

Рублевые корпоративные облигации

20 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Москоммерцбанк: комментарий к размещению » стр. 3
- СИБУР поменяют на Мосэнерго?» стр. 4
- ОГК-5: заявления о намерениях Газпрома » стр. 4

Индикаторы

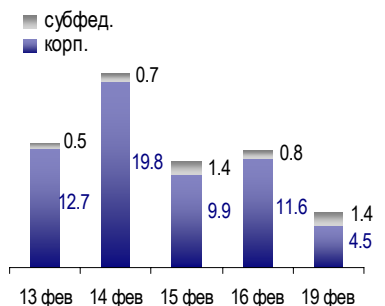
Долларов США за Евро	1.3153	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.2406	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 56.72	- 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	+ 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.70%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	100	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	427.7	- 11.7
Остатки на д/с, млрд руб.	160.0	+ 16.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 56.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СЕГОДНЯ

- Размещение Москоммерцбанк-2 (3 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- Размещение Русь-Банк-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- Размещение Виктория-Финанс-2 (1.5 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

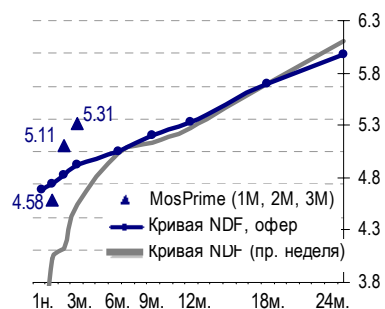


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 20 фев Уплата НДС
- 21 фев Размещение Газпром-9 (5 млрд руб., 7 лет)
Размещение ТД Колейка-3 (4 млрд руб., 5 лет)
Размещение СУ-155 Капитал-3 (3 млрд руб., годовая оферта)
Аукцион ОФЗ-АД 46021 (15 млрд руб., погашение в 2018 году)
- 22 фев Размещение Россельхозбанк-3 (10 млрд руб., оферта через 3 года)
- 26 фев Уплата акцизов, НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-2	103.50	+ 2	3.0	7.17%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.05	+ 5	2.4	8.05%
ХКФБ-4	100.70	+ 5	1.5	*9.83%
ЮТК-3	102.30	+ 5	0.6	*7.23%

Лидеры падения

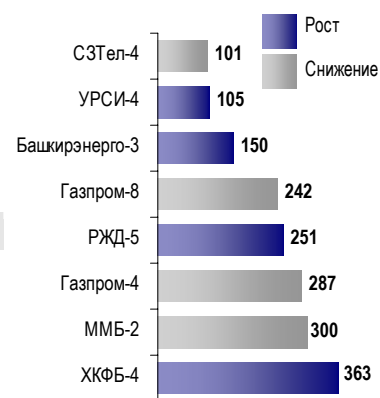
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	103.05	- 20	3.7	7.40%
ЛУКОЙЛ-2	101.20	- 5	2.5	6.87%
РЖД-6	101.62	- 3	3.3	6.96%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Протек-1	99.30	- 30	2.4	*9.40%
ВолгаТел-2	101.45	- 10	1.7	*7.44%
Пятерочка-2	103.20	- 10	3.3	8.47%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

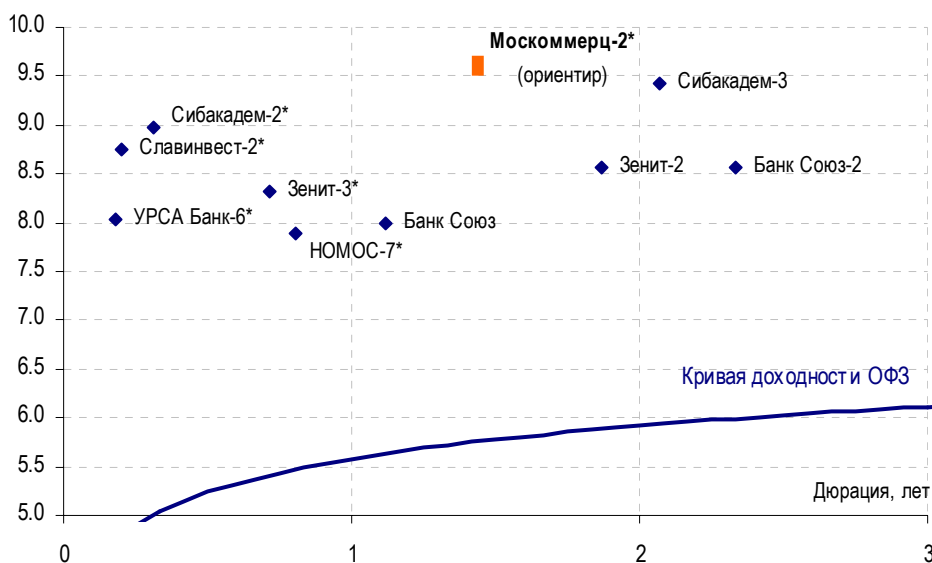
Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.70	7.56	0.94	201	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	102.00	7.86	1.25	217	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.40	7.78	1.26	209	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.05	102.95	7.40	3.73	118	120	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.60	100.55	7.99	0.96	244	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.90	9.22	2.08	328	350	↑ 20
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.85	1.27	316	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.65	7.96	3.77	173	180	↑ 5
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.75-99.90	8.74	1.44	298	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.25-100.65	8.68	2.24	270	240-260	↓ 10-30
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию в 25 б.п. относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.55	100.85	7.43	2.32	144	130	↓ 15
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	100.05	9.29	1.48	352	380	↑ 30
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.91	247	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.30	101.00	7.71	2.45	169	140	↓ 30
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.45	8.84	3.36	267	300	↑ 35
ОГК									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	99.95	99.50	7.66	2.36	166	185	↑ 20

Москоммерцбанк: комментарий к размещению

Главный фактор:
поддержка Казкоммерца.
Ориентир в 9.50-9.70%
УТР представляется
вполне адекватным

Сегодня состоится размещение второго выпуска облигаций Москоммерцбанка (3 млрд руб., oferta через 1.5 года). Основным фактором при оценке «справедливой» доходности облигаций банка является высокий текущий уровень поддержки банка со стороны контролирующей структуры – казахского Казкоммерцбанка. Ориентир организаторов по Москоммерц-2 составляет 9.50-9.70% УТР, что соответствует спреду к ОФЗ на уровне 375-395 б.п. По нашему мнению, такой уровень доходности является вполне адекватной оценкой кредитного качества банка.

Доходность облигаций на 19 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Москоммерцбанк – относительно небольшой по масштабам бизнеса московский банк, входящий в шестую десятку по активам. Активы банка по состоянию на 1 января 2007 г. составили около 29 млрд руб., капитал по РСБУ – около 3.3 млрд руб. Ключевым направлением деятельности банка является кредитование физических лиц (портфель кредитов физ.лицам составляет около половины активов).

**Москоммерц пока
напрямую не
принадлежит
Казкоммерцу**

В настоящий момент крупнейший казахский банк Казкоммерц (ВВ+/Ва1/ВВ+) напрямую не владеет акциями Москоммерца. Однако де-факто российский банк находится под контролем и управлением казахского, что позволяет последнему консолидировать результаты Москоммерца в своей отчетности. По информации организаторов займа, в течение скорого времени Казкоммерцбанк планирует выкупить 100% акций Москоммерцбанка.

**Основной продукт –
ипотечные кредиты**

Основным розничным продуктом в портфеле банка являются ипотечные кредиты (более 75% от общего объема кредитов физ.лицам, или более 40% активов). Таким образом, в отличие от большинства банков, работающих с населением, Москоммерц не принимает на себя высокие кредитные риски по необеспеченным кредитам. Уровень просроченной задолженности по кредитам физическим лицам крайне невысок (0.1-0.2% от размера портфеля по состоянию на 01.01.2007).

**Основной источник
пассивов – средства
Казкоммерца,
вероятность поддержки
очень велика**

Главным источником пассивов для Москоммерца являются средства материнской структуры – группы Казкоммерц: по состоянию на начало 2007 г. привлеченные средства банков-нерезидентов составляли более 30% от обязательств банка. Собственная клиентская база Москоммерца в России относительно невелика и банк очень сильно зависит от средств группы Казкоммерца. Однако мы не видим в такой ситуации существенной угрозы для банка: риск резкого вывода средств связанной структуры представляется нам минимальным.

Уверенность в поддержке Москоммерца со стороны Казкоммерцбанка подтверждается тем фактом, что в течение 2006 г. капитал первого уровня российского банка был увеличен более чем на 1.3 млрд руб. (в 2.6 раза).

Основная проблема – непрозрачная структура собственности

По нашему мнению, основной проблемой кредитного качества облигаций Москоммерца является относительно непрозрачная структура собственности: пока Казкоммерцбанк не владеет напрямую акциями управляемого банка. Такая ситуация характерна и для другого российского банка, имеющего казахские корни – Славинвестбанка. Мы ожидаем, что после перехода российских «дочек» под прямой юридический контроль материнских структур, отношение к рискам этих банков будет пересмотрено.

По нашему мнению, ориентир по доходности облигаций Москоммерцбанка (9.50-9.70% к 1.5-годовой оферте) учитывает риски, связанные с непрозрачной структурой собственности. Премия Москоммерца к сопоставимым по качеству российским банкам составит 50-70 б.п., что представляется нам вполне адекватной компенсацией, поэтому мы считаем привлекательным участие в сегодняшнем аукционе.

СИБУР поменяют на Мосэнерго?

Информация Ведомостей пока является неподтвержденной

Сегодня Ведомости со ссылкой на неназванный источник сообщили о том, что Газпром, возможно, обменяет свой блокпакет в СИБУРе на акции Мосэнерго. По нашему мнению, эта информация носит неподтвержденный характер: отказ от доли в крупнейшем химическом холдинге страны в обмен на акции Мосэнерго не имеет очевидного экономического смысла.

Угрозы для кредитного качества СИБУРа в любом случае нет

В любом случае, мы не видим прямой угрозы для кредитного качества СИБУРа в таком развитии событий: в любом случае, компания будет продолжать консолидироваться в группу Газпром. Финансовое состояние СИБУРа характеризуется высокой рентабельностью и низкой долговой нагрузкой, поэтому поддержка со стороны Газпрома не является для СИБУРа критически значимой.

Акции компании не уйдут за пределы группы Газпром

Напомним, что СИБУР принадлежит Газпрому на 25%, а остальные 75% контролирует Газпромбанк. С другой стороны, Газпромбанк также является крупным акционером Мосэнерго. Соответственно, если обмен активами и произойдет, то акции СИБУРа в рамках этой сделки не должны выйти за пределы группы Газпром.

Экономический смысл данной сделки также неочевиден: в отличие от Мосэнерго, рентабельность которой относительно невысока, СИБУР показывает очень хорошие финансовые результаты. В целом мы пока не склонны придавать существенного значения сегодняшней публикации Ведомостей, и не видим поводов для пересмотра отношения к кредитному риску СИБУРа.

Сохраняем рекомендацию «покупать» СИБУР

Мы сохраняем наше мнение о том, что у бумаг СИБУРа остается потенциал сужения спреда до 120-140 б.п. Даже если сделка, анонсированная Ведомостями, состоится, естественным ориентиром для облигаций Сибура будут бумаги Газпромбанка, торгующиеся со спредом в 120 б.п. Мы сохраняем рекомендацию «покупать» по облигациям СИБУРа с ориентиром по цене в около 101.00% от номинала.

ОГК-5: заявления о намерениях Газпрома

Газпромбанк, возможно, постарается купить блокпакет в интересах клиента

Вчера один из руководителей Газпромбанка сообщил о том, что банк не планирует участвовать в покупке акций ОГК-5 от своего имени, но не исключил покупки акций в интересах клиента. Очевидно, что банк может подать заявку на участие в аукционе в пользу Газпрома. В случае, если Газпром действительно приобретет блокпакет ОГК-5, то после разделения активов РАО, его доля будет составлять от 30 до 40%.

ОГК-5 это пока не риск «квази-Газпрома»

По нашему мнению, оснований для того, чтобы в настоящий момент относиться к ОГК-5 как к риску «квази-Газпрома» пока недостаточно. Вопрос перехода компании под контроль газового концерна пока не решен и, в любом случае, потребует длительного времени. До реализации процедуры распределения активов РАО ЕЭС между акционерами, ОГК-5 будет оставаться «дочкой» РАО ЕЭС.

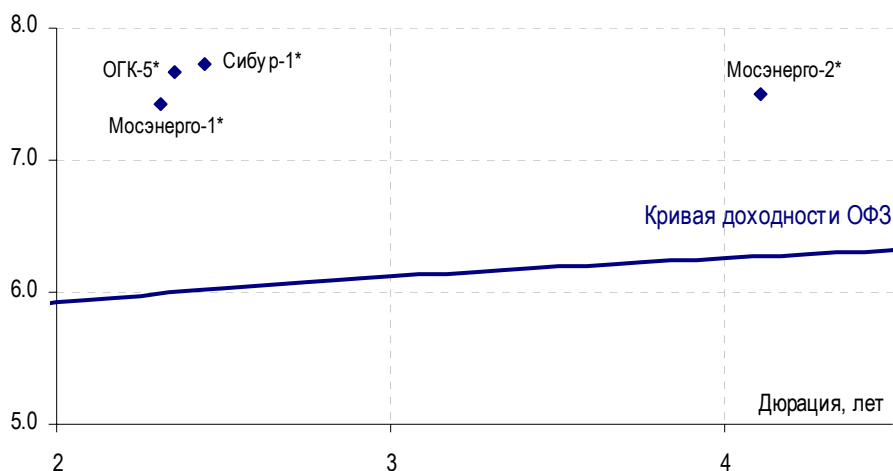
Причина интереса к ОГК-5: хороший генерирующий актив в московском регионе

В целом, интерес Газпрома к ОГК-5 вполне объясним: в структуре ОГК-5 есть крупная генерирующая станция, снабжающая московскую энергосистему (Конаковская ГРЭС, установленная мощность: 2.4ГВт). В настоящий момент ОГК-5 реализует проекты по строительству новых мощностей в Подмоскowie. Таким образом, включив ОГК-5 в сферу своего влияния в дополнение к Мосэнерго, Газпром может стать крупнейшим поставщиком электроэнергии в московском регионе.

Однако продажа блокпакета ОГК-5 будет конкурентной: решение Совета Директоров РАО предусматривает продажу всего пакета единым лотом на открытом аукционе, поэтому планам Газпрома могут помешать другие потенциальные стратегические инвесторы. Не стоит сбрасывать со счетов и негативную позицию г-на Чубайса относительно чрезмерной концентрации генерирующих активов в руках Газпрома.

Спрэды ОГК-5 все еще слишком узки

Мы неоднократно повторяли, что несмотря на очень позитивное отношение к кредитному качеству ОГК-5, мы считаем текущие спрэды ее облигаций слишком узкими. Поэтому пока мы не рекомендуем наращивать позиции в облигациях ОГК-5. Наша оценка «справедливого» спрэда: не менее 180 б.п. к ОФЗ, в то время как текущий спред составляет около 165 б.п.

Доходность облигаций на 19 февраля

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	mrascosnov@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.