

Рублевые корпоративные облигации

1 февраля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ОТ 12 И СТАРШЕ:

- Мосмарт: неубедительный рост, но достойное качество - Стр.3

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ:

- Содружество: долгожданный позитив – Стр. 5
- ГАЗ: новая ставка купона - Стр. 7

НОВОСТИ, ЭКОНОМИКА - Стр.10-11

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Уралсвязьинформ-8 (2 млрд руб., 5 лет, с амортизацией)
- АПК Аркада планирует 4-ый выпуск (1.5 млрд руб., 4 года, с амортизацией)

ВЧЕРА

- Выпуск АИЖК-11 (10 млрд руб., дюрация 6.6 лет) размещен под 8.46% годовых
- ЦБ разместил ОБР-4 на 26.47 млрд руб. из 100 млрд руб. под 4.73% годовых к погашению 16 июня 2008 года

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 фев	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (10 млрд руб., дюрация 2.8 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (10 млрд руб., дюрация 7.5 года)
	Доразмещение Москва-49 (5 млрд руб., дюрация 6.7 года)
7 фев	Заседание ЕЦБ по ставкам
15 фев	Уплата ½ суммы акцизов
	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 фев	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (15 млрд руб., дюрация 12.4 года)

Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	100.54	+ 49	1.5	*7.30%
ЛУКОЙЛ-2	100.55	+ 7	1.7	7.03%
АИЖК-7	98.95	+ 5	5.3	8.12%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-3	96.25	+ 45	3.3	11.42%
МОИА-3	97.50	+ 40	4.4	8.51%
Транскредит-1	96.80	+ 30	2.2	9.00%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-5	98.90	- 123	1.0	8.01%
ОГК-5	99.30	- 30	1.6	*8.10%
ЛУКОЙЛ-3	99.93	- 15	3.4	7.24%

2 эшелон

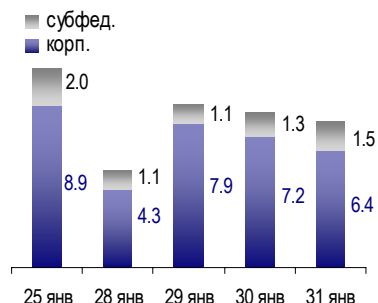
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТГК-8	99.10	- 83	1.2	*8.93%
ЦентрТел-5	100.20	- 46	0.6	*7.86%
Копейка-2	93.02	- 18	1.0	*17.03%

*к оферте

Индикаторы

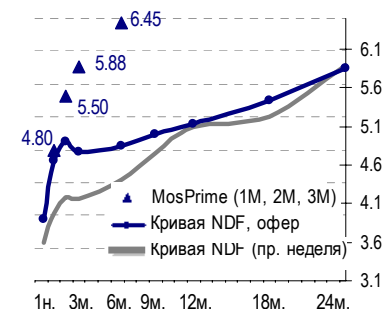
Долларов США за Евро	1.4863	- 0.1 %
Рублей за доллар США	24.4292	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 92.56	- 0.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.71%	+ 9 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.31%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	171	+ 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	544.9	- 15.9
Остатки на д/с, млрд руб.	286.4	0
Сальдо операций с ЦБ	+ 16.0	

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам

КирЗавод-1	178	Рост
ВТБ 24-1	189	Снижение
Транскредит-1	201	
РЖД-5	234	
Газпром-8	268	
Связь-Банк-1	299	
ЛУКОЙЛ-4	339	
Москоммерц-3	354	

Лидеры по оборотам за день, млн руб.



Raiffeisen
BANK

ОТ 12 И СТАРШЕ

В свете негативных событий на долговом рынке стоимость фондирования для многих инвесторов возрастает, и они вынуждены ставить высокие целевые ориентиры по доходности портфеля корпоративных бумаг. При этом покупка облигаций первого и даже второго эшелона с длинной дюрацией далеко не всегда очевидна как инвестиционная возможность. Причины вполне понятны: огромный объем запланированных размещений качественных эмитентов оказывает давление на существующие выпуски, возвращение иностранных инвесторов на российский рынок в ближайшее время маловероятно, да и общая неопределенность на долговых рынках не способствует повышению ликвидности рублевых облигаций.

Поэтому мы решили обратить внимание на бумаги, сочетающие два основных качества, которые, на наш взгляд, все еще способны заинтересовать локальных инвесторов. Эти качества – короткая дюрация и высокая доходность. Под «высокой» мы в данном контексте понимаем доходность к погашению/оферте от 12%.

Совершенно очевидно, что стратегия *buy-and-hold* в коротком сегменте третьего эшелона – непростой выбор, т.к. *инвестор принимает на себя максимально высокий риск дефолта*. Кроме того, низкая ликвидность большинства корпоративных выпусков в высокодоходном сегменте лишает смысла краткосрочные спекуляции. Рассчитывать на движение спредов в направлении «справедливых» уровней сложно – бумага фактически превращается в краткосрочный необеспеченный кредит.

Мы полагаем, что неблагоприятные рыночные условия и высокие риски рефинансирования для многих эмитентов третьего эшелона существенно усложняют фундаментальный кредитный анализ, но не делают его невозможным – по крайней мере, на инвестиционном горизонте до 6 месяцев.

Начиная с сегодняшнего выпуска *Daily*, мы открываем рубрику «От 12 и старше», где постараемся регулярно и без привязки к определенным кредитным событиям публиковать кредитные комментарии по выпускам данного сегмента. Мы не ставим целью четко определить «справедливый» уровень доходности по одним неликвидным выпускам относительно других неликвидных выпусков – в текущей ситуации это сомнительная идея. Наша задача – оценить кредитное качество и риски рефинансирования эмитента, прежде всего, для инвесторов, готовых держать высокодоходные выпуски до оферты/погашения.

Мосмарт: неубедительный рост, но достойное качество

Мосмарт растет заметно медленней, чем ожидалось

На этой неделе Мосмарт ознакомил нас с предварительными финансовыми результатами за 9 месяцев 2007 года. Судя по основным финансовым показателям, Мосмарт столкнулся с типичной проблемой новых игроков розничного рынка: темпы роста сети существенно отстают от запланированных, что крайне неблагоприятно отражается на прибыли компании-эмитента. Тем не менее, мы в целом риск рефинансирования Мосмарта как невысокий. Соответственно, дебютный рублевый выпуск компании при определенных условиях может быть привлекательным для покупки до oferty.

Финансовые результаты поручителей по РСБУ за 9 месяцев 2007 г.*

ЗАО «Мосмарт» (оператор розничной сети):	ЗАО «Гиперцентр» (держатель недвижимости):
▪ Выручка: 5.7 млрд руб.;	▪ Выручка: 0.5 млрд руб.;
▪ EBITDA: (658 тыс руб.);	▪ EBITDA: 375 млн руб.;
▪ Финансовый долг: 2.3 млрд руб.	▪ Финансовый долг: 1.3 млрд руб.

Консолидированная EBITDA: 374 млн руб., консолидированный долг: 3.6 млрд руб.

* - Источник: управленческая отчетность компании

Издержки раннего этапа развития бизнеса перекрывают операционные доходы

По предварительным оценкам компании, выручка за 2007 год (без НДС) составит около 8.4 млрд руб. Операционный убыток ЗАО «Мосмарт» - основной негативный фактор кредитного профиля - обусловлен ранним этапом развития бизнеса: еще до открытия магазинов компания несет значительные затраты, связанные с наймом персонала, арендой и техническим переоборудованием. Более того, издержки новых магазинов могут перекрывать как их собственные доходы, так и прибыль «зрелых» объектов. Оценить эффективность работы действующих магазинов невозможно, так как компания не публикует операционные результаты (продажи like-for-like, средний чек и т.д.).

План по открытию новых магазинов в 2007 году не выполнен и наполовину

Мосмарт планировал быстро выйти на операционную рентабельность за счет агрессивной экспансии. В меморандуме к размещению облигаций был заявлен план по открытию 73 новых магазинов уже в течение 2007 года. Реальные темпы роста сети оказались значительно ниже: по итогам года у Мосмарта было всего 35 магазинов, включая 24 магазина формата *convenience store* (бренд «Мосмартик»), а общая торговая площадь составила около 45 тыс кв м. – более чем вдвое меньше запланированной.

Ключевой фактор кредитного профиля – возможности для решения проблемы рефинансирования

Вместе с тем, мы считаем важным отметить несколько позитивных кредитных факторов, которые позволяют нам оценивать риск компании как приемлемый в рамках стратегии «buy-and-hold в сегменте высокодоходных бумаг»:

- На конец сентября долг ЗАО «Мосмарт» составлял 2.3 млрд руб, включая 2 млрд руб. от облигационного займа. Долг ЗАО «Гиперцентр» снизился за 9 месяцев 2007 года с 1.8 до 1.3 млрд руб. При этом рыночная стоимость недвижимости по состоянию на конец 2006 года оценивалась примерно в 5.6 млрд руб., т.е. значительно превышала консолидированный долг компании.
- Один из акционеров группы Sarmatus, контролирующей розничный бизнес Мосмарта и ряд девелоперских компаний – швейцарский фонд Eastern Property Holdings, акции которого торгуются на бирже. На наш взгляд, присутствие фонда в числе бенефициаров несколько упрощает доступ к финансированию проектов через увеличение капитала. Кроме того, отчетность фонда дает представление о стоимости бизнеса Мосмарта (вероятнее всего, скорректированную с учетом долга): в последнем полугодовом отчете 10%-я доля фонда в Sarnatus оценена в \$47.5 млн.

Таким образом, мы полагаем, что стоимость активов Мосмарта, несмотря на обременение залогом гипермаркетов компании, по-прежнему превышает его финансовый долг. Данный фактор является ключевым при оценке риска рефинансирования Мосмарта, неизбежно возникающего при прохождении через offerту в конце апреля 2008 года. По нашему мнению, Мосмарт имеет достаточные возможности по привлечению ресурсов для рефинансирования долга.



**Raiffeisen
BANK**

Мы полагаем, что у Мосмарт не возникнет серьезных проблем с прохождением оферты, однако о потенциале снижения доходности пока говорить не приходится

Позитивная оценка перспектив рефинансирования Мосмарта не означает наличия потенциала снижения доходности его бумаг. Проблемы с расширением сети могут негативно сказываться на рентабельности Мосмарта в течение длительного времени – до тех пор, пока сеть не достигнет стадии «зрелости», когда расходы на открытие новых магазинов не перестанут перевешивать результаты уже действующих. По сути, Мосмарт остается start-up проектом, который пока генерирует относительно слабые операционные потоки, что будет сдерживать переоценку кредитного качества компании рынком.

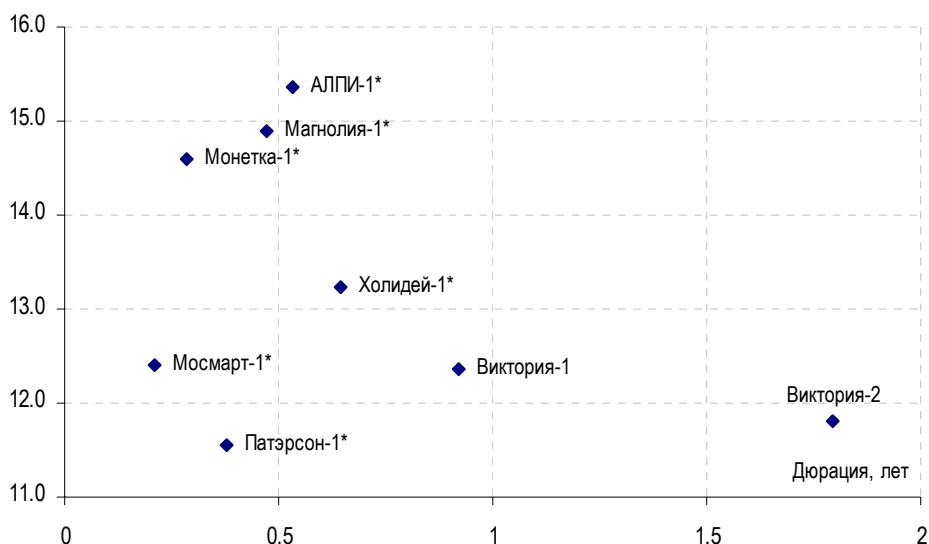
По информации компании, в 1-м квартале 2008 г. планируется открытие 4 объектов «крупных» форматов и 8 магазинов «Мосмартик». Вполне возможны и приобретения мелких сетей – в частности, на этой неделе Коммерсантъ сообщил о покупке 4 магазинов московской сети «Алфавит». Однако Мосмарту по-прежнему только предстоит продемонстрировать эффективность бизнес-модели (прежде всего, в части роста выручки и рентабельности) и способность выполнять собственные планы по развитию концепции «мультиформатный дискаунтер».

«Держать до оферты» выпуск Мосмарта может быть интересно инвесторам с соответствующим аппетитом к риску

Текущие рыночные оценки облигаций Мосмарта достаточно волатильны – в отдельные дни доходность выпуска превышала 15% УТР (по котировкам bid/ask). Мы считаем, что у Мосмарта не возникнет серьезных проблем с рефинансированием обязательств, поэтому бумаги Мосмарта привлекательны для инвесторов, готовых покупать их в рамках стратегии *buy-and-hold* в расчете на успешное прохождение оферты.

В то же время, для сохранения бумаги на рынке, компании придется предложить премию к текущим уровням. Вполне можно ожидать объявление полугодовой оферты – в этом случае ставка купона, по нашему мнению, может составить не менее 15%. В случае годовой оферты мы ожидаем доходность облигаций Мосмарта на уровне 18%. При этом мы воздерживаемся от оценки «справедливого» уровня купона: как показывает практика, компании иногда используют альтернативные способы достижения требуемого уровня доходности через выплату комиссионных участникам синдиката.

Доходность облигаций на 31 января



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка



**Raiffeisen
BANK**

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Содружество: долгожданный позитив

*IFC предоставит группе
Содружество
финансирование в объеме
\$100 млн*

Вчера группа Содружество объявила о привлечении финансирования Международной финансовой корпорации (IFC) в совокупном объеме \$100 млн, включая \$50 млн в форме приобретения акций доэмиссии Содружества. Процентная ставка по кредиту составит LIBOR+3.5%, срок до погашения – 7 лет, льготный период – 2.5 года.

На наш взгляд, сделка с IFC - позитивное событие с точки зрения кредитного профиля Содружества. По информации компании, половину привлеченных средств планируется направить на рефинансирование дорогих краткосрочных кредитов. Предварительные финансовые результаты Содружества за период с июля по декабрь 2007 года также выглядят очень позитивно, особенно на фоне слабой отчетности по МСФО за предыдущий финансовый год. В целом, мы считаем облигации компании одним из наиболее привлекательных вариантов при выборе из сегмента бумаг с доходностью выше 12%.

Напомним, профильным бизнесом Содружества является производство и реализация кормовых компонентов. В 2004 г. компания начала строительство нового производственного комплекса, который включает в себя глубоководный портовый терминал и крупнейший маслоэкстракционный завод в Калининграде.

*Сделка с IFC и
результаты за 6мес2007
во многом компенсируют
негативное впечатление
от годовой отчетности*

В начале января группа опубликовала аудированную отчетность за финансовый год, который закончился 30.06.2007г. Рост цен на базовое сырье (прежде всего, соевые бобы) оказал дополнительное давление на финансовые показатели, при этом рентабельность группы на операционном уровне снизилась более чем вдвое по сравнению с 2006 г. (с 10% до 4.6%).

*Управленческие данные о
результатах работы
после запуска нового
комплекса подтверждают
обоснованность
стратегии группы*

Вследствие позднего запуска проекта Содружеству не удалось выполнить годовой план по выручке и рентабельности, долговая нагрузка также превысила запланированный в начале 2007 года уровень (около 14х Долг/EBITDA против плановых 3.5-4.0х). Однако предварительные управленческие данные по итогам 1-й половины нового финансового года (т.е. за июль-декабрь 2007 г.) впервые подтвердили обоснованность стратегии Содружества:

- Полугодовая выручка составила \$283 млн. Для сравнения, выручка за весь финансовый год 2006/2007 составила \$327 млн. Наибольший прирост по объему продаж как в натуральном, так и в денежном выражении пришелся на последние 3 месяца, т.е. после запуска нового комплекса в октябре.
- Рентабельность EBITDA возросла до 9% по итогам последних 6 месяцев. Мы полагаем, что компания способна поддерживать достигнутый уровень рентабельности, поэтому собственный ориентир Содружества по годовой EBITDA на уровне \$50 млн представляется вполне достижимым.

*Отдельно отмечаем
благоприятные
изменения в структуре
долга компании*

Мы отдельно отмечаем позитивные изменения в структуре долга. Компании удалось добиться более благоприятного графика погашения по крупнейшим кредитам, при этом доля краткосрочных кредитов в структуре обязательств Содружества еще до сделки с IFC сократилась примерно до 20%.

По информации компании, совокупный долг на конец 2007 календарного года составил \$268 млн, включая выпуск облигаций экв \$100 млн. В июле-сентябре, из-за резкого повышения рыночных цен на соевые бобы, компания была вынуждена привлечь краткосрочные кредиты на пополнение оборотных средств общим объемом около \$45 млн. Теперь у Содружества появляется возможность полностью погасить дорогие короткие кредиты за счет средств IFC – на эти цели, вероятнее всего, пойдет долгосрочный кредит корпорации.



**Выплаты по
долгосрочным кредитам
Содружества начнутся
после погашения
облигационного займа**

Пока неизвестно, каким образом будут использованы средства, которые поступят в оплату миноритарной доли IFC, однако мы не исключаем, что Содружество получит возможность временно аккумулировать ликвидность для защиты от возможных неблагоприятных изменений ценовой конъюнктуры, поскольку этап масштабных капвложений компании практически завершен. В результате, валовый долг группы после закрытия сделки не изменится (порядка \$270 млн), чистая долговая позиция сократится на \$45-50 млн, и структура финансирования в целом станет существенно более благоприятной. Выплаты по всем долгосрочным кредитам Содружества начинаются только с декабря 2009 года, т.е. после погашения облигационного займа.

**Долговая нагрузка
вернется к приемлемому
уровню...**

Мы полагаем, что соотношение Чистый долг/EBITDA в 2008 году снизится до 4.0-4.5х. При этом мы подчеркиваем, что Содружество не заинтересовано в полном погашении долга даже при наличии свободных денежных средств: по значительной части банковских кредитов (\$65 млн из общей суммы задолженности) компания пользуется субсидированием 2/3 процентной ставки.

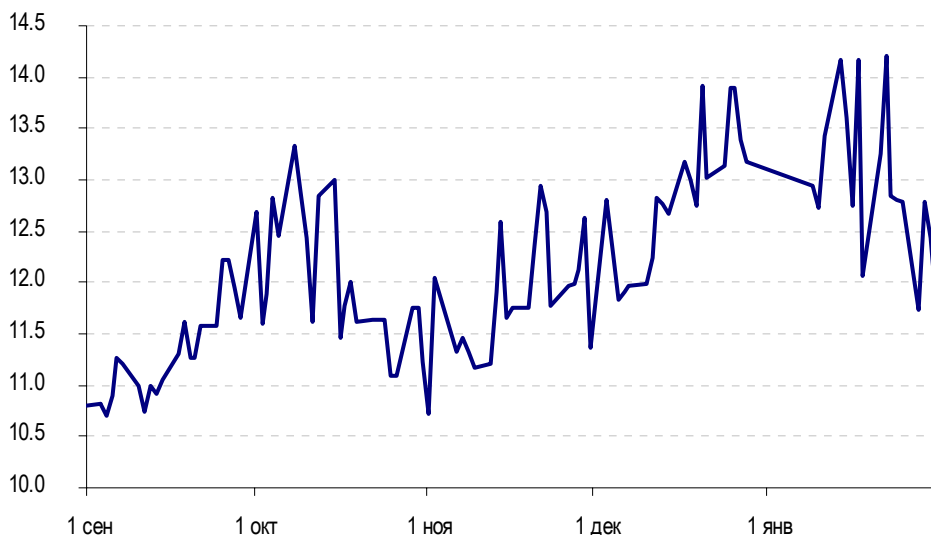
**...однако существенная
переоценка риска
Содружества долговым
рынком маловероятна**

Негативные результаты предыдущего финансового года какое-то время будут сдерживать изменения оценки кредитного качества Содружества инвесторами. Тем не менее, в данном случае мы настроены скорее оптимистично: мы считаем, что тенденция к росту финансовых показателей и высокий спрос на продукцию группы со временем компенсируют негативный эффект от задержки ввода объектов.

**Бумаги Содружества
интересны, прежде всего,
buy-and-hold инвесторам,
ориентирующимся на
высокодоходные бумаги**

Мы не ожидаем существенного снижения доходности облигаций Содружества. В последние недели бумаги торгуются с доходностью около 12% YTM, хотя разброс котировок достаточно велик. Мы считаем его одним из наиболее привлекательных с точки зрения соотношения «риск/доходность».

Доходность облигаций Содружество-1, % годовых



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка



**Raiffeisen
BANK**

ГАЗ: новая ставка купона

**Новая ставка купона
ГАЗа: 9.30%**

Вчера группа ГАЗ объявила ставку двух следующих купонов - 9.30%, что соответствует доходности 9.52% годовых к оферте через 1 год. Новая ставка купона предполагает существенную премию (90-100 б.п.) как к выпускам эмитентов с сопоставимым кредитным качеством, так и к уровню, на котором торговались бумаги ГАЗа в течение последних нескольких месяцев. Группа ГАЗ является первой компанией 2-го эшелона, которой предстоит исполнить оферту в условиях текущего финансового кризиса. Поэтому ее результаты будут служить рынку ориентиром для новых уровней доходности сопоставимых по кредитному риску облигаций.

**Динамичный рост
выручки в 2007 году**

Также группа ГАЗ недавно опубликовала операционные результаты за 2007 год, которые мы оцениваем как достаточно позитивные с точки зрения кредитного качества. По предварительным данным, выручка выросла на 30% к 2006 г. до 154 млрд руб. Тем самым ГАЗ вплотную приблизился по этому показателю к крупнейшему в стране производителю автомобилей – АвтоВАЗу (110 млрд руб. за 9М2007).

Основным сегментом бизнеса ГАЗа остаются легкие коммерческие автомобили – LCV (32% выручки). Прирост доходов этого дивизиона (+22%) отчасти связан с консолидацией европейской компании LDV в результаты группы. Важным результатом 2007 года стала диверсификация производства и снижение зависимости от сегмента LCV: значительный прирост доходов в 2007 г. обеспечен за счет большегрузных автомобилей и спецтехники, высокий спрос на которые вызван увеличением объемов строительства и капитальных инвестиций в стране.

В 2007 году продолжилось снижение выпуска легковых автомобилей (-9% по выручке). Однако мы полагаем, что в течение ближайших 1-2 лет ГАЗу удастся преломить тенденцию. В марте компания планирует начать серийную сборку новых автомобилей Siber, что должно привести к увеличению объемов производства легковых машин.

Финансовые результаты группы ГАЗ по МСФО (млрд руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	94 584	10 027	10.6%	14 770	1.5	6.7
2006	118 793	12 290	10.3%	20 937	1.7	7.2
1Н2007	67 462	7 325	10.9%	20 615	1.4	8.8

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Долговая нагрузка
Долг/EBITDA не превысит
2х в 2008 году**

Кредитный профиль ГАЗа характеризуется достаточно невысокой долговой нагрузкой (Долг/EBITDA – 1.4х за 1Н2007). В конце предыдущего года менеджментом компании были озвучены инвестиционные планы на 2008 год в размере 15 млрд руб. Мы полагаем, что за счет операционного денежного потока будет профинансировано около половины этой суммы, поэтому долг увеличится. По нашим оценкам, при условии сохранения рентабельности EBITDA на уровне 10-11%, долговая нагрузка Долг/EBITDA в 2008 г. не превысит умеренного уровня 1.8-2.0х.

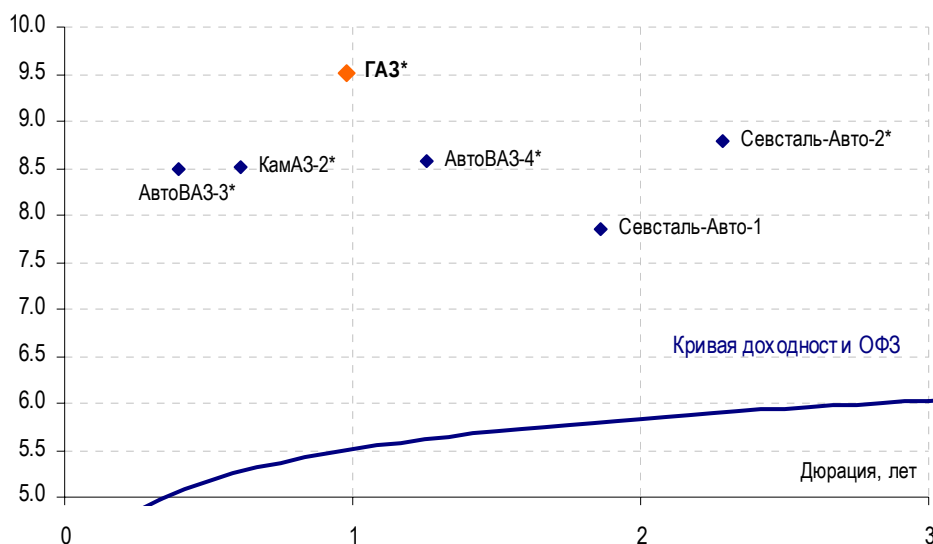
**Сопоставимые
эмитенты: КамАЗ и
АвтоВАЗ**

В целом, мы достаточно высоко оцениваем кредитное качество группы ГАЗ, которое сопоставимо с другими крупнейшими автопроизводителями – КамАЗом и АвтоВАЗом. Компании занимают устойчивые рыночные позиции, их финансовый профиль характеризуется стабильной рентабельностью и умеренной долговой нагрузкой (Чистый Долг/EBITDA 1.2-1.3х). Исходя из озвученных инвестиционных планов на 2008 год, мы не ожидаем увеличения этого показателя до уровня выше 2х.

Рекомендуем держателям выпусков АвтоВАЗа и КамАЗа переложиться в облигации ГАЗа

Озвученная ставка купона предполагает заметную премию (около 100 б.п.) к обращающимся на рынке выпускам АвтоВАЗ и КамАЗ. Учитывая более привлекательный уровень доходности, мы рекомендуем держателям облигаций АвтоВАЗа и КамАЗа переложиться в облигации ГАЗа – сегодня последний день торгов бумагами ГАЗа до купона. Однако мы отмечаем, что в ближайшее время на долговом рынке планируется значительный объем размещений эмитентов с высоким кредитным качеством, поэтому дальнейший рост цены ГАЗа существенно ограничен.

Доходность облигаций на 31 января



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

СИБУР может стать совладельцем Амтела

Шинный холдинг Amtel-Vredestein N.V. ведет переговоры о возможном объединении с компанией «СИБУР - Русские шины». Переговоры носят лишь предварительный характер, поэтому говорить о возможной структуре сделки преждевременно. Однако в сообщении Amtel-Vredestein подчеркивается, что в СИБУР может стать одним из крупнейших акционеров объединенной компании. Фактически речь идет об одном из вариантов реструктуризации Амтела, который сообщил в начале недели о проблемах с рефинансированием кредитного портфеля. СИБУР может предоставить Амтелу товарные кредиты, варианты обеспечения которых пока обсуждаются.

По нашему мнению, новость в целом нейтральна для кредитного профиля СИБУРа. Основным фактором кредитного риска СИБУРа является поддержка со стороны Газпрома, поэтому мы не ожидаем, что долговой рынок отреагирует на сообщение о возможном слиянии шинного бизнеса с Амтелом. Хотя долг Амтела составлял на конец октября 2007 года внушительную сумму порядка \$870 млн, реакция рейтинговых агентств на данном этапе маловероятна, так как оценить эффект от потенциальной сделки можно будет только после ее подтверждения и раскрытия деталей.

ОГК-2 объявила предварительные итоги досрочного выкупа

ОГК-2 раскрыла информацию об объеме облигаций, предъявленных к досрочному выкупу в связи с реорганизацией генкомпаний. Как сообщил вчера Интерфакс, держатели предъявили к выкупу бумаги первого выпуска на сумму 2.3 млрд руб. – 46% от общего объема займа.

Стратегическим акционером ОГК-2 является Газпром, который после завершения реорганизации ПАО ЕЭС будет контролировать 58% акций генкомпаний. Контроль Газпрома является ключевым фактором кредитного профиля ОГК-2. Во многом это объясняет тот факт, что по текущим котировкам рынок оценивает бумаги ОГК-2 выше чем выпуски других генкомпаний. Кроме того, реорганизация дала возможность части инвесторов «укоротить» дюрацию бумаг ОГК-2 и других компаний сектора. На сегодняшний день идея «скрытых оферт» по облигациям большинства энергокомпаний отыграна и теоретически сохраняется только для компаний, которым предстоит до конца 1пол2008 войти в состав МРСК (Пермэнерго, Кубаньэнерго, Челябинэнерго).

Русский Стандарт корректирует стратегию

Вчера Банк Русский Стандарт (БРС) сообщил, что чистая прибыль по МСФО за 2007 год по стандартам МСФО может составить \$400 млн. Банк отдельно отметил, что без учета отмены комиссий прибыль составила бы \$566 млн. По нашим приблизительным оценкам, банк заработал во 2-м полугодии порядка \$160 млн, что существенно ниже его чистой прибыли за 1-ю половину 2007 г. (около \$400 млн).

Эти данные позволяют в первом приближении оценить эффект от отмены комиссий и ужесточения кредитной политики. По нашему мнению, для того, чтобы выполнить озвученный вчера план по чистой прибыли в 2008 году в \$500 млн банку предстоит решить задачу по сокращению издержек и удержанию стоимости фондирования на приемлемом уровне.

Представитель БРС также отметил, что в 2008 году банк планирует увеличивать свою ресурсную базу в основном за счет сделок по секьюритизации и депозитов населения. Мы не беремся судить о способности банка успешно провести сделки по секьюритизации в 2008 году. Однако, по нашему мнению, рынок структурированных продуктов вряд ли откроется для российских эмитентов раньше чем во второй половине года. Мы так же обращаем внимание на тот факт, что часть уже объявленных сделок могут представлять собой т.н. *warehouse facilities*, которые во многих случаях предусматривают обязательство банка-оригинатора выкупить портфель в случае невозможности его секьюритизации на открытом рынке.

В то же время, в целом мы не видим причин для расширения спредов рублевых облигаций БРС. Несмотря на достаточно сложную ситуацию с фондированием, банк остается одним из лидеров по прибыльности в среди российских банков, обладает хорошим уровнем достаточности капитала, а следовательно, и способностью нейтрализовывать возможное снижение качества активов.

ЭКОНОМИКА

Инфляция не поддается на уговоры

МЭРТ вчера опубликовал предварительный прогноз по инфляции в I и II кварталах 2008 года. Ведомство признает, что инфляция будет выше, чем за аналогичные периоды прошлого года, и ставит перед собой задачу снизить годовой уровень до 8.5% с 11.9%. МЭРТ ориентирует на очень жесткий график по кварталам: первый – 4.3% (из которых более 2% уже выбраны в январе), второй – 2.4%, третий – 0.3%, и четвертый – 1.3%. Предложения МЭРТ по сдерживанию инфляции сводятся к трем пунктам:

- сдерживание роста денежного предложения;
- точечное предотвращение роста цен по отдельным видам товаров (главным образом, по социально значимым продуктам питания, а также по «затратообразующим» товарам - нефтепродуктам, цементу, минеральным удобрениям);
- создание условий для роста предложения товаров и услуг в ближайшие один-два года.

По мнению МЭРТа, наиболее важным является третий пункт, однако пока реальные действия заметны, в основном, в направлении административного ограничения потребительских цен. Вчера Минсельхоз объявил о продлении соглашения о «замораживании» цен на социально значимые продукты до 1 мая 2008 года.

Мы полагаем, что высокая инфляция связана, прежде всего, с ростом государственных расходов, в то время как меры по сдерживанию роста цен пока не приносят эффективного результата. Для долгового рынка наиболее негативный аспект – сочетание высокой инфляции и неустойчивой ликвидности денежного рынка, связанной с крайне негативным внешним фоном.

В этих условиях основным поставщиком денежных средств на рублевый рынок, по всей видимости, становится Банк развития. В случае, если в целях борьбы с инфляцией власти действительно будут сдерживать денежное предложение (первый пункт предложений МЭРТ), денежный рынок вполне может войти в новый период высоких ставок.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.