

Рублевые корпоративные облигации

13 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ХКФБ: годовые результаты без оптимизма » *стр. 3*
- Новости по ФСК и ГидроОГК » *стр. 4*
- Новые рекомендации: УРСА Банк
- S&P повысило рейтинг УБРиР с «ССС+» до «В-» (Stable)

Индикаторы

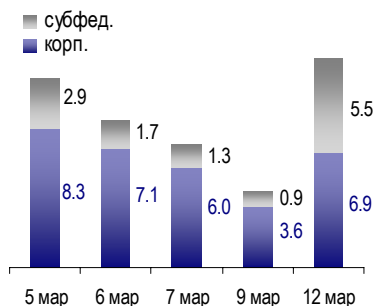
Долларов США за Евро	1.3187	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	26.2191	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 60.12	+ 0.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.67%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	109	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	545.0	+ 12.7
Остатки на д/с, млрд руб.	83.3	- 0.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 13.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 20 марта планируется размещение дебютного выпуска ТГК-1 (4 млрд руб., 7 лет)

Объем торгов на ММВБ

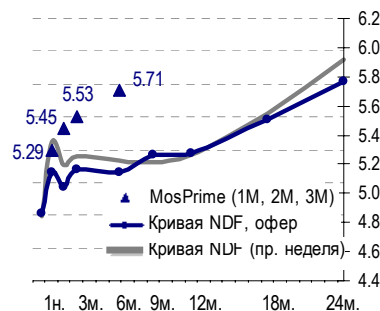


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 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 КИТ Финанс-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Размещение Якутскэнерго-2 (1.2 млрд руб., 2-летняя оферта)
Аукцион ОБР-1 (250 млрд руб., оферта 17 сентября 2007)
Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.10	+ 25	2.6	6.76%
ЛУКОЙЛ-2	101.47	+ 23	2.4	6.75%
Газпром-5	101.20	+ 15	0.6	5.50%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	102.60	+ 40	2.4	7.55%
СибирьТел-6	100.45	+ 20	1.4	*7.67%
ЦентрТел-4	114.10	+ 20	2.2	7.53%

Лидеры падения

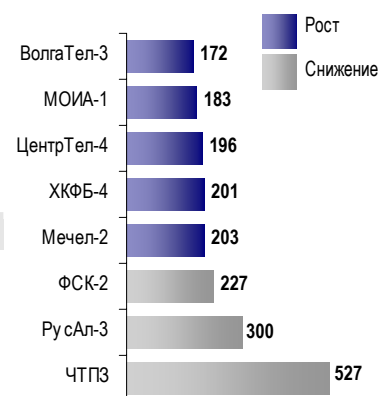
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	102.50	- 10	4.6	7.13%
ОГК-5	99.50	- 5	2.3	*7.86%
ЛУКОЙЛ-4	100.40	- 4	5.3	7.45%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РТК-Лизинг-4	100.58	- 2	0.6	8.02%

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	100.45	7.52	0.92	176	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.70	101.70	7.88	1.19	202	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.10	7.65	1.21	178	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.50	100.35	8.06	0.90	231	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.05	99.45	9.27	2.02	318	350	↑ 30
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.74	1.21	286	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.60	100.30	8.05	3.71	171	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	1.39	274	290-300	↑ 15-25
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.05	99.90-100.30	8.65	2.28	252	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.40	100.75	7.50	2.26	137	120	↓ 15
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.85	9.28	1.43	334	380	↑ 45
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.85	231	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.15	100.65	7.77	2.39	162	140	↓ 20
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.05	8.87	3.44	256	300	↑ 45
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	100.90	100.20-100.40	10.48	1.24	459	505-520	↑ 45-60
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.30	-	9.13	2.02	305	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.90	-	9.75	3.67	342	-	↑

Новые рекомендации: УРСА Банк

Рекомендация по «длинным» выпускам Собакадембанка: «фиксировать прибыль»

В обзоре от 7 марта мы проанализировали финансовые результаты УРСА Банка за 2006 год. Мы ожидаем, что ожидаемое масштабное предложение нового долга в 2007 году должно привести к значительному расширению спредов облигаций банка. Также мы отмечаем значительный рост просрочки по собственному портфелю потребительских кредитов, который будет негативно влиять на финансовые результаты банка в 2007 году. Мы ожидаем расширения спредов облигаций УРСА Банка в 2007 году до уровня около 400 б.п. к ОФЗ. Поэтому мы рекомендуем как минимум не наращивать позиции в этих бумагах.

ХКФБ: годовые результаты без оптимизма

Основной результат 2006 года: продолжающаяся стагнация портфеля

В прошлую среду ХКФБ опубликовал аудированную отчетность по МСФО за 2006 год. Результаты в целом оказались вполне ожидаемыми: уровень просрочки снизился благодаря списаниям и росту портфеля в 4 квартале, по итогам года банк показал относительно небольшую чистую прибыль. В качестве основного момента в опубликованной отчетности мы выделяем продолжающуюся стагнацию кредитного портфеля: по итогам года его прирост составил всего 26% вместо запланированных 50%.

Результаты нейтральны с точки зрения кредитного качества, т.к. поддержка остается очень сильной

С точки зрения кредитного качества ХКФБ опубликованные результаты являются нейтральными: достаточность капитала остается высокой и является достаточно хорошей гарантией исполнения обязательств банка. Поэтому мы считаем, что публикация отчетности не должна привести к переоценке «справедливой» премии облигаций ХКФБ. Однако, по нашему мнению, если в 2007 г. банку так и не удастся добиться более заметного роста активов, то интерес инвесторов к его бумагам может заметно снизиться.

Основные финансовые результаты ХКФБ за 2006 год:

- Розничный кредитный портфель на 31.12.2006: 36.7 млрд руб.;
- Прирост портфеля за год: 26% (50% в 2005 году);
- Доля просроченной задолженности: 14.2% (14.0% на 30.12.2005)

Динамика банка сильно отстает от рынка потребительского кредитования в целом

Замедление роста активов ХКФБ было впервые отмечено во 2ой половине 2005 г., когда банк столкнулся с проблемой резкого роста просроченной задолженности и ужесточил процедуры скоринга и выдачи кредитов. По нашему мнению, такое решение было вполне оправданным: проблема бесконтрольного разрастания просрочки была решена. Однако динамика кредитного портфеля банка в 2006 году представляется достаточно слабой: прирост портфеля составил всего 26%. В то время как потребительское кредитование бурно развивается, темп роста активов банка существенно отстает от рынка, что приводит к потере рыночной доли и не является позитивным событием с точки зрения бизнеса банка.

План по росту портфеля за 2006 год не выполнен

Еще осенью 2006 года руководство ХКФБ подтверждало планы по годовому темпу прироста портфеля на уровне 50%. В итоге банк не выполнил даже этот достаточно скромный план, что выглядит весьма слабым результатом по сравнению с более чем 70% ростом портфеля Русского Стандарта.

Просрочка остается стабильной...

Основной момент, на который инвесторы обращают внимание при анализе отчетности ХКФБ – уровень просрочки. К концу 2006 года в результате роста активов и списания просроченной задолженности с баланса банку удалось снизить уровень просроченной задолженности до 14.2% от портфеля по сравнению с 16.7% по состоянию на 30.09.2006.

... и вполне соответствует «среднерыночным» параметрам

Мы по-прежнему считаем, что уровень просрочки, отражаемый ХКФБ, является вполне адекватным и объективным среднерыночным ориентиром потерь по операциям потребительского кредитования на российском рынке. Отчетность УРСА Банка за 2006 г., в которой просрочка по портфелю потребительских кредитов, выданных банком, составил около 14%, в целом подтверждает это мнение.

Рентабельность остается низкой из-за кредитных потерь и роста расходов на персонал

По итогам года ХКФБ удалось в 2.3 раза увеличить чистую прибыль, однако по сравнению с масштабом бизнеса банка она остается очень небольшой: рентабельность активов составила всего 1.6%, что очень мало по сравнению с высокими ставками на рынке потребительского кредитования. Основной причиной столь невысокой рентабельности, как и прежде, остается высокий уровень кредитных потерь. В 2006 году отношение кредитных потерь к процентным и комиссионным доходам сохранилось на уровне более 50%. Рост расходов на персонал в 2006 году (+62%) значительно опережал увеличение кредитного портфеля, что также негативно сказалось на рентабельности банка.

Чувствительность прибыли к снижению качества активов очень высока

Низкий уровень рентабельности ХКФБ существенно ослабляет финансовую стабильность банка: при уменьшении собираемости кредитов всего на 3% прибыль до налогообложения будет равна нулю. Таким образом, прибыль банка является недостаточно надежным источником защиты от возможных финансовых потерь.

Поддержка PPF остается определяющим фактором кредитного качества...

При слабых финансовых результатах, ключевым фактором кредитного качества ХКФБ остается поддержка со стороны материнской компании и высокая достаточность капитала:

- в 2006 г. акционеры увеличили уставный капитал банка на 706 млн руб.;
- достаточность капитала остается очень высокой: 23.7% на конец года.

... поэтому слабые финансовые результаты не представляют угрозы для кредиторов

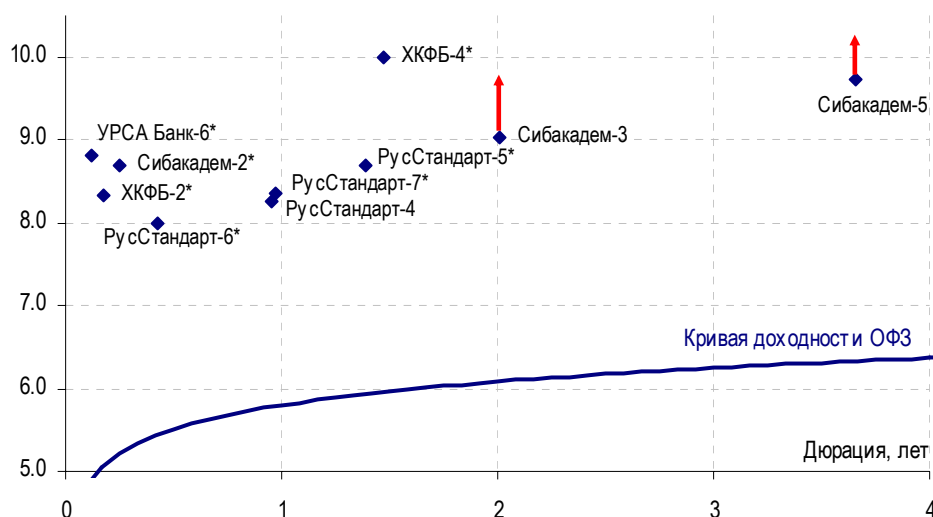
Даже при очень неблагоприятном развитии событий с точки зрения качества активов банка, столь высокий уровень достаточности капитала служит весьма хорошей гарантией исполнения обязательств ХКФБ перед кредиторами. Группа PPF, судя по всему, продолжит оказывать финансовую поддержку банку, т.к. стоимость его бизнеса существенно превышает возможные расходы на рефинансирование обязательств. Таким образом, слабые финансовые результаты, на наш взгляд, не представляют угрозы для кредиторов ХКФБ.

Спрэд в 400 б.п. к ОФЗ представляется нам адекватной оценкой для бумаг ХКФБ

На сегодняшний день длинный выпуск ХКФБ-4 торгуется с доходностью 10.00% к 1.5-годовой оферте (спрэд к ОФЗ: около 400 б.п.), а короткие второй и третий выпуски близки к оферте. По нашему мнению, спрэд в 400 б.п. к ОФЗ достаточно адекватно отражает текущее состояние ХКФБ: с одной стороны, он учитывает слабые финансовые результаты, с другой – содержит в себе дисконт, связанный с фактором поддержки от группы PPF.

В течение последнего времени спрэды между бумагами ХКФБ и Русского Стандарта заметно расширились и составляют около 120-140 б.п. По нашему мнению, такая ситуация вполне объективна. Спрэд ХКФБ к Русскому Стандарту может сузиться в том случае, если ХКФБ в 2007 году будет демонстрировать более сильную операционную динамику.

Доходность облигаций на 12 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Новости по ФСК и ГидроОГК

*ФСК и ГидроОГК могут
получить деньги от
продажи госдоли в
генерации уже в 2006 году*

Сегодня Коммерсант со ссылкой на члена Правления РАО ЕЭС г-на Чикунова пишет о том, что процедура продажи госпакетов в ОГК и ТГК и передача средств от их реализации на финансирование инвестпрограмм ФСК и ГидроОГК может быть запущена уже в 2007 году. Если такое решение будет принято, то это приведет к резкому снижению потребностей обеих компаний в долговом финансировании. Однако мы предполагаем, что в течение ближайших 2-3 лет обе компании все же останутся весьма активными заемщиками.

*Однако все эти события
уже заложены в цены
облигаций компаний*

Если решение об ускоренном финансировании инвестпрограмм ФСК и ГидроОГК за счет государственной доли в теплогенерации действительно принято, то можно будет говорить о практической реализации господдержки в отношении этих компаний. В любом случае, на долговом рынке и ГидроОГК, и ФСК уже де-факто имеют статус «квази-государственных» заемщиков. Поэтому ускоренное решение вопроса об их финансировании не приведет к кардинальному пересмотру отношения к обязательствам этих компаний, а лишь улучшит их финансовые показатели.

По нашему мнению, на сегодняшний день спрэды облигаций ФСК и ГидроОГК вполне соответствуют «справедливым» уровням доходности:

- 100-110 б.п. к ОФЗ для ФСК;
- около 120 б.п. к ОФЗ для ГидроОГК.

*Повышение рейтингов
вряд ли возможно до
конца года*

По нашему мнению, когда вопросы, связанные с получением финансирования за счет активов государства перейдут в практическую плоскость, можно будет ожидать повышения рейтингов обеих компаний. Однако, учитывая инерционность рейтинговых агентств, мы ожидаем, что повышение рейтингов может произойти не ранее конца года. В ближайшее время мы не ожидаем существенных ценовых колебаний в бумагах ФСК и ГидроОГК: участники рынка будут в большей степени сосредоточены на дебютных размещениях электроэнергетических компаний.

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.