

Рублевые корпоративные облигации

2 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Дочки казахских банков: должны ли расширяться спрэды? » стр. 2
- 7К: для долговых инвесторов LBO – не лучший вариант » стр. 4

Индикаторы

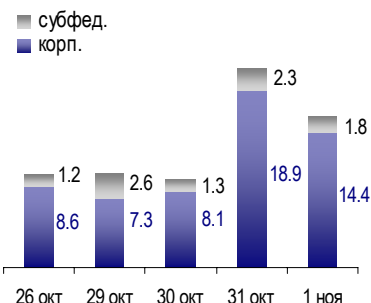
Долларов США за Евро	1.4415	- 0.4 %
Рублей за доллар США	24.6886	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 90.29	+ 2.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.33%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	134	+ 12 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	491.7	- 18.4
Остатки на д/с, млрд руб.	100.6	- 1.5
Сальдо операций с ЦБ	- 181.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- ММП им. Чернышева планирует дебютный выпуск (3 млрд руб., 2-летняя оферта)

Объем торгов на ММВБ

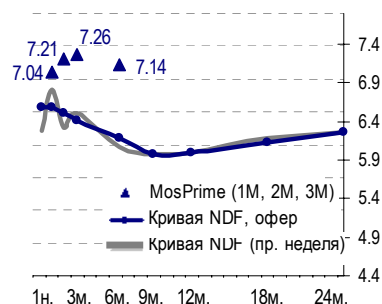


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

7 ноя	Аукцион ОФЗ-ПД 25061 (3 млрд руб., дюрация 2.4 года)
8 ноя	Размещение Таттелеком-4 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Заседание ЕЦБ по ставкам
15 ноя	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 ноя	Уплата НДС
21 ноя	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.7 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	102.10	+ 85	5.5	7.50%
АИЖК-8	101.74	+ 63	4.6	*7.45%
ОГК-6	99.15	+ 55	2.3	*8.09%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РТК-Лизинг-5	99.00	+ 125	1.7	9.15%
ЮТК-5	98.17	+ 62	2.3	*8.52%
Пермэнерго-1	99.00	+ 50	2.3	*8.77%

Лидеры падения

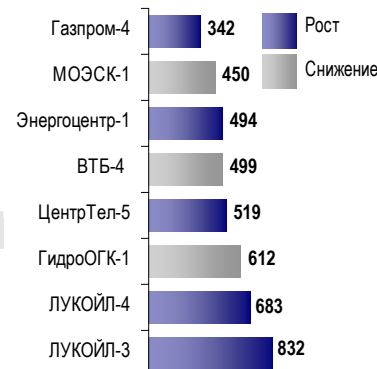
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-6	101.15	- 5	2.7	7.04%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-7	100.35	- 40	1.3	*8.28%
Копейка-3	95.00	- 30	3.5	11.77%
МОЭСК-1	100.50	- 29	3.3	8.05%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Дочки казахских банков: должны ли расширяться спрэды?

Moody's пересмотрело рейтинги казахских банков - в худшую сторону

Вчера Moody's снизило рейтинговые оценки и/или прогнозы сразу 6 казахских банков, ссылаясь на высокий уровень зависимости от фондирования на международных кредитных рынках. Агентство также отмечает излишнее увлечение казахских банков кредитованием сектора недвижимости и риски, связанные с быстрым увеличением доли необеспеченных потребительских кредитов.

Из трех рейтинговых агентств Moody's выдержало самую длинную паузу, прежде чем снизить оценки казахских банков. Однако, даже после вчерашнего решения Moody's оценивает некоторых из них выше чем S&P и Fitch (например, в случае Альянс Банка разница в рейтингах Moody's и S&P по-прежнему составляет 2 ступени). Снижение затронуло, прежде всего, рейтинги необеспеченного долга в иностранной валюте, что отражает беспокойство агентства относительно резко выросших рисков рефинансирования.

На рублевом рынке есть несколько выпусков облигаций дочек казахских банков...

На российском рынке представлены несколько выпусков дочерних структур ведущих казахских банков – облигации Москоммерцбанка и Славинвестбанка, а также выпуск Альянс-Финанс, который обеспечен гарантией Альянс-Банка. Их рублевые бумаги нельзя напрямую сравнивать с еврооблигациями материнских банков: из-за специфики рынка спрэды показывают совершенно иную динамику.

...держателям которых есть смысл обратить внимание на динамику спрэдов

Тем не менее, мы считаем, что движение спрэдов облигаций материнских банков нужно принимать во внимание при оценке рублевых выпусков. В настоящее время самый узкий спрэд к ОФЗ – у выпуска Альянс-Финанс (около 300 б.п.), что, на наш взгляд, связано главным образом с его низкой ликвидностью. Мы также полагаем, что 3-й выпуск Москоммерцбанка оценен близко к «справедливому» уровню. Новая ставка купона по 2-му выпуску Славинвестбанка, которому 6 ноября предстоит пройти через оферту, по нашему мнению, не привлекательна на фоне других бумаг банковского сектора.

Кредитные рейтинги и спрэды казахских банков

Банк	Рейтинговые действия Moody's 1 ноября 2007	Долгосрочные рейтинги S&P/Fitch	Текущие спрэды (~5Y), б.п.	Присутствие на российском долговом рынке	Спрэды к ОФЗ, б.п.
Казкоммерцбанк	Рейтинги по депозитам в иностр.валюте – Ba1 (без изменений)				
	Рейтинг необеспеченного долга в иностр.валюте – снижен с Baa3 до Ba1 Прогноз* - стабильный	BB+/BB+	540	Москоммерцбанк	550-750
Банк ТуранАлем	Рейтинги по депозитам в иностр.валюте – Ba1 (без изменений)				
	Рейтинг необеспеченного долга в иностр.валюте – снижен с Baa3 до Ba1 Прогноз - стабильный	BB/BB+	580	Славинвестбанк	400 (после оферты)
Халык-Банк	Рейтинги по депозитам в иностр.валюте – Ba1 (без изменений)				
	Рейтинг необеспеченного долга в иностр.валюте – снижен с Baa2 до Baa3 Прогноз – негативный	BB+/BB+	320	-	-
Альянс-Банк	Рейтинги по депозитам в иностр.валюте – Ba2 (без изменений)				
	Рейтинг необеспеченного долга в иностр.валюте – Baa2 (без изменений) Прогноз - негативный	B+/BB-	850	SPV Альянс Финанс	300
Банк ЦентрКредит	Рейтинги по депозитам в иностр.валюте – Ba1 (без изменений)				
	Рейтинг необеспеченного долга в иностр.валюте – Ba1 (без изменений) Прогноз - негативный	-/BB-	730	-	-
Темирбанк	Рейтинги по депозитам в иностр.валюте – снижен с Ba1 до Ba2				
	Рейтинг необеспеченного долга в иностр.валюте – снижен с Ba1 до Ba2 Прогноз - негативный	B+/BB-	900	-	-

Источники: Reuters, Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

* - здесь и далее прогнозы депозитных и долговых рейтингов

Изменения рейтингов казахских банков сильно «отстают» от расширения спрэдов

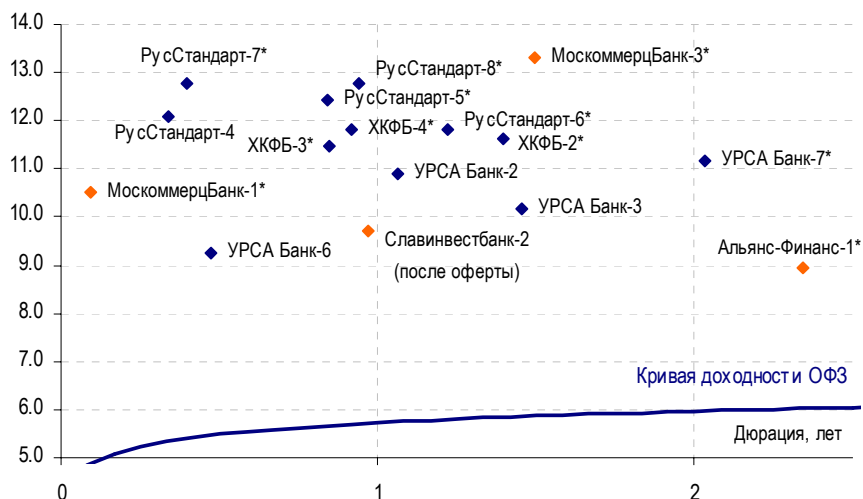
Мы отмечаем, что казахские банки стали главными «жертвами» распродажи банковских долгов в августе-сентябре 2007 года, причем, по мнению казахских властей, столь резкая переоценка рисков не имела под собой фундаментальных оснований. На наш взгляд, рейтинговые агентства учитывают возможную реакцию рынка на снижение рейтингов, не говоря уже о возможном срабатывании ковенант по синдицированным кредитам. Поэтому агентства действуют достаточно осторожно, в большинстве случаев ограничиваясь умеренно-негативными комментариями и изменением прогнозов. В результате, образовался значительный разрыв между рейтингами банков Казахстана и тем, как их оценивают западные долговые рынки: в ряде случаев доходность евробондов соответствует рейтингам на 6-7 ступеней ниже де-факто присвоенных агентствами.

Для российских дочек фактор поддержки играет ключевую роль и должен учитываться в цене облигаций

Кредитное качество дочерних российских структур напрямую зависит от фактора поддержки со стороны материнских банков. Мы обращаем внимание, что результаты Москоммерцбанка и Славинвестбанка консолидируются в отчетности групп. Выпуск Альянс-Финанс обеспечен поручительством Альянс-Банка, и таким образом, представляет собой прямой кредитный риск казахского банка. Однако, на наш взгляд, спрэды рублевых бумаг далеко не в полной мере отражают отличия в кредитных профилях банков.

- **Москоммерцбанк:** ценообразование первых двух выпусков слабо коррелирует с кредитными факторами, т.к. 1-й выпуск имеет короткую дюрацию (оферта в начале декабря 2007 г.); 2-й отличается очень низкой ликвидностью (последняя крупная сделка по нему зафиксирована в июле). Динамика спрэдов 3-го выпуска – также довольно неровная, но он более ликвиден. *Текущая доходность 3-го выпуска (13.30% к 1.5-годовой оферте), на наш взгляд, адекватна кредитному качеству, а спрэды – примерно сопоставимы с текущими спрэдами длинных еврооблигаций материнского Казкоммерцбанка.*
- **Славинвестбанк:** пройдет через оферту 6 ноября. По сравнению с предыдущим купонным периодом, банк повысил ставку на 50 б.п. до 9.5%. Таким образом, доходность выпуска после прохождения оферты составит 9.72% УТМ, что соответствует спрэду к ОФЗ на уровне 400 б.п. По нашему мнению, *доходность выпуска не представляет интереса, т.к. целый ряд бумаг российских банков торгуются с доходностью выше 11% при приемлемом кредитном качестве и с возможностью рефинансирования в Банке России.*
- **Альянс-Финанс:** на наш взгляд, выпуск был размещен в конце июня с доходностью несколько ниже «справедливого» уровня. Выпуск торгуется неактивно, и, судя по последним котировкам, *доходность существенно занижена как с точки зрения кредитных характеристик, так и с учетом спрэдов еврооблигаций Альянс Банка.*

Доходность облигаций на 1 ноября



7К: для долговых инвесторов LBO – не лучший вариант

Для акционеров 7К вариант выкупа за счет заемных средств может быть «более комфортным» чем продажа стратегии

Сегодня Ведомости, ссылаясь на анонимные источники, сообщают об изменениях в планах собственников Седьмого Континента. Сделка с TPG, по информации источников газеты, расстроилась. Более того, из текста статьи следует, что возможная продажа крупного пакета акций 7К американскому инвестфонду представляла собой альтернативу сделке по выкупу доли одного из совладельцев компании, запланированной еще до переговоров. Пока нет точной информации о структуре финансирования выкупа, сложно оценить, как потенциальная сделка может повлиять на долговую нагрузку 7К. Однако, на наш взгляд, что с точки зрения кредитного профиля 7К выкуп компании на заемные средства имеет больше негативных сторон по сравнению с продажей стратегическому инвестору.

Сумма сделки может составить около \$500 млн

На сегодняшний день, точное распределение долей между основными совладельцами 7К, г-ном Занадворовым и г-ном Груздевым, неизвестно. По информации газеты, г-н Занадворов намерен выкупить долю г-на Груздева, ориентировочная сумма сделки может составить около \$500 млн. Мы полагаем, что для долговых инвесторов наибольший интерес представляет структура потенциального выкупа и форма оплаты. Источник Ведомостей говорит, что г-н Занадворов привлечет необходимую сумму у банков, в т.ч. под залог акций компании.

Это не первый случай выкупа на заемные средства на российском рынке

В этом случае сделка будет не первым примером выкупа российской компании одним из совладельцев за счет долговых ресурсов. Наиболее ярким примером была прошлогодняя сделка по выкупу 42%-го пакета акций Мечела у одного из совладельцев. Выкуп акций Мечела также предусматривал финансирование в основном физического лица-покупателя под залог акций, т.е. сделка не привела к росту долговой нагрузки самой компании.

Привлечение долга на уровне 7К негативно отразится на кредитном профиле...

Однако мы полагаем, что потенциальная сделка между бенефициарами 7К и LBO Мечела лишь отчасти сравнимы по структуре. Сталелитейная группа располагала гораздо большим свободным денежным потоком, по сравнению с одним из лидеров сетевой розницы. Мы обращаем внимание, что Мечел имел возможность увеличить дивидендные выплаты (до 50% от чистой прибыли группы по US GAAP, дивиденды по итогам 2006 года составили около \$318 млн), за счет которых покупатель мог частично рефинансировать долг перед банками. Прибыль Седьмого Континента за 2006 год составила \$68 млн, что вряд ли позволяет профинансировать существенную долю затрат г-на Занадворова. Поэтому мы полагаем, что выкуп доли одного из акционеров 7К за счет заемных средств должен быть обеспечен другими активами покупателя.

Стратегический инвестор также может прибегнуть к обременению компании долгом для финансирования выкупа. Однако мы считаем, что крупный инвестфонд располагает более весомыми ресурсами и инструментами для поддержки развития компании, поэтому, с нашей точки зрения, LBO Седьмого Континента в пользу одного из существующих акционеров вносит большую неопределенность с точки зрения структуры финансирования бизнеса по сравнению с продажей TPG.

...и на котировках облигаций компании

По нашему мнению, потенциальное использование ресурсов компании для финансирования сделки в любом случае будет воспринято инвесторами негативно. В связи с этим, мы не исключаем снижения цен облигаций 7К – как минимум, до прояснения ситуации.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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
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	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.