



ДОЛГОВОЙ РЫНОК ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

А. Ермак aermak@regnm.ru
К. Комиссаров kommisarov@regnm.ru

ГАЗ Финанс-01: «запас прочности» после оферты не менее 50 б.п.

14 февраля должна состояться оферта по 1-му выпуску ГАЗ-Финанс. Эмитент установил ставки следующих двух полугодических купонов на уровне 9,3% годовых (выше на 81 б.п. уровня предыдущих купонов) и объявил оферту на досрочное приобретение облигаций через 1 год.

В конце прошлого года Группа ГАЗ опубликовала финансовые результаты за I полугодие по МСФО, которые свидетельствуют о сохранении динамичных темпов роста бизнеса компании. Выручка компании за данный период выросла на 32,4% и достигла 67,5 млрд. руб., что стало возможным благодаря росту продаж по основным дивизионам бизнеса компании (продажи LCV выросли на 20,8% и превысили 84 тыс. автомобилей, а реализация среднетоннажных и тяжелых полноприводных машин выросли на 19,1% и 50,8% соответственно). Показатель EBITDA превысил 7,4 млрд. руб., что на 16% превышает аналогичный результат первого полугодия 2006 г.

Финансовые результаты Группы ГАЗ по МСФО за 1Н 2007 г., млн. руб.

	6м 2006	6м 2007	2007 / 20/06, %
Выручка	50 942	67 462	+ 32,4%
ЕБИТДА	6 393	7 431	+ 16,2%
НИ	3 225	3 236	+ 0,3%
ЕБИТДА margin, %	12,5%	11,0%	- 1,5 п.п.
НИ margin, %	6,3%	4,8%	- 1,5 п.п.

Источник: данные компании

Несмотря на незначительное изменение в долге компании, который уменьшился на 1,5% с 20,9 млрд. руб. на конец 2006 г. до 20,6 млрд. руб. по итогам I полугодия 2007 г., долговая нагрузка Группы ГАЗ снизилась благодаря росту основных финансовых показателей. Так, аннуализированный показатель долг/ЕБИТДА по итогам I полугодия 2007 г. снизился с 1,7х до 1,4х.

Мы ожидаем, что по итогам 2007 г. долговая нагрузка компании продолжит свое снижение благодаря динамичному росту доходов Группы во втором полугодии. По нашим оценкам, выручка Группы ГАЗ по итогам прошлого года выросла почти на 20% и превысила 141,7 млрд. руб., а показатель EBITDA достиг 16,4 млрд. руб., что на 31% выше показателя 2006 г. Стоит отметить, что по последним прогнозам самой компании в 2007 г. выручка Группы должна превысить 150 млрд. руб.

По нашим оценкам, по итогам 2007 г. году компании удалось увеличить рентабельность как минимум на 1 п.п. с 10,5% до 11,5% по EBITDA, что вплотную приближает Группу ГАЗ к Северсталь-авто – лидеру по рентабельности среди российских автозаводов. В результате, коэффициент долг/EBITDA ГАЗа по состоянию на конец 2007 г. должен снизиться до 1,3х, а покрытие процентных выплат прибылью до налогов, процентов и амортизации должно вырасти почти до 10х.

Долговая нагрузка отечественных автопроизводителей, МСФО, млн. руб.

	Группа ГАЗ 2007E	Северсталь-авто 2007E	КАМАЗ 2006	АвтоВАЗ 2006
Выручка	141 778	48 986	71 012	184 093
EBITDA	16 365	5 820	7 596	16 640
NI	7 599	3 060	4 140	7 052
EBITDA margin, %	11,5%	11,9%	10,7%	9,0%
NI margin, %	5,4%	6,2%	5,8%	3,8%
Долг/EBITDA	1,3	1,2	0,6	2,3
EBITDA / %	9,8	16,1	7,0	4,0

Источник: данные компании, оценка ГК «Регион»

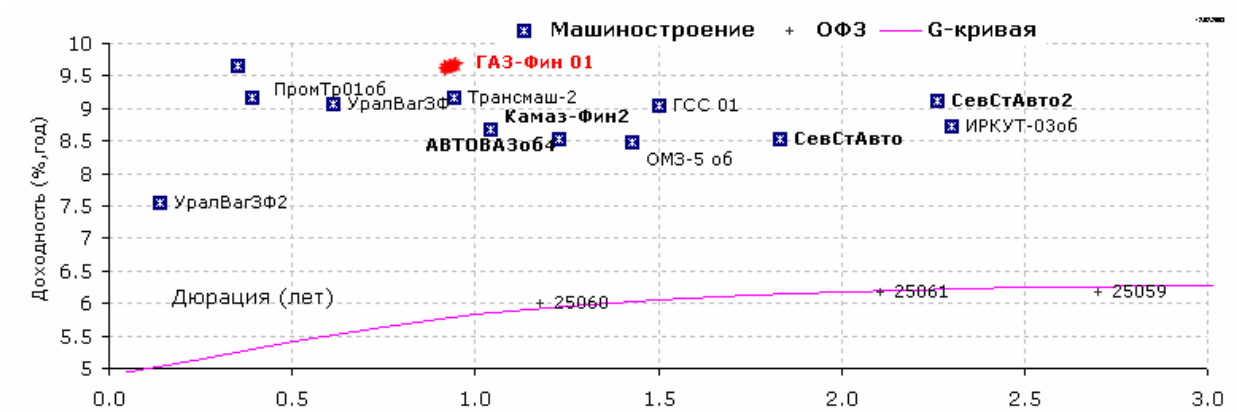
В соответствии с новыми параметрами облигаций, доходность к оферте по номинальной стоимости составляет 9,52% годовых, по средневзвешенной цене (100,12% от номинала) сделок по итогам торгов на ФБ ММВБ 12 февраля – 9,36% годовых. Спрэд к «кривой» ОФЗ 368 или 352 б.п. соответственно

Принимая во внимание финансовое состояние поручителя в текущий момент и среднесрочной перспективе, кредитное качество и текущий уровень доходности облигаций сопоставимых эмитентов, мы оцениваем справедливый спрэд к «кривой» ОФЗ на уровне порядка 300 б.п. и, таким образом, «запас прочности» для инвесторов облигаций ГАЗ Финанс-01 на уровне не менее 50 б.п.

Основные индикаторы рынка корпоративных облигаций

Наименование эмитента	Объем, млн.руб.	Купон,%	Оферта / Погашение		Цена, %		Доходность, %	
			дата	дюрация, лет	спрос	предл.	к оферте / к погашению	текущая
АВТОВАЗоб3	5 000	7.70	30.06.08	0.36	99.75	99.85	8.40	7.71
АВТОВАЗоб4	5 000	7.80	28.05.09	1.23	98.50	99.40	8.85	7.88
ГАЗФин 01	5 000	9.30	12.02.09	0.97	100.05	100.30	9.39	9.28
Камаз-Фин2	1 500	8.45	25.03.09	1.04	99.70	100.10	8.67	8.45
СевСтАвто	1 500	8.00	21.01.10	1.83	97.00	101.24	8.68	8.07
СевСтАвто2	3 000	7.70	24.07.10	2.26	97.40	97.75	9.11	7.90

«Кривая» доходности облигаций машиностроительных компаний



Прохождение оферт в январе – первой половине февраля 2008 г.

В январе – феврале по 19 выпускам на общую сумму 34 млрд. руб. предусмотрен досрочный выкуп облигаций по оферте. К настоящему моменту (13 февраля) оферты были исполнены по 10 выпускам (номинальным объемом 10,6 млрд. руб.), в ходе которых было выкуплено облигаций на общую сумму более 3,97 млрд. руб. или в среднем 37,5% от объема эмиссий. При этом объем исполненных обязательств колебался от 0% до 67% (см. таблицу). До конца февраля состоится оферты еще по 9- выпускам на общую сумму 23,4 млрд. рублей.

График прохождения оферт в январе – феврале 2008 г.

Дата оферты	Выпуск	Объем выпуска (млн. руб.)	Объем выкупа (млн. руб.)	Доля выкупленных облигаций	Купон до оферты, % годовых	Купон после оферты, % годовых	Примечание
09.01.08	Карат,1	500	132.3	26.5%	12.00	15.00	Доп. оферта через 6 мес. по 100%.
10.01.08	ЭКСПОБАНК,1	1 000	659.7	66.0%	10.75	11.50	Доп. оферта через 6 мес. по 100%.
14.01.08	ВТК,1	1 000	401.4	40.1%	12.50	14.00	Доп. оферта через 6 мес. по 100%.
22.01.08	КОРА,1	1 000	560.3	56.0%	12.00	12.00	Доп. оферта через 6 мес. по 100%.
16.01.08	Золото Селигдара,1	300	10.6	3.5%	14.50	14.00	
27.01.08	Гор.супермаркет,1	1 000	309.6	31.0%	10.90	11.50	Доп. оферта через 6 мес. по 100.5%.
27.01.08	Диксис Трейдинг,1	1 800	0	0.00%	11.00	12.50	
30.01.08	ЭФКО,2	1 500	424.2	28.3%	10.50	12.00	объем сделок в РПС.
01.02.08	Уралхимпласт,2	500	136.4	27.3%	10.50	13.50	объем сделок в РПС.
06.02.08	Марта Финанс,3	2 000	1 333.2	66.7%	13.00	15.50	
13.02.08	Фазтон-Аэро-Ф,1	1 000	-*		10.50	13.50	
14.02.08	ГАЗ-финанс,1	5 000	-		8.49	9.30	Оферта через 12 мес. по цене 100%.
18.02.08	ЮниКредит Банк,2	3 000	-		6.50	7.50	
20.02.08	Инком-Лада,2	1 400	-		12.00	12.50	
20.02.08	СУ-155 Капитал,3	3 000	-		10.30	13.00	Оферта через 12 мес. по цене 100%.
21.02.08	Кр.Богатырь,1	2 000	-		11.00	11.00	Оферта через 12 мес. по цене 100%.
22.02.08	ТМК,3	5 000	-		7.95	9.60	Оферта через 2 года по цене 100%.
25.02.08	Митлэнд,1	1 000	-		12.50	н.д.**	
29.02.08	ТГК-6-Инвест,1	2 000	-		7.40	н.д.	

* - срок еще не наступил

** - не установлены

ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб. 335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Антон Коновалов (доб. 507; e-mail: konovalov@region.ru)

Маргарита Петрова (доб. 333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Синика Елена (доб. 549; e-mail: sinika@region.ru)

Трейдеры:

Марина Муминова (доб. 157; e-mail: muminova@regnm.ru),

(095) 264 4372 (прямой)

Летфуллин Рифат (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб. 534; e-mail: orlovskiy@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Павел Гольшев (доб. 303; e-mail: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб. 301; e-mail: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб. 463; e-mail: lenash@regnm.ru)

Крищенко Богдан (доб. 580; e-mail: valentine@regnm.ru)

ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

Сергей Гуминский (доб. 433; e-mail: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб. 471; e-mail: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб. 575; e-mail: kia@regnm.ru)

Нестерова Анна (доб. 549; e-mail: nesterova@regnm.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Олег Дулебенец (доб. 584; e-mail: dulebenets@regnm.ru)

Константин Ковалев (доб. 547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Начальник управления:

Константин Комиссаров (доб. 428; e-mail: komissarov@regnm.ru)

Долговой рынок:

Александр Ермак (доб. 405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Фондовый рынок:

Константин Гуляев (доб. 140; e-mail: gulyaev@region.ru)

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб. 120; e-mail: smalyshev@regnm.ru)

Данила Шевырин (доб. 178; e-mail: she_dv@regnm.ru)

Группа компаний «РЕГИОН» объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО «РЕГИОН ЭсМ»), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО «РЕГИОН ФК»). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА — высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

Факс: (495) 777 29 64 доб. 234

www.region.ru

Страницы компании в информационной системе REUTERS: <REGION>

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. «РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.