

Рублевые корпоративные облигации

21 декабря 2006 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ГАЗЭКС: привилегии монопольного бизнеса » *стр. 3*
- Уфимские моторы: к полету готовы » *стр. 4*
- Патэрсон: комментарий к размещению » *стр. 6*

Индикаторы

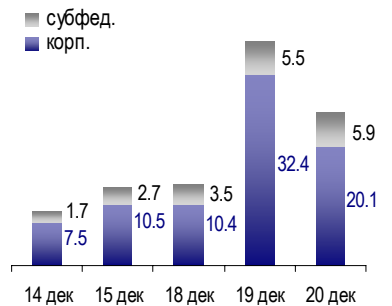
Долларов США за Евро	1.3176	- 0.1 %
Рублей за доллар США	26.2731	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 62.40	+ 0.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.70%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.60%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	477.4	- 23.9
Остатки на д/с, млрд руб.	84.3	- 2.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 26.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Газпромбанк провел открытое размещение облигаций ГПБ Ипотека (3 млрд руб.) по цене 102.18% от номинала
- Размещен выпуск Нэфис Косметикс-2 (1 млрд руб.) под 10.46% годовых к 1.5-годовой оферте
- Ставка купона при размещении Вагонмаш-2 (1 млрд руб.) определена в размере 11%, что соответствует доходности 11.30% к оферте через 1.5 года

Объем торгов на ММВБ

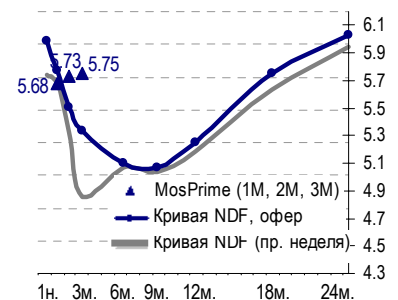


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 21 дек
- Размещение дебютного выпуска ГАЗЭКС-Финанс (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
 - Размещение дебютного выпуска УМПО (4 млрд руб., оферта через 1.5 года)
 - Размещение Патэрсон-Инвест-1 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
 - Размещение Марийский НПЗ-2 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
 - Размещение Пеноплэкс Финанс-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- 22 дек
- Размещение Еврокоммерц-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
 - Размещение Зерновая компания "Настюша"-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	99.75	+ 11	5.9	7.94%
Газпромбанк	99.38	+ 8	3.5	7.41%
РЖД-7	102.80	+ 6	4.8	7.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	114.50	+ 25	2.3	7.83%
Карусель-1	99.55	+ 15	1.6	*10.27%
Копейка-2	99.20	+ 10	2.0	*9.43%

Лидеры падения

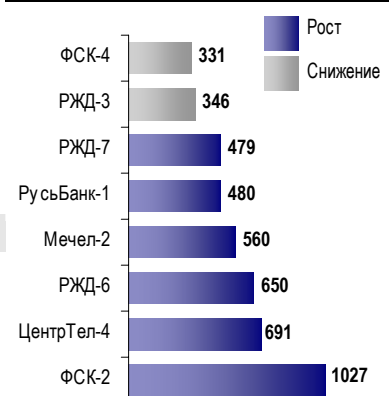
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	100.35	- 30	4.1	7.34%
ОГК-5	99.52	- 18	2.5	*7.84%
РСХБ-2	101.73	- 12	3.6	7.57%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	99.50	- 28	2.4	8.89%
Русснефть	99.20	- 15	1.8	*9.94%
УРСИ-4	102.15	- 15	0.8	7.50%

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	100.80	-	7.04	0.27	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.41	100.35	7.70	1.11	174	180	↔
ОМК	30/11	Покупать	101.65	101.80	8.15	1.41	211	200	↓ 10
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.25	7.99	1.37	197	200	↔
ГидроОГК: сужение спреда до 100-120 в долгосрочной перспективе									
ГидроОГК-1	15/09	Держать	103.30	102.65-103.40	7.36	3.76	103	100-120	↔
Аптеки 36.6: «фиксировать прибыль» в связи с ростом долговой нагрузки									
Аптеки 36.6-1	01/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.50	10.57	1.40	454	470	↑ 15
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	100.05	100.20	8.60	1.09	265	250	↓ 15
Белон: «фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.45-99.85	9.21	2.25	303	320-340	↑ 15-35
ЮТК: привлекательны как самые доходные среди МРК Связынвеста									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.10	-	8.28	0.78	242	-	↔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.25	-	8.40	1.77	229	-	↔
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.36	103.85-104.05	8.00	2.06	185	200-210	↑ 15-25
САНОС: «фиксировать прибыль» в связи с недостаточной премией к выпуску СИБУРа									
СаНОС-2	20/12	Держать	105.15	104.90-105.15	8.13	2.57	191	190-200	↔
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.93	1.37	291	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.62	100.00-100.20	8.04	3.9	169	180	↑ 10

ГАЗЭКС: привилегии монопольного бизнеса

**Основные факторы:
монопольный бизнес,
поддержка Ренова,
хорошие финансовые
результаты**

Сегодня состоится размещение облигаций ГАЗЭКС-Финанс (1 млрд руб., оферта через 1.5 года), которое станет дебютом холдинга Газэкс на долговом рынке. Мы позитивно оцениваем кредитное качество компании на основании ее монопольного положения на рынке распределения газа в регионах Урала и низкой долговой нагрузки. На наш взгляд, немаловажную роль для кредиторов Газэкса также играет тот факт, что компания входит в КЭС-Холдинг и группу Ренова, что можно рассматривать в качестве источника существенной финансовой поддержки.

**Ставка купона:
10.30-10.50%,
Спрэд: 450-470 б.п. к ОФЗ**

В качестве организатора займа Райффайзенбанк оценивает «справедливый» спрэд выпуска облигаций ГАЗЭКС-Финанс на уровне 450-470 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности в 10.60-10.80% к оферте и ставке купона в 10.30-10.50%.

Холдинг Газэкс является проектом КЭС-Холдинга, одного из крупнейших инвесторов в сфере электроэнергетики и ЖКХ, в области газораспределения. Конечными акционерами КЭС-Холдинга являются группа Ренова и президент холдинга г-н Слободин. Газэкс владеет газораспределительными сетевыми активами в ряде регионов Урала и Сибири (Новосибирская, Челябинская, Читинская, Иркутская и Свердловская области).

**Распределение газа –
монопольный бизнес**

Распределение газа (основной бизнес для Газэкса) является монопольным видом деятельности, который во многом схож с электросетевым бизнесом по экономическим предпосылкам и принципам госрегулирования. Помимо этого направления бизнеса Газэкс также занимается производством и продажей сжиженного газа и оказывает строительные и сервисные услуги в области газовой инфраструктуры. *Подробнее см. наш специальный обзор «ГАЗЭКС: Ренова в секторе газа» от 11 декабря.*

Деятельность КЭС-Холдинга в настоящий момент направлена на активную консолидацию активов. Поэтому Газэкс в ближайшее время намерен активно приобретать газораспределительные активы, в первую очередь – в своих основных регионах присутствия: на Урале и в Сибири.

Финансовые результаты ГАЗЭКСа по РСБУ, млн руб.

	2005	9мес.2006
Выручка, млн руб.	3 518	3 414
ЕБИТДА, млн руб.	310	376
Рентабельность по ЕБИТДА	8,8%	11,0%
Долг/ЕБИТДА	1,3 х	1,1 х
Чистая прибыль, млн руб.	276	112
Чистая рентабельность	7,8%	3,3%
Активы	4 327	4 908

**Стабильное финансовое
положение: долговая
нагрузка 1.1х, высокая
рентабельность**

Текущее финансовое состояние компании оценивается как вполне стабильное: компания демонстрирует динамичный рост выручки и рентабельности, а долговая нагрузка находится на вполне консервативном уровне (Долг/ЕБИТДА 1.1х). Более 80% средств от размещения облигационного займа компания планирует направить на приобретение новых активов, при этом долговая нагрузка по итогам 2006 г. не должна превысить 2.2х Чистый Долг/ЕБИТДА.

**Премия к РКС: 150 б.п.
основана только на
разнице в масштабах, т.к.
по финансам Газэкс
выглядит не хуже**

На сегодняшний день на облигационном рынке присутствует «родственная» Газэксу компания – Российские Коммунальные Системы (РКС), которая представляет собой другой инфраструктурный проект КЭС-Холдинга. Газэкс существенно отстает от РКС по масштабам бизнеса (выручка РКС в 4.8 раза больше), но при этом демонстрирует более высокую рентабельность при существенно более низкой долговой нагрузке.

По нашему мнению, «справедливая» премия облигаций Газэкса к долгу РКС должна составлять около 150 б.п. Исходя из этой предпосылки, мы оцениваем «справедливый» спрэд Газэкса в 450-470 б.п. к ОФЗ.

Ожидаемая консолидация активов КЭС-Холдинга – хороший апсайд для Газэкса

Существенным поводом для роста котировок Газэкса в ближайшем будущем может стать ожидаемая консолидация активов КЭС-холдинга, в результате которой уровни кредитного риска отдельных бизнес-единиц холдинга нивелируются. По нашему мнению, «справедливый» спрэд для обязательств КЭС составляет 250-300 б.п. к ОФЗ. Поэтому мы ожидаем, что по мере консолидации активов холдинга, премия Газэкса к РКС будет уменьшаться за счет сужения спрэдов облигаций Газэкса.

Уфимские моторы: к полету готовы

Ориентир организатора вполне адекватен и даже предлагает премию

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска Уфимского моторостроительного производственного объединения (4 млрд руб., oferta через 1.5 года). Организаторы ориентируют рынок на доходность 9.50-10.00% годовых. Мы высоко оцениваем кредитное качество компании и считаем, что предлагаемая премия является достаточной привлекательной для инвесторов.

УМПО входит в число крупнейших отечественных двигателестроительных корпораций. Компания производит авиадвигатели для военной промышленности, а также активно развивает сегмент двигателей для газовой отрасли и электроэнергетики. Судя по информации, представленной в обзоре организатора займа, предприятие контролируется менеджментом. Кроме этого, правительству Республики Башкортостан принадлежит «золотая акция», дающая право налагать вето на решения акционеров компании.

Основная специализация: производство двигателей для самолетов семейства Су

Основной специализацией УМПО является производство авиадвигателей серии АЛ-31Ф, применяемых на современных боевых самолетах Су, в 2005 году это направление принесло более 80% выручки. Заказы Министерства Обороны достаточно малы – в 2006 г. их доля в выручке не превысит 5%, и почти весь спрос формируется за счет экспортных поставок самолетов и двигателей. Ключевыми потребителями отечественных военных самолетов являются страны Азии, Северной Африки и Южной Америки.

Исторически в двигателестроительной отрасли сложилось следующее «разделение труда»: разработчиком базовой версии АЛ-31Ф и его основных модификаций является НПО Сатурн. Серийное же производство осуществляется УМПО и его конкурентом ММПП Салют, для которого этот двигатель также является ключевым продуктом.

УМПО не обладает лицензией на прямые экспортные поставки оборонной продукции, и поэтому осуществляет продажи при посредничестве Рособоронэкспорта. В свете этого ММПП Салют, находящийся в 100%-ной государственной собственности, имеет определенные преимущества перед своим конкурентом.

Компания тесно сотрудничает с основным разработчиком - Сатурном

Тем не менее, мы отмечаем достаточно сильные позиции УМПО на рынке военных авиадвигателей. Дело в том компания имеет крепкие партнерские отношения с Сатурном, позволяющие предлагать рынку более «продвинутые» модификации. В частности, на один из таких двигателей, эксклюзивное производство которого осуществляет УМПО, приходится 2/3 портфеля заказов на ближайшие 3 года. Помимо этого УМПО имеет ряд совместных с Сатурном проектов, наиболее значимым из которых является разработка двигателей для нового истребителя Су.

Финансовые результаты УМПО по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТ	Рентабельность по ЕБИТ	Валовый долг	Долг / ЕБИТ, раз	ЕБИТ / Проценты, Раз
2005	10 458	2 310	22.1%	4 193	1.8	-
9М2006	7 529	1 312	17.4%	7 370	4.2	3.9

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка УМПО распределяется неравномерно в течение года, это объясняется долгим циклом производства авиадвигателя (9 месяцев) и нерегулярным характером поступления заказов. Поэтому относительно невысокий результат за 3 квартала 2006 года сам по себе не является негативной новостью. Более того, согласно прогнозам компании, выручка по итогам

2006 года вырастет до 14.7 млрд руб. В целом мы очень позитивно оцениваем операционную сторону бизнеса УМПО, основывая свое мнение на следующих факторах:

- *высокая рентабельность*: маржа ЕБИТ около 20% – достаточно высокий результат для машиностроительной отрасли;
- *стабильный доход в среднесрочной перспективе*: объем текущего портфеля заказов до 2009 года превышает \$900 млн.

Долговая нагрузка должна вернуться в рамки 3-3.5x по итогам года

Финансовый долг эмитента в течение 9 месяцев 2006 года вырос на 76% до 7.4 млрд руб., что привело к увеличению долговой нагрузки Долг/ЕБИТ до 4.2x. С учетом ожидаемого роста выручки в IV квартале, этот показатель снизится, по нашим оценкам, до умеренного уровня в 3.0-3.5x. Привлекаемые заемные средства компания планирует направить на рефинансирование краткосрочных банковских кредитов, поэтому выпуск облигаций практически не окажет влияния на уровень долга. Однако мы ожидаем постепенное увеличение долговой нагрузки в связи с потребностями компании в дополнительных заемных средствах: программой развития эмитента предусмотрены инвестиции около \$200 млн. в течение ближайших 4 лет.

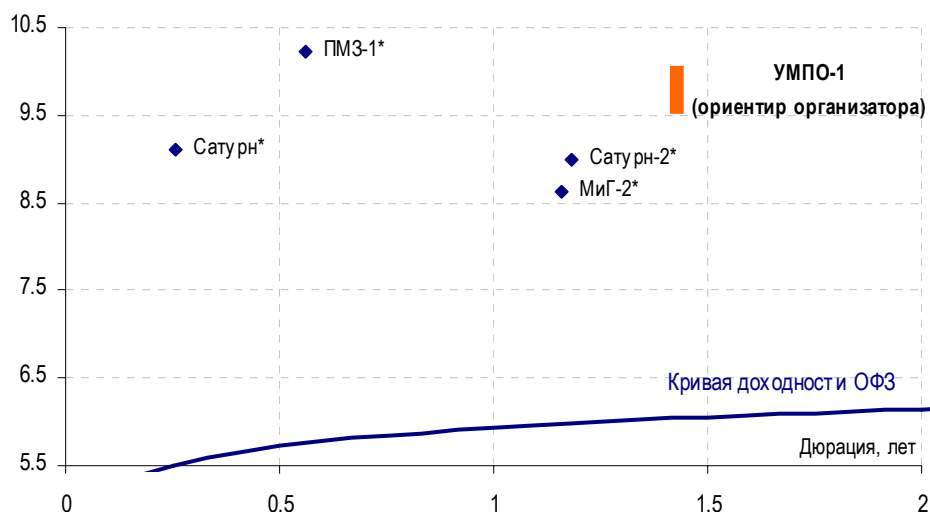
УМПО – стратегическое предприятие и может рассчитывать на господдержку

По нашему мнению, УМПО имеет стратегически важное значение для ВПК страны и вполне может рассчитывать на господдержку. На сегодняшний день перед отечественным авиастроением стоит ряд задач, приобретающих особую актуальность с учетом довольно инертного развития отрасли в течение последних 10-20 лет. Одна из них – создание истребителя пятого поколения, и сроки ее решения в значительной степени определяют позиции страны на международном рынке военной авиатехники в ближайшем будущем.

Вероятно создание двигателестроительного холдинга, в который может войти УМПО

Авиационное двигателестроение является наукоемкой отраслью, в связи с этим разработка двигателя нового поколения требует значительных ресурсов, привлечение которых не под силу отдельным российским компаниям. Для решения этой проблемы государство планирует создание одной или двух интегрированных двигателестроительных корпораций (ИДК). УМПО в сотрудничестве с Сатурном не раз ранее демонстрировали способность создавать новые авиадвигатели – в частности, сейчас в завершающей стадии находится совместный проект создания двигателя для индийского учебно-боевого самолета. И поэтому достаточно логично рассматривать их в качестве фундамента при создании одной из ИДК.

Доходность облигаций на 20 декабря



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Правительством еще до конца не разработана концепция развития двигателестроительной отрасли, но мы уже сегодня можем наблюдать признаки поддержки со стороны государства:

- Рособоронэкспорту удается реализовывать продукцию по комфортным для авиастроителей ценам, что способствует высокой рентабельности бизнеса: маржа по EBIT у Сатурна и УМПО в 2005 году превысила 20%.
- Часть процентных расходов предприятий, экспортирующих вооружение, компенсируется за счет государства.

**«Справедливая»
доходность: 9.25-9.75%**

Кредитное качество УМПО, по нашему мнению, основывается на стабильности и высокой рентабельности бизнеса, мощной поддержке со стороны государства. В качестве сравнимого эмитента мы предлагаем рассмотреть НПО Сатурн, которому так же можно приписать вышеперечисленные преимущества УМПО. С учетом премии за первичное размещение, мы оцениваем «справедливый» спред выпуска при размещении в 320-370 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности 9.25-9.75% годовых к оферте и купону в 9.05-9.50%.

Патэрсон: комментарий к размещению

**«Справедливая»
доходность Патэрсона:
около 10.00% к оферте**

Сегодня на ММВБ состоится размещение займа ООО «Патэрсон - Инвест» (2 млрд руб, 1.5-годовая оферта), который станет дебютным для сети супермаркетов Патэрсон. С учетом качественной структуры займа, а также на основании сравнения с другими розничными сетями, мы оцениваем «справедливую» доходность по займу на уровне около 10.00%, что соответствует спреду в 400-420 б.п. к кривой ОФЗ.

Формат: супермаркет

Группа Патэрсон управляет сетью из 82 универсамов, 60% которых расположены в Москве и Санкт-Петербурге. С 2004 года группа начала экспансию в регионы: сейчас ее магазины представлены в 17 крупнейших городах европейской части России.

**Патэрсон отстает от
Перекрестка и Седьмого
Континента по
масштабу...**

Магазины сети работают в формате «супермаркет», другими крупными игроками в этом сегменте являются Седьмой Континент и Перекресток. Патэрсон значительно отстает от них по масштабу бизнеса:

- по состоянию на 9М2006 г. под управлением Перекрестка находилось 161 супермаркетов, Седьмого континента - 132;
- выручка Патэрсона в 1 п/г 2006г. составила \$262 млн, что существенно ниже \$675 млн у Перекрестка и \$451 млн у Седьмого континента.

... и динамике развития

По динамике развития группа также уступает своим конкурентам: рост выручки в 2005 г. составил 31%, аналогичный показатель Перекрестка - 56%, Седьмого Континента – 44%. Мы не ожидаем значительного роста выручки в ближайшем будущем: увеличение количества магазинов в 2.2 раза запланировано только к 2009 г. Половина новых магазинов будет работать по программе франчайзинга, т.е. их выручка не будет учитываться в общей выручке группы.

**Один из недостатков:
отсутствие собственной
логистики**

Одним из недостатков группы является неразвитость собственной логистической системы. Сейчас логистическая компания группы работает только на рынке Москвы, на региональных рынках Патэрсон пользуется услугами местных дистрибьюторов. И хотя по валовой рентабельности группа незначительно отстает от своих конкурентов (29% против 32% у Седьмого Континента), с увеличением присутствия на региональных рынках это может оказать существенное негативное влияние.

Управленческая отчетность сети Патэрсон (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Долг	Долг/ ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА/Проценты, раз
2005	7 070	732	10.4%	1 876	2.6	3.7
1 п/г 2006	4 072	389	9.5%	2 036	2.6	3.4

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Рентабельность достаточно высока

Операционная эффективность Патэрсона находится на относительно высоком для отрасли уровне: рентабельность по ЕБИТДА составила 9.5% (против 10% у Перекрестка и 10.4% у Седьмого континента). По данным управленческой отчетности, мы оцениваем финансовое положение группы как вполне стабильное: долговая нагрузка находится в разумных пределах: 2.6х. Существенная часть (69%) облигационного займа будет направлена на реструктуризацию текущей задолженности, поэтому долговая нагрузка не будет существенно увеличена. По оценкам организаторов займа, по итогам года соотношение Долг/ЕБИТДА не превзойдет 3х.

Важный факт кредитного качества: прозрачная и простая структура группы

В качестве важного позитивного фактора мы отмечаем высокую прозрачность структуры группы: основным торговым оператором является ООО «Фирма «Омега-97», недвижимость находится на балансе ООО «Патерсон – Инвест», обе компании входят в структуру облигационного займа. Мы считаем, что структура является качественной: совокупный показатель ЕБИТДА эмитента и поручителя составляет 80% ЕБИТДА группы.

Кредитное качество Патэрсона мы оцениваем как достаточно высокое

На наш взгляд, кредитное качество Патэрсона можно оценить как достаточно высокое на основании прозрачной структуры бизнеса группы, высокой операционной эффективности и комфортной долговой нагрузки. По совокупности факторов мы оцениваем «справедливый» спред в 400 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности около 10.00% к оферте и ставке купона в 9.75%. Наши оценки в целом совпадают с ориентирами организаторов.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Ольга Базюкина	obazyukina@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Начальник аналитического отдела

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928
----------------	------------------------	-------------------

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.