». Теоретически, его спред в 355 б.п. вполне соответствует текущему кредитному качеству банка. Однако он не учитывает грядущего предложения новых долгов банка на рынке. Мы ожидаем, что к концу года спред этой бумаги расширится до уровня в 400 б.п. к ОФЗ и рекомендуем фиксировать прибыль по текущим ценовым уровням.

Сибакadem-5 переоценен относительно ХКФБ-4

Выпуск Сибакadem-5 выглядит переоцененным также по сравнению с выпуском ХКФБ-4: при дюрации ХКФБ на 2.2 года короче и более высоких кредитных рейтингах ХКФБ, его бумага предлагает более высокую доходность, чем Сибакadem-5. В связи с этим мы считаем, что выпуск ХКФБ-4 может стать хорошей заменой «перекупленному» Сибакademу-5.

Доходность облигаций на 6 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ОГК-5 и ГидроОГК: изменение рекомендаций

В ходе последней волны продаж в первом эшелоне цены бумаг ГидроОГК и ОГК-5 пострадали больше, чем рынок в целом. В результате эти облигации пришли к нашим ориентирам по спреду к суверенной кривой: 120 б.п. для ГидроОГК и 180 б.п. для ОГК-5. В связи с этим мы пересматриваем наши рекомендации по этим бумагам с «фиксировать прибыль» до «держать». Мы сохраняем позитивную оценку кредитного качества обеих компаний и ожидаем, что в течение 2007 года спреды этих бумаг будут оставаться на текущих уровнях.

ОГК-5: на «базовой кривой» сильнейших тепловых генкомпаний

Текущий спред ОГК-5 составляет около 180 б.п. к ОФЗ. По нашему мнению, по итогам года «базовая кривая» сильнейших ОГК и ТГК сформируется именно на этом уровне. Мы считаем кредитное качество ОГК-5 высоким как по операционным, так и по финансовым характеристикам. Со спредом в 180 б.п. к ОФЗ облигации компании, на наш взгляд, весьма привлекательны для консервативных инвесторов. Текущая цена бумаг ОГК-5 в 99.40-99.50% от номинала представляется нам адекватной.

*Увеличение
инвестпрограммы не
ослабит кредитного
качества*

Мы не разделяем опасений наших коллег относительно негативного влияния увеличения инвестпрограммы компании на ее кредитное качество. Крупные инвестиционные потребности являются общей чертой все отрасли: в рамках новой программы РАО ЕЭС инвестпланы практически всех тепловых генкомпаний были пересмотрены в сторону увеличения, поэтому случай ОГК-5 не является исключением.

*Выход из-под контроля
РАО ЕЭС поддержит
спрос на бумаги компании*

Преимуществом ОГК-5 является ее статус «пионера» в рамках реформирования РАО. Она стала пилотным проектом по проведению IPO и она же первой будет выведена из-под контроля РАО ЕЭС. После продажи пакета РАО, которая запланирована на 2007 года, ни одному из акционеров ОГК-5 не будет принадлежать контрольный пакет акций компании. Поэтому участники рынка смогут учитывать облигации ОГК-5 вне лимитов на РАО ЕЭС, что также поддержит спрос на бумаги компании.

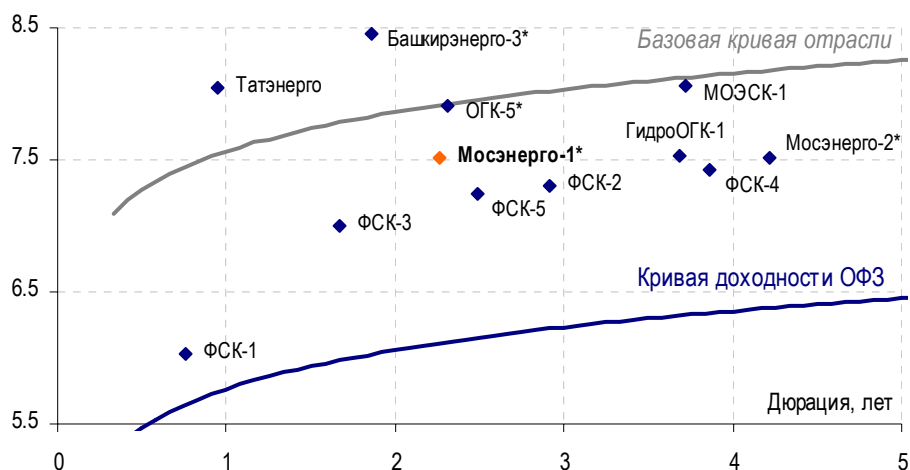
*Премия в 120 б.п. –
справедливый уровень
для ГидроОГК*

В течение нескольких последних дней цены облигаций ГидроОГК снизились на 50 б.п. до уровня 102.50-102.60%, что соответствует спреду в 120 б.п. к ОФЗ и нашей долгосрочной рекомендации от 22.12.2006. Фундаментально кредитное качество ГидроОГК очень высоко: премия в размере 120 б.п. к ОФЗ за «квази-государственный» статус представляется нам вполне адекватной.

*Фактор господдержки
теперь стал
определяющим для
ГидроОГК*

После утверждения Советом Директоров новой схемы разделения активов РАО ЕЭС проблема финансирования инвестиционной программы ГидроОГК в перспективе ближайших лет в целом решена. До того, как все необходимые процедуры будут завершены пройдет еще около 1.5 лет, поэтому ГидроОГК, по нашим прогнозам, будет возвращаться на долговой рынок. Однако в текущей ситуации, когда стало очевидным, что государство готово за счет своих активов в тепловой генерации финансировать инвестпрограмму ГидроОГК, фактор господдержки станет определяющим для кредитного качества компании.

Доходность облигаций на 6 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Мосэнерго-1: лучший спекулятивный потенциал в 1 эшелоне

*Рекомендуем покупать
Мосэнерго-1*

Также мы обращаем внимание на выпуск Мосэнерго-1: он явно недооценен относительно Мосэнерго-2. «Справедливый» спрэд Мосэнерго мы оцениваем в 110-120 б.п., т.к. в 2007 г. компания перейдет под контроль группы Газпром, а средств от допэмиссии должно хватить для финансирования инвестпрограммы текущего года без увеличения долга. Поэтому мы рекомендуем покупать Мосэнерго-1 с ориентиром по цене 100.60-100.80% от номинала (текущая цена: 100.35%).

Хороший краткосрочный ценовой потенциал при высоком кредитном качестве делают выпуск Мосэнерго-1 одной из самых привлекательных спекулятивных возможностей в 1ом эшелоне на сегодняшний день.

Копейка+Уралсиб: надо ждать финансовых результатов

*Официально объявлено о
консолидации 100% в
собственности ФК
Уралсиб*

Вчера ФК Уралсиб и Копейка официально сообщили о том, что процедура выкупа 50% акций компании у ее основателей и менеджеров завершена. Таким образом, Копейка полностью превратилась в private-equity проект Уралсиба. Никаких сюрпризов в этой новости мы не видим, т.к. событие было анонсировано еще в прошлом году.

*Копейка-3 разместилась
слишком дорого, теперь
надо ждать результатов
2007 года*

На недавнем размещении выпуска Копейка-3 доходность сложилась примерно на 20 б.п. ниже, чем наше представление о «справедливом» уровне для бумаг Копейки. Поэтому мы считаем, что рост бумаг компании в 2007 году возможен только в том случае, если Копейка и Уралсиб на деле продемонстрируют способность реализовать заявленную стратегию, направленную на рост рентабельности без существенного увеличения размера долга.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mrasnosnov@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.