

Рублевые корпоративные облигации

12 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ:

- Газэкс: в ожидании реорганизации энергохолдинга » стр.2

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК:

- ПЧРБ: есть более доходные альтернативы » стр.4
- Аукционы ОФЗ: Минфину продадут, но вряд ли купят » стр.5

НОВОСТИ: Холидей, Юнимилк » стр.6

Индикаторы

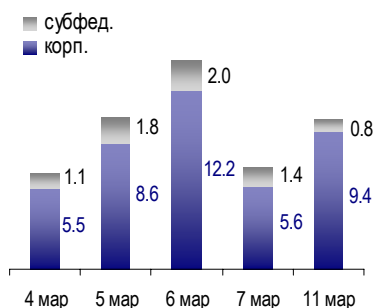
Долларов США за Евро	1.5330	- 0.1 %
Рублей за доллар США	23.8373	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 105.89	+ 1.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.80%	- 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.36%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	181	- 18 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	511.6	- 6.7
Остатки на д/с, млрд руб.	136.5	- 13.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 61.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СЕГОДНЯ

- Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (10 млрд руб., дюрация 4.7 года)
- Аукцион ОФЗ-АД 46020 (15 млрд руб., дюрация 12.4 года)
- Размещение ПЧРБ-1 (1.25 млрд руб., годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

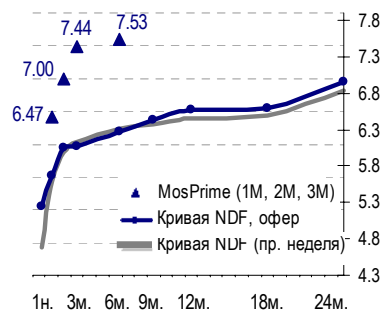


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 13 мар Размещение АФК Система-1 (6 млрд руб., годовая оферта)
- 14 мар Размещение Дальневосточная генерирующая компания-1 (5 млрд руб., годовая оферта)
- 17 мар Аукцион ОБР-5 (400 млрд руб., погашение 15 сентября 2008)
Уплата ½ суммы акцизов
Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 18 мар Размещение Московский Кредитный Банк-4 (2 млрд руб., годовая оферта)
Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	99.60	+ 5	1.4	7.38%
ОГК-5	98.00	+ 5	1.4	*9.10%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СевстАвто-2	97.20	+ 89	2.2	*9.24%
СибирьТел-7	101.09	+ 84	1.1	7.81%
СаНОС-2	102.14	+ 69	1.5	8.77%

Лидеры падения

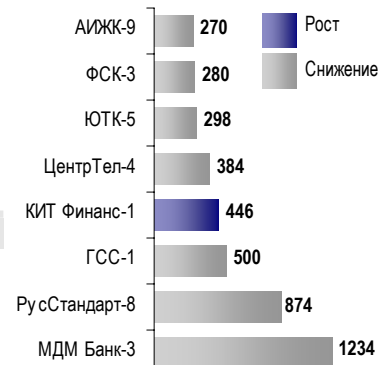
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-6	95.10	- 40	4.3	8.84%
АИЖК-7	93.60	- 32	5.1	9.27%
ФСК-2	100.70	- 25	2.1	8.06%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Транскредит-1	96.00	- 70	2.1	9.50%
МОЭСК-1	97.20	- 45	3.0	9.21%
ВТБ Лизинг-1	99.70	- 25	0.7	*8.94%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Газэкс: в ожидании реорганизации энергохолдинга

Газэкс демонстрирует позитивные финансовые результаты

Холдинг Газэкс недавно ознакомил нас с консолидированной отчетностью по РСБУ за 9 месяцев 2007 г. и предварительными результатами за 2007 год. Финансовые показатели компании в целом соответствуют прогнозам, озвученным при размещении дебютного выпуска облигаций, что само по себе позитивно характеризует кредитный профиль компании. В то же время, для большинства инвесторов доходность облигаций Газэкса к оферте в июне 2008 года (около 10.50% УТР по последним сделкам) существенного интереса не представляет.

Потенциал компании напрямую связан с реорганизацией КЭС-Холдинга

Напомним, Газэкс является крупнейшей частной газораспределительной компанией. Газэкс входит в структуру КЭС-Холдинга, крупнейшим акционером которого, в свою очередь, является многопрофильная группа Ренова. Основные сетевые активы Газэкса сосредоточены в уральском регионе (прежде всего, в Свердловской области) и Сибири. Помимо газораспределительного бизнеса, компания занимается производством и продажей сжиженного газа, а также оказывает сервисные услуги в области газовой инфраструктуры.

Более 50% выручки формируется за счет двух направлений – транспортировка природного газа и продажа сжиженного газа

Около половины совокупной выручки Газэкса формируется за счет двух основных направлений - транспортировки газа и реализации сжиженного газа. Распределение газа фактически представляет собой монопольный вид деятельности, поэтому тарифы на транспортировку регулируются ФСТ. Мы отмечаем, что, несмотря на тарифное регулирование газораспределительного бизнеса, Газэкс имеет возможность перекладывать значительную часть повышения цен на газ на конечного потребителя. При этом рентабельность Газэкса в последние годы остается достаточно стабильной на уровне 10% EBITDA.

Консолидированные финансовые результаты ГАЗЭКСа по РСБУ, млн руб.

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Чистая прибыль	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз
2005	3 518	376	8.8%	276	489	1.3x
9М 2006	3 414	310	11.0%	112	451	1.2x
9М 2007	4 135	399	9.6%	160	1 369	2.5x

Источник: данные управленческой отчетности компании, оценки Райффайзенбанка

Финансовый долг компании увеличился на сумму облигационного займа

Инвестиционная программа Газэкса нацелена на расширение и реконструкцию газораспределительной сети в регионах, а также развитие сети АГЗС. Значительная часть инвестиций прошлого года (прежде всего, приобретение региональных газораспределительных предприятий) профинансирована за счет средств облигационного займа. Соответственно, «внешний» финансовый долг Газэкса увеличился до 1.4 млрд руб.

Предварительная оценка выручки Газэкса за 2007 год – 5.7 млрд руб.

По предварительным оценкам компании, совокупная выручка за 2007 год составит 5.7 млрд руб. На долю транспортировки газа приходится 31% от выручки, реализации сжиженного газа – около 23%. Показатель EBITDA за 2007 год составил около 550 млн руб., долговая нагрузка на конец года – 2.5x Долг/EBITDA, что вполне соответствует ориентирам, озвученным при размещении облигаций.

Газэкс может стать частью укрупненного энергохолдинга

Ключевым фактором кредитного профиля Газэкса в ближайшие месяцы станет консолидация активов - как на уровне компании (в форме новых приобретений газораспределительных предприятий), так и на уровне головного холдинга. В конце февраля КЭС-Холдинг объявил о планируемой масштабной реорганизации энергетических активов, из которых будут сформированы 3 дивизиона под управлением компании КЭС-Менеджмент.

Дивизион «Генерация» объединит генерирующие компании ТГК-5 и ТГК-9 (а также ТГК-6 и ТГК-7 в случае приобретения крупных пакетов). Дивизион «Трейдинг» будет заниматься оптовыми закупками топливных ресурсов для всех предприятий КЭС, а также сбытом на энергорынке. Реализация тепло- и электроэнергетики и газа будет централизована в дивизионе «Розничные продажи», и судя по всему, именно этот дивизион консолидирует распределительные активы Газэкса и сеть по реализации сжиженного газа.

*Кредитный профиль
Газэкса изменится после
консолидации активов
КЭС-Холдинга*

С учетом фактора поддержки со стороны КЭС-Холдинга и группы Ренова, мы оцениваем финансовое состояние компании как вполне стабильное. После завершения процесса консолидации, Газэкс может стать бизнес-единицей более крупного энергетического холдинга, в результате оценка кредитного риска компании может существенно измениться. Однако детали относительно юридической формы консолидации активов КЭС-Холдинга и конкретные планы по выделению непрофильных активов, пока не озвучены, поэтому делать какие-либо прогнозы преждевременно.

*На текущих ценовых
уровнях облигации
Газэкса не
привлекательны*

По сообщениям компании, реорганизацию планируется провести в марте-апреле 2008 года. Учитывая, что уже в июне Газэксу предстоит исполнить оферту по облигациям, мы считаем, что после прохождения оферты рынок переоценит риск Газэкса с учетом изменения структуры холдинга и официальных результатов за 2007 год. Мы полагаем, что на текущих ценовых уровнях (исходя из последних котировок, доходность к оферте составляет около 10.5-11.0%) бумаги Газэкса не представляют интереса для покупки.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ПЧРБ: есть более доходные альтернативы

Ориентир по доходности (13% УТР) не выглядит привлекательным

Сегодня состоится размещение рублевых облигаций Первого Чешско-Российского Банка (ПЧРБ; Moody's B3, объем 1.25 млрд руб., оферта через 1 год). Мы считаем, что ориентир организаторов по доходности выпуска на уровне 13% УТР непривлекателен на фоне других банковских выпусков. Инвесторов с соответствующим аппетитом к риску мы рекомендуем обратить внимание на выпуск УБРИР-2 с короткой дюрацией, который торгуется с доходностью к оферте около 15%.

Ранее банк принадлежал ОАО «Стройтрансгаз», а теперь контролируется менеджментом

Исторически, ПЧРБ являлся небольшим кэптивным банком (102-е место по активам среди российских банков на конец 2007 года), существенный пакет акций которого до недавних пор принадлежал ОАО «Стройтрансгаз» (СТГ). В 2006 году структура участников банка изменилась, и на сегодняшний день банк контролируется менеджментом - председатель правления (бывший начальник финансового управления СТГ) владеет пакетом в 74.45%, а остальные 25.55% принадлежат президенту СТГ.

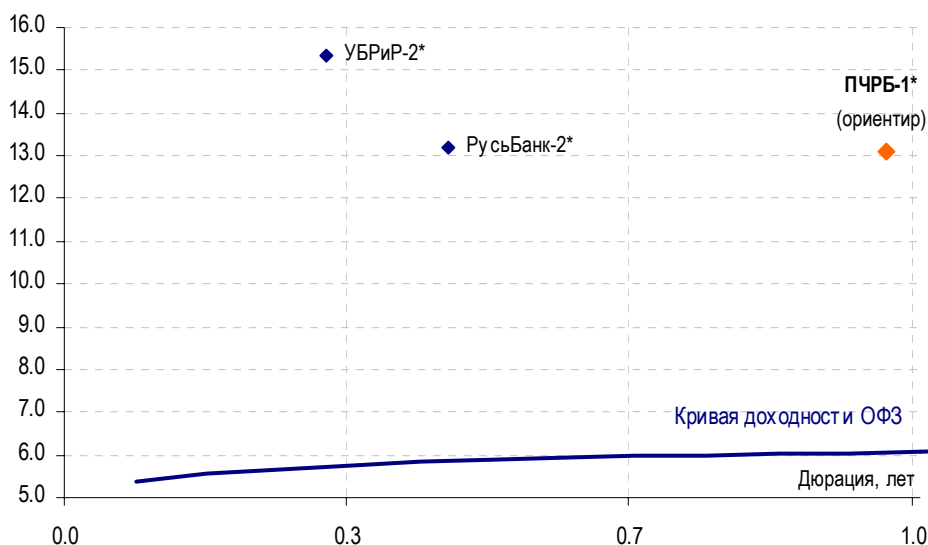
Кредитный профиль ПЧРБ мы сравниваем с другими кэптивными банками

В 2007 году банк объявил о смене стратегии, сделав ставку на развитие розницы и кредитование малого и среднего бизнеса. О результатах судить еще рано ввиду отсутствия достаточной информации об итогах деятельности банка в 2007 году. Исходя из текущей структуры акционеров, а также полагаясь на мнение агентства Moody's, мы рассматриваем кредитный профиль банка как схожий с прочими кэптивными банками, представленными на рынке рублевых облигаций.

УБРИР-2 и Русь-Банк-2 выглядят привлекательнее по соотношению риск/доходность

По нашему мнению ориентир доходности облигаций ПЧРБ не является привлекательным на фоне существующих альтернатив с более короткой дюрацией, высокой доходностью и сопоставимым или лучшим кредитным качеством. С нашей точки зрения, инвесторам с соответствующим аппетитом к риску стоит обратить внимание на выпуск УБРИР-2 (Moody's: B3; S&P: B-), который предлагает доходность к оферте в 15.33% с дюрацией 113 дней. Также, интерес может представлять выпуск Русь-Банк-2 с дюрацией 164 дня и доходностью к оферте 13.18%, поскольку Русьбанк имеет более высокий кредитный рейтинг от Moody's на уровне B2.

Доходность облигаций на 11 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ОФЗ: Минфину продадут, но вряд ли купят

**Цена досрочного выкупа
ОФЗ 25058 – 100.13%**

Сегодня, параллельно с размещением выпусков ОФЗ 46020 и 26200, Минфин впервые за последние годы проводит досрочный выкуп выпуска 25058, объем в обращении которого составляет чуть более 40 млрд руб. Цена досрочного выкупа достаточно привлекательна – 100.13% (доходность к погашению 5.41%), поэтому мы ожидаем, что большая часть выпуска будет предъявлена к выкупу. По нашему мнению, предстоящий выкуп не связан с намерением создать дополнительный спрос на бумаги вновь размещаемых выпусков. Мы считаем, что действия Минфина объясняются в первую очередь стремлением регуляторов предоставить банковской системе дополнительную ликвидность.

**Основная мотивация
Минфина и ЦБ –
обеспечение ликвидности
финансовой системы**

ОФЗ 25058 погашается 30 апреля 2008 года, к этому времени дефицит банковской ликвидности может достичь значительных размеров, и досрочный выкуп бумаг позволит несколько смягчить ситуацию. Мы предполагаем, что не весь объем выпуска находится у банков, которые могут использовать бумаги для рефинансирования через репо Банка России. Поэтому прямой выкуп бумаг способен высвободить рублевую ликвидность для всех типов инвесторов в полном объеме.

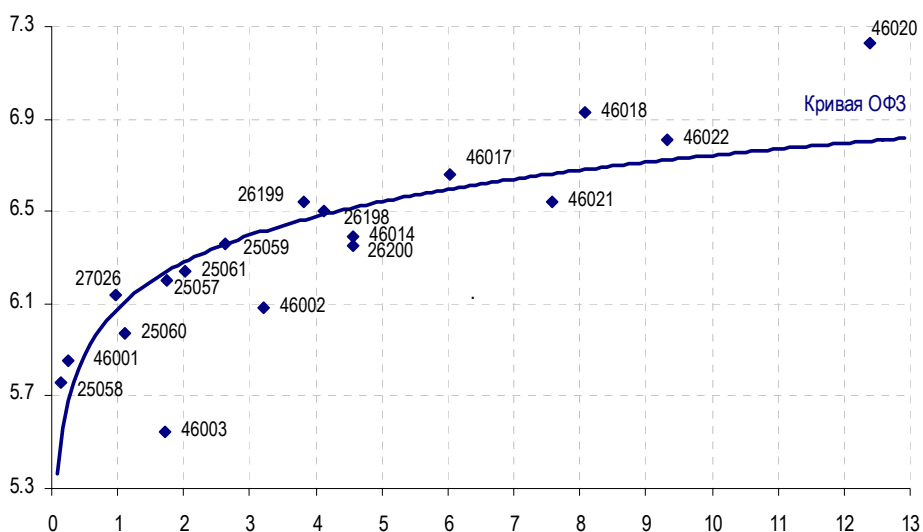
**Активный спрос на
размещаемые выпуски
возможен только в
случае, если Минфин
предоставит
существенную премию**

На наш взгляд, выкуп ОФЗ 25058, даже с учетом частичного погашения выпуска 46001 на 15 млрд руб. и купонных выплат на 6.2 млрд руб., а также значительных объемов покупок валюты Банком России во вторник (по нашим оценкам, около \$2,5 млрд), не гарантируют существенный спрос на аукционах по размещению ОФЗ 46020 и 26200 совокупным объемом 25 млрд руб. Во вторник по бумагам 46020 наблюдалась некоторая активизация торговли и повышение доходности (с 7.12% до 7.23%), что связано с открытием коротких позиций в этом выпуске. Соответственно, ограниченный рыночный спрос на аукционе вполне возможен. Выпуск ОФЗ 26200, хотя и является базовым для Минфина, пока не набрал необходимую ликвидность и не имеет надежной индикативной цены. Мы считаем, что активный спрос на него на предстоящем аукционе возможен, если доходность превысит 6.7%.

**Спрос со стороны
институтов развития
пока не очень заметен**

Однако мы полагаем, что Минфин пока не готов давать существенную премию к рынку. Учитывая негативные ожидания по ликвидности в ближайшие месяцы, значительный объем бумаг теоретически могут приобрести только Пенсионный фонд и институты развития (Фонд ЖКХ и Корпорация нанотехнологий). Последним уже разрешено вкладывать временно свободные средства в государственные ценные бумаги, однако их присутствие на рынке пока незаметно, что может быть связано с их нежеланием связывать ликвидность столь долгосрочными инструментами или пока не отработанными процедурами размещения средств. По этой причине их участие в предстоящих аукционах мы считаем маловероятным.

Доходность облигаций на 11 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

Холидей привлечет \$150 млн за счет продажи доли в компании

Газета Ведомости сегодня сообщила о возможной продаже доли в розничной сети Холидей одному из инвестиционных фондов. При этом не называются ни имя возможного портфельного инвестора, ни размер приобретаемой доли. Со ссылкой на одного из бенефициаров Холидея газета приводит ориентировочный объем средств, который компания рассчитывает привлечь за счет продажи доли - \$150 млн. При этом продажа существующих долей не планируется – покупатель, по всей видимости, выкупит допэмиссию акций группы.

Мы отмечаем, что названная сумма сделки примерно соответствует совокупной оценке компании Кора, слияние с которой Холидей должен был завершить до конца 2007 года. Использование недолговых источников для рефинансирования части кредитов, привлеченных для финансирования M&A было бы позитивным сигналом для долгового рынка, поскольку долговая нагрузка Холидея и Кору находится на высоком уровне (по нашим оценкам, около 5-6х Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 года, более подробный анализ см в нашем ежедневном обзоре от 05.10.2007г.).

Юнимилк продаст 10% акций американскому инвестфонду

Коммерсантъ сегодня сообщил, что Юнимилк продает 10%-й пакет акций головной компании холдинга инвестфонду Capital International – одной из крупнейших компаний, управляющих инвестициями на развивающихся рынках. Сумма сделки оценивается как «более чем \$150 млн», при этом не сообщается, будут ли проданы акции допэмиссии или часть пакета контролирующих акционеров.

На наш взгляд, сделка выглядит вполне логично: Юнимилку необходимы значительные средства для финансирования амбициозной инвестпрограммы. При текущем, очень высоком уровне долговой нагрузки (прогноз показателя Долг/ЕБИТДА на конец 2007 года – около 8х), доступ компании к долговым источникам существенно ограничен (более подробный анализ финансового состояния Юнимилка см в нашем ежедневном обзоре от 26.11.2007г.).

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
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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	tfazullin@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.