

Рублевые корпоративные облигации

31 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Альянс Финанс: теперь без Петрокоммерца » стр. 2
- Макси-Групп: 14%-й купон на следующие полгода » стр. 3

Индикаторы

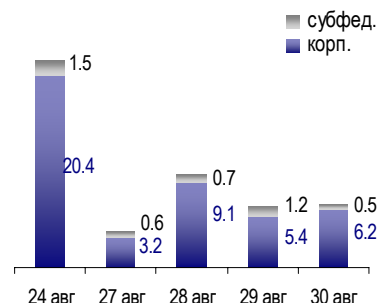
Долларов США за Евро	1.3636	- 0.3 %
Рублей за доллар США	25.6509	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.22	+ 2.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.62%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.95%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	143	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	426.0	+ 3.6
Остатки на д/с, млрд руб.	350.1	+ 1.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 32.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Розничная сеть Матрица планирует второй выпуск объемом 2 млрд руб.

Объем торгов на ММВБ

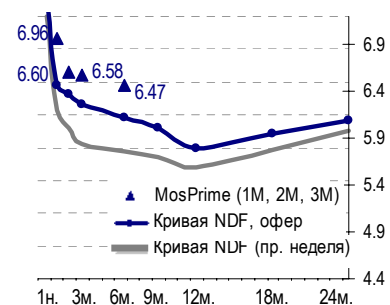


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (17 млрд руб., дюрация 8.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (22 млрд руб., дюрация 12.8 года)
17 сен	Уплата ½ суммы акцизов
	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
	Аукцион ОБР-3 (250 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	103.00	+ 80	3.3	7.32%
Газпром-4	103.64	+ 54	2.3	6.70%
Газпром-6	100.50	+ 50	1.8	6.78%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-3	98.98	+ 58	1.0	*10.90%
Магнит-2	99.50	+ 50	3.8	8.50%
Зенит-4	99.60	+ 40	0.6	*9.00%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	100.70	- 20	2.0	7.02%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Балтика-1	100.15	- 50	0.2	8.13%

Лидеры по оборотам

Облигация	Обороты (млн руб.)	Тренд
ЛУКОЙЛ-2	162	Рост
ТГК-1	197	Снижение
Тюменьэнерго-2	215	
Кокс-2	219	
ЛУКОЙЛ-4	329	
АИЖК-7	362	
Х5-1	378	
Никосхим-2	562	

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте



**Raiffeisen
BANK**

Альянс Финанс: теперь без Петрокоммерца

Пресса сообщает об окончательной отмене сделки SAFC по покупке Петрокоммерца

Сегодня Коммерсант сообщает об истечении срока оплаты сделки по покупке казахским холдингом Сеймар Альянс (SAFC) банка Петрокоммерц. С нашей точки зрения, отмена сделки – благоприятный фактор для кредитного профиля Петрокоммерца, поскольку у его акционеров есть возможность возобновить поиск других стратегических инвесторов. Мы считаем, что при сегодняшних уровнях доходностей облигации Петрокоммерца могут представлять интерес для покупки, в то время как рублевый выпуск Альянс Финанс после активизации вторичных торгов имеет потенциал для расширения спредов.

На покупку банка есть и другие претенденты

Президент ЛУКойла вчера заявил, что на покупку Петрокоммерца есть несколько претендентов, однако опроверг информацию о переговорах с группой Unicredit. У нас сложилось впечатление, что SAFC не рассматривается в качестве наиболее вероятного покупателя. Более того, по сведениям Коммерсанта, в начале следующей недели стороны объявят о расторжении сделки «из-за невыполнения одним из контрагентов ее условий». Вероятнее всего, речь идет о нарушении срока оплаты, истекающего 1 сентября.

Препятствия для сделки, возможно, есть с обеих сторон

Мы полагаем, что основной причиной отказа SAFC от покупки Петрокоммерца могла стать достаточно сложная ситуация с доступом казахских банков к рефинансированию на международном рынке. В то же время, ЛУКойл как один из крупнейших клиентов Петрокоммерца вряд ли заинтересован в фондировании деятельности Альянс Банка, активного игрока рынка потребительского кредитования в Казахстане.

Финансовые результаты Альянс Банка за 1-е полугодие: в целом позитивны...

На этой неделе Альянс Банк опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1 полугодие 2007 г. Банк демонстрирует очень высокую рентабельность при удовлетворительном качестве активов. Доля долговых инструментов в обязательствах – около 42% с учетом синдицированных кредитов. На наш взгляд, этот уровень вполне приемлем. Однако в период волатильности долговых рынков формирование дополнительной «подушки» денежных средств предпочтительнее их расходования на M&A, даже если приобретаемый банк в перспективе может рассматриваться в качестве поставщика ликвидности. Поэтому возможное решение SAFC отказаться от покупки Петрокоммерца выглядело бы вполне логичным.

Финансовые результаты Альянс Банка за 1 п/г 2007 г.:

- Совокупные активы: \$10.9 млрд (+45% к 2006 г.)
- Розничные кредиты: \$3.3 млрд (+54%), доля в кредитном портфеле – 50%
- ROAE: 36.2%, ROAA: 3.5% (по итогам 2006 г. – 25.9% и 2.2% соответственно)
- Чистая процентная маржа: 8.2% (7.1% на конец 2006 г.)
- Доля просроченных кредитов: 2.1% (1.2%)
- Достаточность капитала по Базелю: 18.3% (15.6%)

... но агрессивная экспансия может привести к снижению качества активов

Альянс Банк классифицирует как просроченные розничные кредиты, платежи по которым задержаны более чем на 120 дней (по остальным видам кредитов – более 90 дней). Такой подход нельзя назвать консервативным, учитывая относительно короткий срок с начала массовой выдачи банком «экспресс-кредитов». Опыт других банков, уже завершивших период экспансии в розничном кредитовании, показывает, что качество портфеля может довольно быстро и существенно ухудшаться.

Бумаги Петрокоммерца и других банков выглядят привлекательнее рублевого выпуска Альянса

Мы полагаем, что нестабильная ситуация на долговых рынках и агрессивный рост розничного портфеля будут ограничивать потенциал для повышения кредитных рейтингов Альянс Банка. Рублевый выпуск Альянс Финанс, средства от которого планировалось направить на финансирование кредитного портфеля Альянс Банка, был размещен с доходностью 8.93 УТР, дюрация около 3 лет. Облигации уже вышли на вторичные торги, однако сделок по ним почти нет. Мы считаем, что целый ряд выпусков российских банков (в т.ч. Петрокоммерц-2, доходность которого за последние дни превысила 9% при дюрации менее 2 лет) будут выглядеть значительно привлекательнее бумаг Альянс Финанса.

Макси-Групп: 14%-й купон на следующие полгода

Макси-Групп повысила ставку купона и выставила полугодовую оферту

В среду Макси-Групп объявила о решении выставить дополнительную полугодовую оферту по дебютному выпуску облигаций и установить на очередной купонный период ставку купона в размере 14%. Мы полагаем, что повышение ставки купона является своеобразной платой за агрессивность долговой политики компании. Кроме того, сокращение дюраций бумаг может свидетельствовать об ограниченности доступа Макси-Групп к рефинансированию за счет банковских кредитов.

Вероятно, компания стремится избежать выкупа бумаг по сентябрьской оферте

Напомним, что ставка купона при размещении облигаций Макси-Групп составила 11.25%. Первоначально условиями выпуска была предусмотрена только 1.5-годовая оферта, исполнение которой приходится на первую декаду сентября 2007 г. В условиях снижения ликвидности на российском рынке спрос на бумаги 3-го эшелона резко сократился, и несколько эмитентов были вынуждены выкупить по офертам существенную долю бумаг. Вероятно, за счет повышения купона до 14% Макси-Групп удастся убедить инвесторов не предъявлять бумаги к оферте. Однако проблема агрессивной долговой нагрузки, скорее всего, останется актуальной и через полгода.

Ключевая проблема – растущая долговая нагрузка

Промежуточные результаты основного производственного актива Макси-Групп – Нижнесергинского метизно-металлургического завода – показывали, что долг компании продолжает расти. Несмотря на позитивную динамику по выручке и рентабельности, фактор долговой нагрузки стал ключевым для оценки кредитного риска Макси-Групп.

Очередной инвестиционный проект стоит \$365 млн

Тем не менее, в начале августа компания объявила о новом крупном инвестиционном проекте – строительстве в Свердловской области электросталеплавильного комплекса стоимостью \$365 млн. Никаких сведений об источниках финансирования этого проекта так и не появилось, поэтому у держателей облигаций не было возможности оценить, до какого уровня компания собирается наращивать долг.

Долговая политика Макси-Групп остается непрозрачной

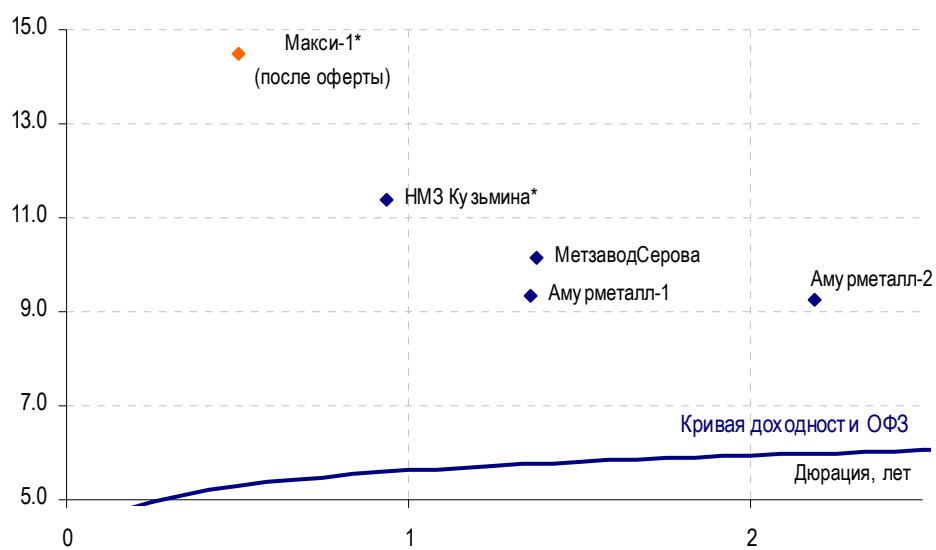
Мы сохраняем прогноз по долговой нагрузке Макси-Групп по итогам 2007 года: 5.5-6.0х Долг/EBITDA. Этот уровень представляется очень агрессивным для металлургического бизнеса. Планы по развитию компании, озвученные около года назад основным акционером г-ном Максимовым, в принципе не подразумевают снижения долговой нагрузки: группа собирается создать сеть мини-заводов общей мощностью порядка 10 млн тонн стали в год при стоимости проекта в несколько миллиардов долларов.

Бумаги интересуют только агрессивных инвесторов

Мы рассматриваем кредитный риск Макси-Групп как риск инвестиционного проекта, который демонстрирует высокую рентабельность, но еще долгое время будет нуждаться в заемных средствах. Облигации Макси-Групп могут представлять интерес для инвесторов с высоким аппетитом к риску, в рамках стратегии покупки до следующей оферты.

Однако мы напоминаем, что 14.5% УТР – далеко не предел для доходности бумаг компании. Еще в марте 2007 года выпуск торговался с доходностью около 18% к сентябрьской оферте. Мы полагаем, что новая ставка купона может являться индикатором достаточно серьезных проблем компании с рефинансированием. В такой ситуации предъявление облигаций к оферте представляется наилучшим вариантом для большинства держателей бумаг.

Доходность облигаций на 30 августа



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

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@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
Александр Глебов	aglebov@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) 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.