

Рублевые корпоративные облигации

5 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Тюменьэнерго: электросети для российской нефти » *стр. 3*
- МСФО Русского Стандарта: повод для повышения рейтинга » *стр. 5*
- IPO ВТБ не повлияет на ликвидность » *стр. 6*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3371	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	26.0061	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.09	- 1.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.56%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	100	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	417.2	- 58.5
Остатки на д/с, млрд руб.	440.2	+ 72.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 150.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

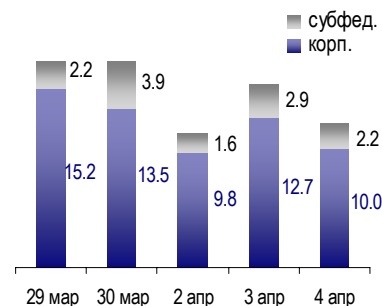
СКОРО

- Размещение выпуска Группа Магnezит-2 (2.5 млрд руб., 2-летняя оферта) планируется 12 апреля

ВЧЕРА

- Размещен выпуск МаирИнвест-3 (2 млрд руб.) под 11.46% годовых к погашению через 2 года
- Размещен Банк Зенит-4 (3 млрд руб.) под 8.29% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

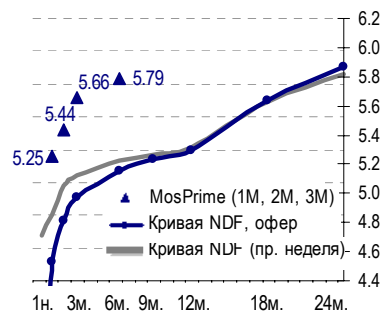


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 5 апр Размещение Тюменьэнерго-2 (2.7 млрд руб., оферта через 3 года)
Размещение Холидей Финанс-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Размещение Русские масла-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Размещение АПК Аркада-3 (1.2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
- 10 апр Размещение РМК-Финанс-1 (3 млрд руб., 3 года)
- 12 апр Размещение Группа Магnezит-2 (2.5 млрд руб., оферта через 2 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	103.20	+ 19	3.6	7.34%
АИЖК-8	101.56	+ 16	5.0	*7.52%
АИЖК-7	101.60	+ 15	5.6	7.61%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-2	103.55	+ 75	2.7	*7.67%
Мечел-2	102.55	+ 65	2.8	*7.62%
Дальсвязь-3	102.00	+ 33	1.4	7.29%

Лидеры падения

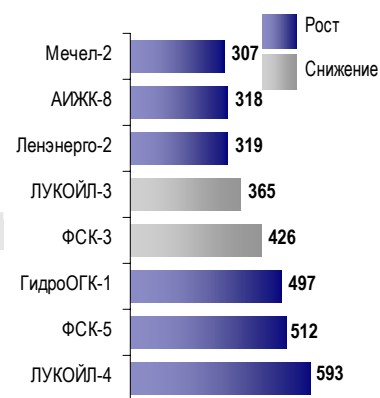
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.20	- 5	2.6	6.69%
РЖД-5	100.05	- 5	1.7	6.74%
ЛУКОЙЛ-3	100.07	- 2	4.0	7.20%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.50	- 15	2.3	7.77%
ЦентрТел-4	113.82	- 11	2.1	7.50%
ЮТК-4	103.55	- 10	1.5	7.88%

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	100.10	100.05	7.68	1.87	176	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.60	7.47	0.86	190	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.70	101.80	7.81	1.13	211	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.20	7.59	1.14	189	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.45	7.95	0.84	239	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.75	9.24	1.96	330	350	↑ 20
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.70	1.15	300	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.95	100.60	7.94	3.80	171	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.75-99.90	8.71	1.38	292	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.50	100.15-100.55	8.43	2.21	244	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.90	101.00	7.26	2.28	125	120	↓ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.50	-	8.27	1.83	236	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.25	100.95	7.73	2.33	171	140	↓ 30
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.25	99.40	8.91	3.38	273	300	↑ 25
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.15	100.20-100.40	10.27	1.18	456	525-545	↑ 70-85
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.40	-	9.06	1.95	312	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.15	-	9.68	3.61	347	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.75	109.55	8.36	2.62	229	200	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.60	104.10	8.31	3.14	216	200	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.30-103.65	8.21	1.85	230	220-240	↑

Тюменьэнерго: электросети для российской нефти

*«Справедливый» спрэд:
180-200 б.п.;
Ориентир организаторов
очень привлекателен*

Сегодня состоится размещение второго выпуска облигаций Тюменьэнерго (2.7 млрд руб., oferta через 3 года). Мы позитивно оцениваем кредитное качество компании на основании крайне низкого уровня долговой нагрузки и очень привлекательного географического положения. Ориентир организаторов составляет 8.40-8.60% YTP, что соответствует спрэду в 230-250 б.п. к ОФЗ. По нашему мнению, спрос на сильное кредитное качество компании может быть очень высоким, в результате чего доходность на аукционе может оказаться несколько ниже этого ориентира. Наша оценка «справедливого» спрэда Тюменьэнерго: 180-200 б.п. к кривой ОФЗ.

Тюменьэнерго – распределительная сетевая компания, является 100% «дочкой» РАО ЕЭС, поэтому в ходе окончательного разделения активов РАО государство останется контролирующим акционером компании. Такую структуру собственников можно рассматривать как фактор дополнительного комфорта для кредиторов. Однако в случае Тюменьэнерго ключевыми характеристиками кредитного качества все же являются высокие операционные показатели и системная значимость компании.

*Основной потребитель
Тюменьэнерго —
нефтегазовая отрасль*

Основные операционные и финансовые характеристики Тюменьэнерго определяются характером региона присутствия: Тюменская обл. – 3й по площади и крупнейший по добыче нефти регион России. При этом население региона относительно невелико и сосредоточено в нескольких крупных городах и вблизи добывающих предприятий. Соответственно, основными потребителями электроэнергии в регионе являются нефтегазовые компании. В целом на промышленных потребителей приходится около 75% отпуска из сетей Тюменьэнерго, в то время как в регионах европейской части России этот показатель составляет 40-50%.

Структура потребителей задает основные характеристики сетей Тюменьэнерго:

- сеть компании состоит в основном из протяженных высоковольтных линий (110 и 35 кВ), на низковольтные линии приходится всего 3% от всех сетей компании;
- большая часть отпуска промышленным потребителям осуществляется из высоковольтных сетей, минуя понижающие преобразования.

*Уровень потерь в сетях –
минимальный...*

При такой структуре уровень потерь в сетях компании является минимальным: всего 3.1% от суммарного отпуска из сети (для сравнения: потери в сетях МОЭСК составляют около 9%, Ленэнерго – 14%). Соответственно, компании не приходится нести издержки по компенсации сверхнормативных потерь, которые увеличивают себестоимость.

*... но и тарифы на отпуск
существенно ниже*

С другой стороны тариф на отпуск энергии из высоковольтных сетей существенно ниже, чем из сетей низкого напряжения. Поэтому, несмотря на более высокие объемы отпуска энергии по сравнению с МОЭСК, выручка компаний находится на сопоставимом уровне.

Основные финансовые показатели Тюменьэнерго за 2006 год:

- Выручка: 24.2 млрд руб.;
- EBITDA: 4.0 млрд руб., маржа EBITDA: 16.5%;
- Долг: 0.2 млрд руб., Долг/EBITDA: 0.05x.

*Финансирование
инвестиций в основном
за счет собственных
источников*

До текущего момента Тюменьэнерго финансировало свои инвестиционные потребности за счет собственных источников, без привлечения долга, поэтому текущий уровень долговой нагрузки близок к нулю. Инвестиционные планы компании на 2007-2010 года также весьма скромны (около 7 млрд руб. в год), поэтому основную часть инвестиций компания, судя по всему продолжит финансировать за счет операционных потоков.

Долговая нагрузка будет ниже, чем у МОЭСК и Ленэнерго

Потребности Тюменьэнерго в инвестициях существенно ниже, чем у МОЭСК и Ленэнерго. Поэтому уровень долговой нагрузки компании в ближайшие годы будет существенно ниже, чем у других распределительных сетевых операторов и в целом у компаний электроэнергетической отрасли.

Рентабельность Тюменьэнерго заметно ниже по сравнению с показателями МОЭСК (около 25% EBITDA Margin). Мы склонны объяснять такое различие именно разрывом в тарифах на отпуск из высоковольтных и низковольтных сетей.

При необходимости нефтяники могут помочь Тюменьэнерго с инвестиционными ресурсами

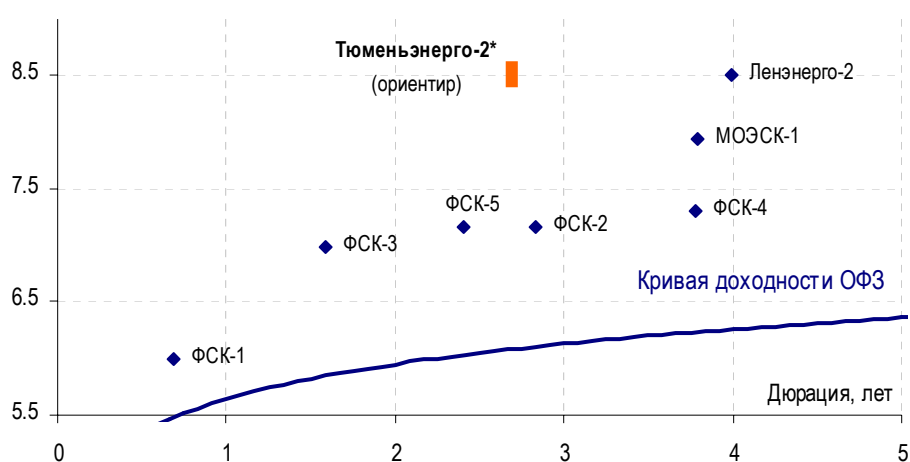
Помимо сильных финансовых показателей, кредитное качество Тюменьэнерго во многом определяется высокой значимостью компании для крупнейшего нефтедобывающего региона России. Добыча на месторождениях всех крупнейших нефтяных компаний обеспечивается энергией именно из сетей Тюменьэнерго. Поэтому мы предполагаем, что в случае появления потребностей в расширении электросетей региона, значительная часть инвестиций может быть профинансирована за счет ресурсов нефтяников.

Кредитное качество не уступает МОЭСК, спрэд: 180-200 б.п. к ОФЗ

По нашему мнению, кредитное качество Тюменьэнерго не уступает МОЭСК: менее высокая рентабельность компании компенсируется существенно более низкой долговой нагрузкой. При этом политическая и экономическая значимость Тюменьэнерго, на наш взгляд, также вряд ли может быть оценена ниже, чем МОЭСК и Ленэнерго. Поэтому мы считаем, что «справедливый» спрэд Тюменьэнерго должен совпадать с МОЭСК и составлять 180-200 б.п.

Исходя из этой оценки, ориентир организаторов (спрэд: 230-250 б.п.) выглядит вполне привлекательным. Небольшая премия к «справедливому» уровню доходности, на наш взгляд, может быть объяснена растущим предложением долга «дочек» РАО.

Доходность облигаций на 4 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

МСФО Русского Стандарта: повод для повышения рейтинга

Очень сильные результаты со всех точек зрения

Недавно Русский Стандарт опубликовал отчетность по МСФО за 2006 год. Главный результат: динамичный рост портфеля банка продолжился, а рентабельность осталась на очень высоком уровне. В 2006 г. объем кредитных потерь несколько увеличился, однако он остается несопоставимо меньшим по сравнению с другими игроками этого рынка. Особой оценки заслуживает рост достаточности капитала, который может стать причиной повышения рейтингов банка уже в ближайшие месяцы.

Основные результаты БРС за 2006 год:

- кредитный портфель до вычета резервов вырос на 72% и достиг 181.6 млрд руб.;
- чистая прибыль составила 14.5 млрд руб. (рост в 2.5 раза);
- собственный капитал вырос на 108% и достиг 25.2 млрд руб.

*Главное достижение
банка: продолжающийся
динамичный рост
портфеля...*

Основным позитивным аспектом финансового профиля БРС остается динамичный рост. Являясь самым крупным игроком на рынке потребительского кредитования, банк продолжает наращивать портфель рекордными темпами, уверенно опережая всех конкурентов. И хотя масштаб деятельности не оказывает пропорционального влияния на кредитное качество банка, столь заметные успехи существенно повышают стоимость бизнеса БРС. По нашему мнению, именно динамичный рост и лидирующие позиции являются одним из ключевых факторов поддержки интереса инвесторов к банку.

*... при сохраняющейся
высокой рентабельности
бизнеса*

Не менее важное по значимости достижение: дальнейший рост рентабельности бизнеса банка. Совокупная доходность портфеля (с учетом комиссионных доходов) выросла до 45.1% по сравнению с 34.5% в 2005 году. Такая динамика, судя по всему, связана с дальнейшим ростом доли кредитных карт в портфеле до 55% (с 48% на конец 2006 года). Несмотря на рост операционных расходов, рентабельность активов (по чистой прибыли) выросла с 7.6% до 9.5%. В результате опережающего роста прибыли по сравнению с активами, достаточность капитала банка также существенно увеличилась.

Структура фондирования портфеля БРС изначально подразумевала значительный перевес в сторону долгового рынка, и выпущенные облигации продолжают доминировать в обязательствах банка. За 2006 год совокупное предложение новых выпусков БРС (рублевых и валютных) достигло 57 млрд руб. Общий объем облигаций банка в обращении достиг 106.8 млрд руб. (+78% к 2005 году). Несмотря на столь существенный рост рыночного долга, банку удается сохранять относительно устойчивую структуру баланса: доля долговых инструментов в обязательствах банка остается в пределах 60-65%.

*Кредитные потери
несколько увеличились,
но остаются более
низкими по сравнению с
другими игроками*

В 2006 г. кредитные потери банка несколько увеличились: объем списания просроченных кредитов вырос в 5 раз и составил 11.4 млрд руб., а отношение провизий к размеру портфеля достигло 9.9% по сравнению с 6.5% годом ранее. В любом случае, уровень потерь банка остается существенно более низким по сравнению с показателями ХКФБ, УРСА Банка и других активных участников рынка. Текущая рентабельность БРС создает очень высокий «запас прочности» на случай возможного разрастания просрочки в будущем.

*Рост достаточности
капитала может стать
поводом для повышения
рейтинга от S&P*

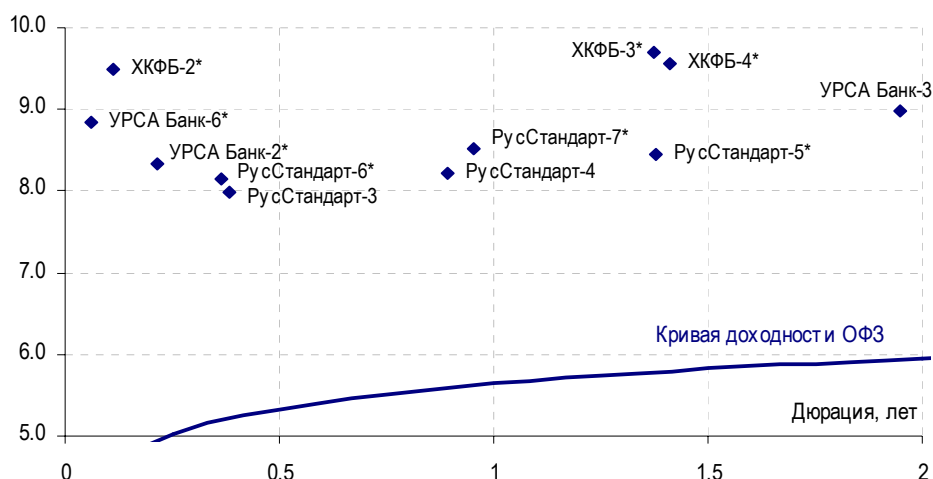
По нашему мнению, рост рентабельности и достаточности капитала в 2006 г. открывают возможность для повышения рейтинга БРС от S&P (текущий уровень: В+/Позитивный) на одну ступень по факту публикации годовых результатов. Основными сдерживающими факторами рейтинга S&P называет возможное снижение достаточности капитала из-за ухудшения качества активов. Результаты 2006 г., на наш взгляд, вполне убедительно свидетельствуют об отсутствии таких тенденций.

*Регуляторные риски
растут, но они, по
нашему мнению,
некритичны для бизнеса
БРС*

Растущее давление регулирующих органов с целью повысить прозрачность ценообразования в потребительском кредитовании мы не считаем критичным для бизнеса БРС. Целевая аудитория банка в общей массе продолжает ориентироваться на график ежемесячных платежей, а потенциальным заемщикам, которых заинтересует эффективная ставка, в любом случае придется выбирать из предложений нескольких конкурирующих банков. Первые кредитные предложения с достаточно высокой ставкой «all-in» уже появляются. Опыт БРС в области маркетинга банковских услуг дает основания полагать, что банк не утратит конкурентных преимуществ и в новых условиях.

В настоящий момент Русский Стандарт является, бесспорно, сильнейшим игроком на рынке потребительского кредитования как по бизнес-позициям, так и с точки зрения кредитного качества. «Справедливый» кредитный спред рублевых облигаций банка мы оцениваем в 250 б.п. к ОФЗ. Однако постоянное предложение долга вынуждает банк давать премию к этому уровню в 20-50 б.п. Текущие доходности бумаг БРС соответствуют этой оценке. С учетом ожиданий по повышению рейтинга наиболее привлекательно выглядят 5ый и 7ой выпуски.

Доходность облигаций на 4 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ИРО ВТБ не повлияет на ликвидность

На днях ВТБ опубликовал эмиссионные документы к грядущему IPO. Главной новостью для рублевого долгового рынка является тот факт, что IPO ВТБ в отличие от допэмиссии Сбербанка не должно существенно повлиять на ликвидность банковской системы.

В марте денежный и долговой рынок находились под влиянием «фактора Сбербанка»:

- сначала значительные продажи валюты нерезидентами для участия в IPO банка вели к увеличению денежного предложения;
- в середине месяца после того, как средства начали блокироваться на накопительном счете в ЦБ, рынок ощутил явный дефицит денежного предложения, в результате чего ставки находились на достаточно высоком уровне.

SPO Сбербанка привело к значительным колебаниям ликвидности в марте-апреле

Несмотря на то, что значительная часть спроса на акции Сбербанка была сформирована за счет заявок иностранных инвесторов, правила приобретения акций Сбера не подразумевали возможности оплаты в иностранной валюте. В результате имел место значительный приток валюты, которая была конвертирована в рубли и заметно увеличила денежное предложение. В последствии значительная часть этих средств была абсорбирована за счет размещения выпуска ОБР-1. Таким образом, процедура допэмиссии Сбербанка стала причиной существенных колебаний ликвидности внутри месяца.

ИРО ВТБ не должно вызвать таких событий из-за принятия новых правил и возможности оплаты акций в валюте

Логично было бы предположить, что и допэмиссия ВТБ вызовет аналогичные колебания, однако принятые в марте изменения порядка выпуска банковских акций и эмиссионные документы ВТБ свидетельствуют об обратном:

- во-первых: ЦБ принял нормативный документ, который позволяет не блокировать средства на накопительном счете до регистрации отчета об итогах выпуска акций. ВТБ воспользуется этой возможностью, и вместо накопительного счета будет использовать обычный корсчет в ЦБ;
- во-вторых: оплата допэмиссии ВТБ возможна как в рублях, так и в долларах, соответственно у инвесторов-нерезидентов не будет возникать необходимости конвертировать значительные объемы валюты.

Таким образом, IPO ВТБ не должно оказать существенного влияния на рублевую ликвидность: в отличие от ситуации со Сбербанком, процедура допэмиссии не предполагает существенных колебаний рублевого предложения в связи с этой сделкой.

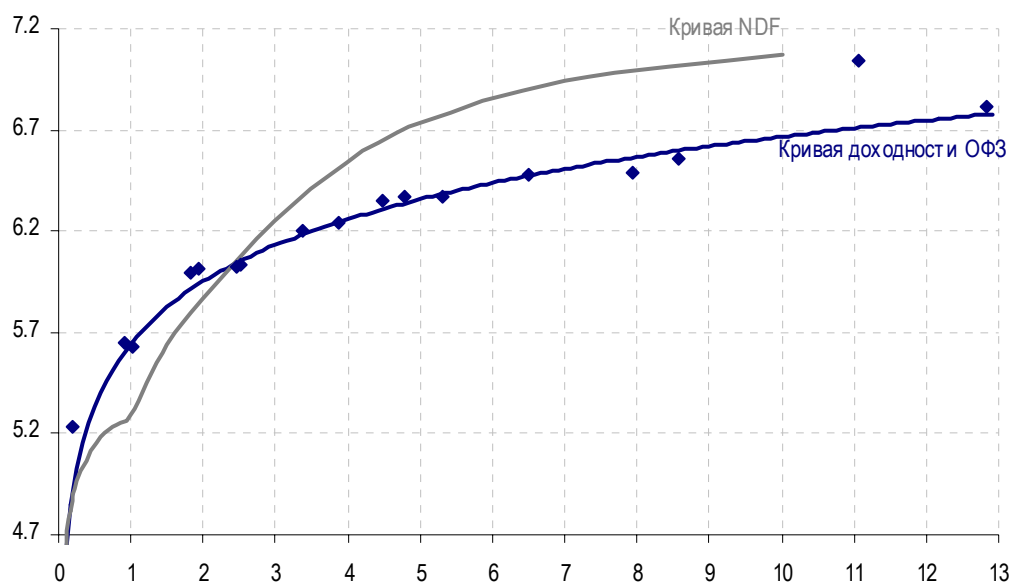
**Аукционы по ЮКОСу
могут вызвать
значительный отток
ликвидности**

Однако мы не ожидаем стабилизации рублевой ликвидности в течение ближайших недель: текущее высокое денежное предложение может, по нашему мнению, быть существенно уменьшено за счет удовлетворения требований кредиторов ЮКОСа. Вчера конкурсный управляющий г-н Ребгун сообщил о том, что планирует начать выплаты кредиторам компании еще до завершения всех аукционов по продаже имущества компании.

**Ожидаем скорого оттока
рублей на счета ФНС в
течение ближайших
недель**

В случае, если требования ФНС будут удовлетворяться в приоритетном порядке, то все 250 млрд, вырученных от продажи первых двух лотов уйдут на счета ФНС и уменьшат рублевое предложение. Даже если кредиторы будут получать средства пропорционально размеру требований, ФНС течение ближайших 1-2 недель должны поступить 150-160 млрд руб. Таким образом, мы ожидаем существенного оттока рублей из банковской системы в течение скорого времени.

Доходность облигаций на 4 апреля



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	mrasnosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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	npekшева@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

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	npatrahin@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) 225 9114

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.