

Рублевые корпоративные облигации

27 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Мособлгаз: аукцион абсурда » *стр. 3*
- Газэнергосеть: комментарий к размещению » *стр. 4*
- Альянс Финанс: комментарий к размещению » *стр. 5*

Индикаторы

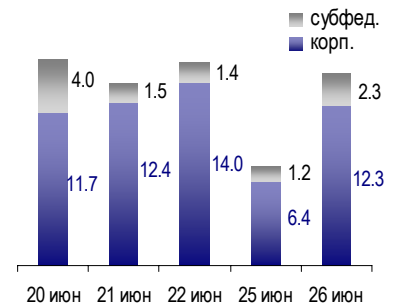
Долларов США за Евро	1.3452	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.7807	- 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 70.82	- 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.37%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.10%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	449.4	+ 34.5
Остатки на д/с, млрд руб.	1057.8	- 6.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 416.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск Мособлгаз-Финанс-2 (2 млрд руб.) размещен под 9.46% годовых к погашению через 5 лет
- ДиПОС-1 (2 млрд руб.) размещен под 10.88% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

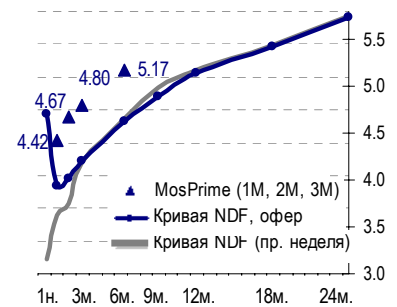


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 27 июн Размещение Газэнергосеть-1 (1.5 млрд руб., 5 лет)
Размещение Автомир-Финанс-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Размещение Альянс Финанс-1 (3 млрд руб., оферта через 3 года)
- 28 июн Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
Уплата налога на прибыль
- 29 июн Размещение дебютного выпуска ОГК-2 (5 млрд руб., 3 года)
- 6 июл Размещение АПК ОГО-3 (1.5 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	101.50	+ 53	3.8	6.70%
Газпром-9	101.60	+ 30	5.3	7.04%
Газпром-7	101.50	+ 29	2.2	6.18%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	103.62	+ 16	2.2	6.96%
Зенит-2	101.15	+ 15	1.5	7.77%
ОМЗ-5	102.57	+ 11	2.0	*7.64%

Лидеры падения

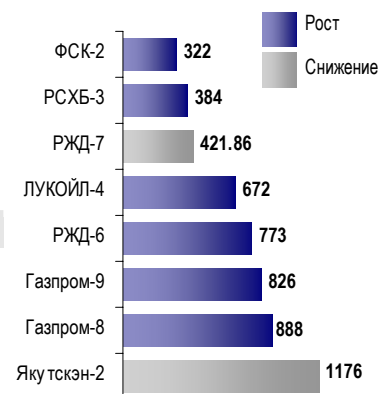
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.40	- 30	2.2	6.72%
Газпром-4	104.78	- 14	2.4	6.31%
ФСК-3	100.65	- 8	1.4	6.73%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	104.15	- 20	2.8	7.40%
Содружество-1	100.00	- 20	2.1	10.71%
Карусель-1	101.80	- 10	1.2	*8.33%

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	100.30	7.22	1.64	147	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.01	0.63	170	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.85	7.30	0.94	180	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.15	102.15	7.32	0.96	181	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.00	8.94	1.81	315	350	↑
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.20	101.05	7.85	3.57	175	180	↑
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	7.97	1.60	223	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.70	101.15	7.50	2.19	162	140	↓
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.64	1.81	284	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.82	3.57	271	-	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Свяэинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.10	103.15-103.45	7.63	1.59	189	230-250	↑
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	99.95-100.20	8.11	2.41	218	240-250	↑
Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.75	103.05-103.35	8.93	1.59	320	280-300	↓
Интегра-2	19/06	Покупать	103.15	104.30-104.75	9.43	2.20	355	280-300	↓

Мособлгаз: аукцион абсурда

Купон по выпуску Мособлгаз-Финанс-2 оказался выше ориентиров организатора на 60-90 б.п.

На вчерашнем аукционе по размещению облигаций Мособлгаз-Финанс-2 (МОФ) сложилась нестандартная для последнего времени ситуация: купон по выпуску был установлен на 60-90 б.п. выше ориентиров организаторов. Мы полагаем, что такой результат во многом связан с переполнением лимитов многих участников рынка на класс инструментов, которые продаются как «квази-субфедеральный риск» Московской области. Видимо, определенную роль сыграло также наличие на рынке двух разных эмитентов с практически одинаковыми названиями (ОАО «Мособлгаз» и «Мособлгаз-Финанс»), что также могло ввести инвесторов в заблуждение.

Кредитное качество ГУП «Мособлгаз» - самое сильное среди «дочек» Московской области

На наш взгляд, сложившаяся на аукционе по размещению облигаций МОФ доходность является существенно завышенной, а сами бумаги – весьма привлекательны для покупки. Мы считаем кредитный профиль ГУП «Мособлгаз» (поручитель по выпуску) самым сильным среди «дочек» правительства Московской области, представленных на долговом рынке. Такое мнение базируется на сравнении с распределительными сетевыми компаниями:

Сравниваем с электрическими распределительными сетями (РСК): инфраструктурные монополии

1. *Статус инфраструктурной монополии.* Мособлгаз владеет значительной базой активов – около 35 тыс. км. распределительных газовых сетей в регионе, которая является критически значимой инфраструктурной составляющей для всей экономики и социальной сферы Московской области. При этом компания является монополистом в области представления услуг по транспортировке газа в регионе. Мы считаем, что по логике бизнеса распределительные газовые сети ближе всего находятся к РСК в электроэнергетике: оба класса компаний предоставляют услуги по передаче энергии конечным потребителям и являются локальными монополистами на своих рынках.

Инвестиции уже заложены в тарифы

2. *Механизмы тарифообразования.* Деятельность распределительных газовых компаний жестко регулируется государством, как и бизнес РСК. Тарифы формируются по принципу «издержки плюс», что в значительной мере гарантирует безубыточное функционирование инфраструктурных компаний. При этом тарифы газовых сетей, как и тарифы РСК, содержат в себе инвестиционную составляющую, которая определяется исходя из потребностей в строительстве новых и реконструкции существующих сетевых мощностей.

Долговая нагрузка Мособлгаза – не выше, чем у большинства РСК

3. *Долговая нагрузка.* Многие РСК в настоящий момент активно занимают средства на финансирование инвестиционных программ, при этом их долговая нагрузка существенно растет из-за «недобора» платы за подключение к сетям. Механизм финансирования Мособлгаза представляется даже несколько более комфортными с точки зрения управления долговой нагрузкой. В отличие от РСК, компания заранее может запланировать поступления инвестиционных средств от потребителей, т.к. они заложены в тариф, а не выделяются в качестве отдельной услуги (плата за подключение у РСК).

Наша оценка долговой нагрузки Мособлгаза по итогам 2007 г.: около 3х Долг/ЕБИТДА. По нашим прогнозам, долговая нагрузка МОЭСК и Ленэнерго по итогам 2007 г. превысит этот уровень, единственная РСК с более низкой, чем у Мособлгаза долговой нагрузкой, представленная на рынке облигаций – Тюменьэнерго.

Необходимость в финансовой поддержке невелика

Мы не склонны сводить оценку кредитного риска МОФ к фактору поддержки со стороны Правительства Московской области: вероятность того, что компания станет убыточной невелика, а ее капитальные затраты относительно невелики. Даже если предположить, что поступления по инвестиционной составляющей тарифа окажутся ниже планового уровня, долговая ситуация компании не станет критичной, соответственно, мы не видим причин говорить о том, что Мособлгазу может потребоваться финансовая поддержка. Динамичное развитие промышленности в Московской области также должно позитивно сказаться на бизнесе компании.

Главное – критическая значимость инфраструктуры для региона

При этом мы еще раз подчеркиваем критическую значимость инфраструктуры Мособлгаза для региона: перебои в работе газораспределительных сетей могут спровоцировать социальный, экономический и политический кризис в регионе.

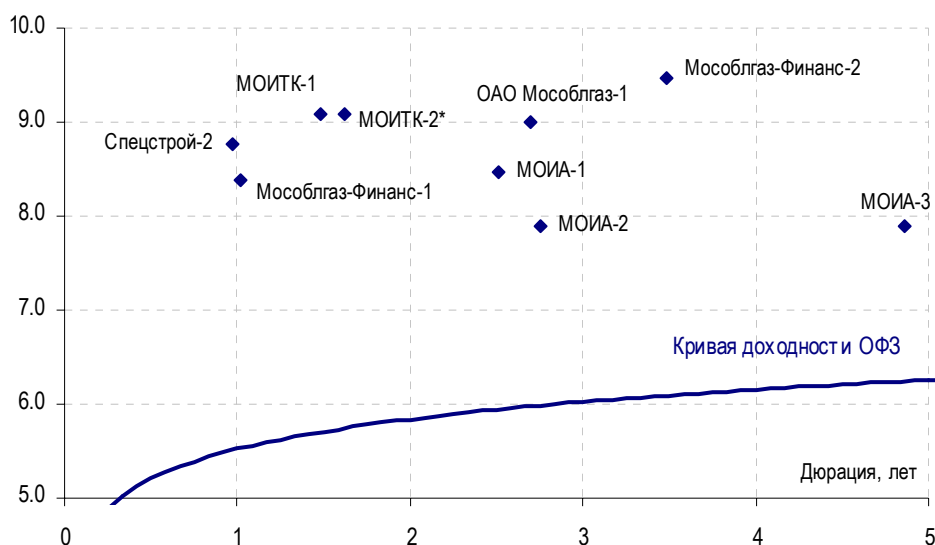
**Доходность облигаций
ГУП «Мособлгаз»
завышена относительно
бумаг ОАО «Мособлгаз»**

Доходность облигаций МОФ представляется нам завышенной также и по сравнению с недавно размещенными бумагами «тезки» компании – ОАО «Мособлгаз». Несмотря на то, что последняя компания лишь выполняет функции подрядчика, не владеет значительными активами и лишь недавно начала свою деятельность, премия по ее бумагам оказалась более низкой (около 320 б.п. к ОФЗ) по сравнению с МОФ (около 340 б.п. к ОФЗ).

**Справедливый спрэд ГУП
«Мособлгаз» – 250 б.п. к
ОФЗ**

Наша оценка «справедливого» спреда МОФ к ОФЗ: 250 б.п. (спрэд к доходностям бумаг крупных РСК: 70-90 б.п.), что соответствует уровню 8.60% УТМ. В связи с тем, что сложившаяся на аукционе доходность (9.46% УТМ) существенно превышает этот уровень, мы рекомендуем участникам воспользоваться сложившейся ситуацией явно неадекватной оценки кредитного риска компании.

Доходность облигаций на 26 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Газэнергосеть: комментарий к размещению

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций ОАО «Газэнергосеть» (ГЭС, 1.5 млрд руб., погашение через 5 лет) – дочерней структуры группы Газпром, которая специализируется на реализации сжиженного углеводородного газа (СУГ) и торговле нефтепродуктами. Основной целью привлечения займа является расширение бизнеса ГЭС за счет приобретения новых активов. Мы позитивно оцениваем перспективы бизнеса компании: превращение в лидера розничного рынка СУГ, на наш взгляд, является вполне логичной и достижимой целью для «дочки» Газпрома. Подробное описание компании приведено в нашем обзоре «Газэнергосеть: заправься «Газпромом» от 9.06.2007.

**Рассматриваем ГЭС как
самостоятельный
проект, но с учетом
«фактора Газпрома».**

При оценке справедливой доходности облигаций ГЭС мы рассматривали компанию как самостоятельный бизнес-проект. При этом «фактор Газпрома» также является весьма значимым для этой компании, т.к. в структуре займа присутствуют ковенанты о досрочном погашении в случае снижения доли группы «Газпром» в капитале ГЭС ниже контрольной.

**«Справедливый» купон:
8.50-9.00%**

В качестве организатора данного займа, Райффайзенбанк оценивает «справедливый» спрэд бумаг ГЭС в 250-300 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности в 8.70-9.20% УТМ и ставке купона на уровне 8.50-9.00%.

Основными направлениями бизнеса ГЭС являются реализация СУГ и оптовая торговля нефтепродуктами. Также компания развивает производственное направление: летом 2007 г. планируется запустить на завод по производству пропеллента в Нижегородской области.

Бизнес-процессы ГЭС «вписаны» в группу Газпром

В бизнесе по торговле СУГ, компания «вписана» в производственные процессы группы «Газпром»: она закупает газ на заводах группы и реализует его в т.ч. через сеть розничных заправок, которые также работают под брэндом «Газпром». Оптовую реализацию СУГ нефтехимическим предприятиям в рамках группы «Газпром» также осуществляет ГЭС. Нефтепродукты, которые продает ГЭС, также закупаются в рамках группы и реализуются под брэндом «Газпром».

Динамичный рост выручки будет сохраняться

Бизнес ГЭС развивается очень динамично: в 2006 г. выручка группы выросла на 54%, а в 2007 г. компания рассчитывает нарастить доходы в 3 раза. Основным источником роста доходов является активная политика по приобретению автомобильных станций и расширение присутствия в розничном сегменте.

Есть потенциал для роста рентабельности

Поскольку деятельность ГЭС является преимущественно торговой, рентабельность компании относительно невысока: 4% EBITDA Margin по итогам 2006 г. С учетом роста производственной и розничной составляющей бизнеса, мы видим потенциал роста рентабельности компании на горизонте ближайших лет.

Рост долговой нагрузки будет временным

По итогам 1 кв. 2007 г. долговая нагрузка ГЭС составила около 2.6х Долг/ЕБИТДА, что является вполне комфортным уровнем для динамичной компании. В 2007 г. компания планирует совершить несколько крупных приобретений, что приведет к временному росту долговой нагрузки до уровня около 4.0-4.5х Долг/ЕБИТДА. Однако после интеграции приобретаемых компаний, долговая нагрузка должна снижаться.

Справедливый «спрэд» ГЭС – 250-300 б.п. к ОФЗ

Мы оцениваем «справедливый» спрэд бумаг ГЭС в 250-300 б.п. к ОФЗ, (УТМ: 8.70-9.20%, купон: 8.50-9.00%). На наш взгляд, наличие ковенанты о досрочном погашении бумаг в случае уменьшения доли «Газпрома» ниже контрольной является существенным фактором комфорта для инвесторов.

Альянс Финанс: комментарий к размещению

Сегодня состоится размещение рублевого облигационного займа Альянс Финанс – SPV казахского Альянс Банка (Moody's Ba2, Fitch BB-, объем 3 млрд руб., оферта через 3 года). Ориентир организаторов по ставке купона - 8.5-9.0%. Мы полагаем, что на российском рынке есть более привлекательные банковские выпуски, предлагающие аналогичную или более высокую доходность.

Основной фактор роста в последние 3 года – розничный бизнес

Альянс Банк – третий по размеру активов банк Казахстана. В 2006 года активы банка увеличились в 2.8 раза и достигли \$7.1 млрд. В последние 3 года Альянс банк демонстрировал очень высокие темпы роста, характерные для банков, специализирующихся на розничном кредитовании. Однако мы не склонны рассматривать Альянс как монопродуктовый бизнес, аналогичный Русскому стандарту или ХКФБ. Доля розничных кредитов в активах банка составляла на конец 2006 года менее 30% (у Русского стандарта – более 80%). На наш взгляд, оценка кредитного риска Альянса должна учитывать не только хорошие перспективы розничного банковского рынка в Казахстане, но и специфические риски корпоративного портфеля банка, а планы по экспансии в другие странах СНГ.

Основные показатели Альянс Банка по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млрд	Кредитный портфель, \$ млрд	ROAE, %	Чистая процентная маржа, %	Достаточность капитала (Базель), %	Опер.расходы / опер.доходы, %	Просроч.кредиты / Кредитный портфель, %
2004	0.9	0.5	8.7	3.3	27.1	50.8	3.3
2005	2.5	1.4	7.3	2.8	13.3	39.9	1.3
2006	7.1	4.9	25.9	6.4	15.6	24.9	0.7

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Считаем, что банк может столкнуться с проблемой роста просрочки

Розничный портфель Альянс Банка фактически сформировался в 2006 году, когда банк резко увеличил количество точек продаж и развернул масштабную программу потребительского кредитования. На конец 2006 года на необеспеченные кредиты приходилось 84% от розничного портфеля банка, на ипотечные и автокредиты – 13% и 3% соответственно. Мы подчеркиваем, что портфель потребительских кредитов сформировался в прошлом году, увеличившись за год в 6 раз. Поэтому данные отчетности о доле просрочки могут быть не репрезентативны.

Опыт других розничных банков показывает, что за этапом агрессивного наращивания портфеля может последовать быстрый рост просрочки и/или резкое замедление выдачи новых кредитов. В прошлом году банк застраховал кредитный риск по практически всем необеспеченным ссудам. Однако мы отмечаем, что страховщиком выступила связанная с банком компания, что, на наш взгляд, снижает качество страховой защиты.

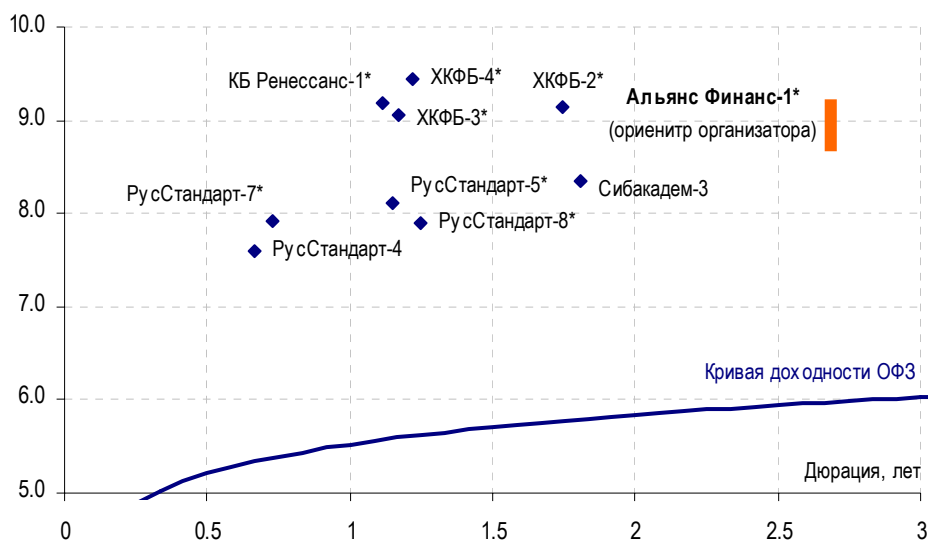
Обращаем внимание на политические риски банковской системы Казахстана

Помимо рисков, связанных с качеством кредитного портфеля, мы также отмечаем значительные политические риски, которые присущи концентрированной и зависимой от действий властей банковской системе Казахстана.

Мы считаем риск российских розничных банков более привлекательным по сравнению с Альянсом

Несмотря на достаточно высокие рейтинги Альянс Банка, мы считаем, что его кредитный профиль в целом не сильнее российских ритейловых банков. В связи с этим мы считаем бумаги ХКФБ, Русского Стандарта, КБ «Ренессанс Капитал» и УРСА Банка более привлекательными по сравнению с сегодняшним выпуском Альянс Банка.

Доходность облигаций на 26 июня



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
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
-----------------	----------------------	-------------------

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.