

# Рублевые корпоративные облигации

13 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК:

- Система: возвращение на рублевый рынок » стр.2

НОВОСТИ: X5, Белон » стр.4

## Индикаторы

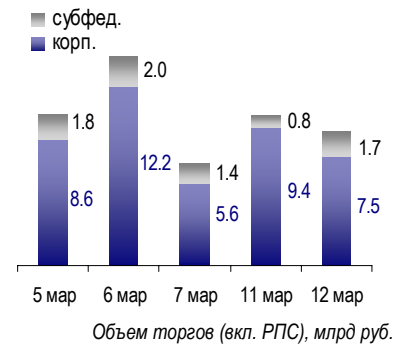
Долларов США за Евро	1.5551	+ 1.4 %
Рублей за доллар США	23.8331	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 105.89	+ 1.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.79%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.34%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	191	+ 10 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	623.6	+ 112.0
Остатки на д/с, млрд руб.	117.2	- 19.3
Сальдо операций с ЦБ		+ 22.6

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ВЧЕРА

- Выпуск ПЧРБ-1 (1.25 млрд руб.) размещен под 13.10% годовых к оферте через 1 год
- ОФЗ-АД 46020 (дюрация 12.4 года) размещен на 3.09 млрд руб. из 15 млрд руб. под 7.22% годовых
- ОФЗ-ПД 26200 (дюрация 4.6 года) размещен на 2.07 млрд руб. из 10 млрд руб. под 6.67% годовых

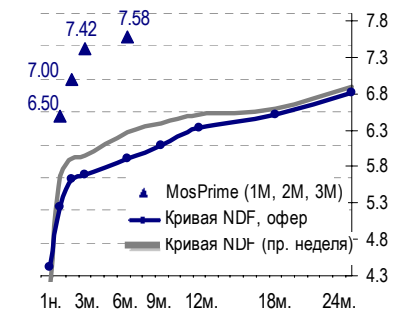
## Объем торгов на ММВБ



## 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. %
АИЖК-7	94.00	+ 40	5.1	9.18%
РЖД-7	100.19	+ 39	3.9	7.64%
АИЖК-10	94.30	+ 30	5.8	9.36%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-5	100.00	+ 25	0.5	*8.25%
ГАЗ	100.00	+ 14	0.9	*9.50%
ВТБ Лизинг-1	99.80	+ 10	0.7	*8.78%

## Лидеры падения

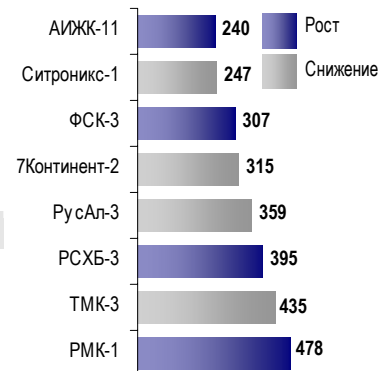
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	99.30	- 10	1.6	7.84%
ЛУКОЙЛ-3	97.82	- 9	3.3	7.93%
ФСК-4	98.95	- 5	3.1	7.78%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СевстАвто-2	96.45	- 75	2.2	*9.63%
СаНОС-2	101.45	- 69	1.5	9.23%
Мечел-2	99.10	- 50	2.1	*9.03%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### Система: возвращение на рублевый рынок

*Ориентир по доходности к годовой оферте по 1-му рублевому выпуску АФК Система: 9.41-9.99%*

Сегодня состоится размещение первого рублевого облигационного займа АФК Система (S&P BB-/Moody's Ba3/Fitch BB-, объем 6 млрд руб., оферта через 1 год). Ориентир по ставке купона – 9.25-9.75% - представляется нам привлекательным, т.к. по соотношению «риск/доходность» бумаги Системы выглядят интереснее, чем, например, большинство выпусков операторов фиксированной связи.

*Телекоммуникационный бизнес обеспечивает более 80% от совокупной выручки*

АФК Система - головная компания крупнейшего российского многопрофильного холдинга, объединяющего 9 бизнес-направлений. Кредитный риск Системы формируется, таким образом, за счет кредитных характеристик дочерних операционных компаний. Основным генератором денежного потока группы является телекоммуникационное подразделение, в то время как другие направления выступают в качестве потребителей ликвидности холдинга и обеспечивают рост в наиболее перспективных сегментах. С точки зрения денежного потока критическое значение для Системы играет МТС, обеспечивающая около 60% от совокупной выручки.

Основные финансовые показатели АФК Система по US GAAP, \$млн

Период	Выручка	OIBDA	Рентабельность по OIBDA	Валовый долг	Долг / OIBDA, Раз	Кап.расходы
2005	7 594	2 958	39.0%	4 371	1.5x	2 460
2006	10 863	4 024	37.0%	6 874	1.7x	2 366
9M2007	9 614	3 577	37.2%	7 515	1.6x	1 533

*Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка*

*Финансовые показатели Системы выглядят позитивно*

Мы полагаем, что выручка Системы за 2007 год превысит \$13 млрд при сохранении операционной маржи на уровне не ниже 35%. Финансовые показатели компании выглядят позитивно: телекоммуникационный бизнес обеспечивает высокую рентабельность (маржа OIBDA сегмента около 50%), при этом на него приходится более 80% от суммарной операционной прибыли группы.

*Прогноз Долг/OIBDA – в пределах 2x*

Показатель Долг/OIBDA за последние 5 лет не превышал 2x. Порядка 25% от совокупного долга холдинга по состоянию на конец сентября 2007 года (\$1.9 млрд) приходилось на корпоративный центр АФК Система, т.е. на поддержку тех направлений, которые пока не способны эффективно привлекать внешнее финансирование. По нашему мнению, основными потребителями средств холдинга в прошлом году являлись непубличные активы. В среднесрочной перспективе мы ожидаем умеренный рост долговой нагрузки компании, связанный с амбициозными инвестпроектами группы, особенно в сегменте недвижимости.

*В среднесрочной перспективе возможен рост долговой нагрузки, обусловленной M&A-активностью холдинга*

Объем капитальных вложений Системы в 2008 году запланирован на уровне \$1.6 млрд, что составляет менее 50% от прогнозируемого денежного потока от операционной деятельности холдинга. В этом случае долговая нагрузка компании останется на уровне 1.5-2.0x Долг/OIBDA. В то же время, M&A-активность Системы, а также ее дорогостоящий индийский проект (оценка инвестиций – около \$7 млрд в течение нескольких лет) в среднесрочной перспективе может существенно повлиять на долговую нагрузку. Однако мы считаем, что это влияние не будет носить критического характера для кредитного профиля, поскольку холдинг обладает значительной гибкостью в выборе источников финансирования (включая недолговые).

*Структурные риски связаны со спецификой холдинговой компании и не принципиальны на горизонте 1 год*

В качестве негативного фактора мы отмечаем очевидные риски структурной субординации кредиторов головной компании перед кредиторами на уровне операционных дочерних компаний. Система имеет возможность перераспределения денежных средств внутри группы самыми различными способами, включая выплату дивидендов, внесение средств в капитал

дочерних компаний (в т.ч. неконсолидированных) и использование дочернего банка для перераспределения ресурсов.

**Позитивный фактор – финансовая прозрачность холдинга, включая ряд публичных дочерних компаний**

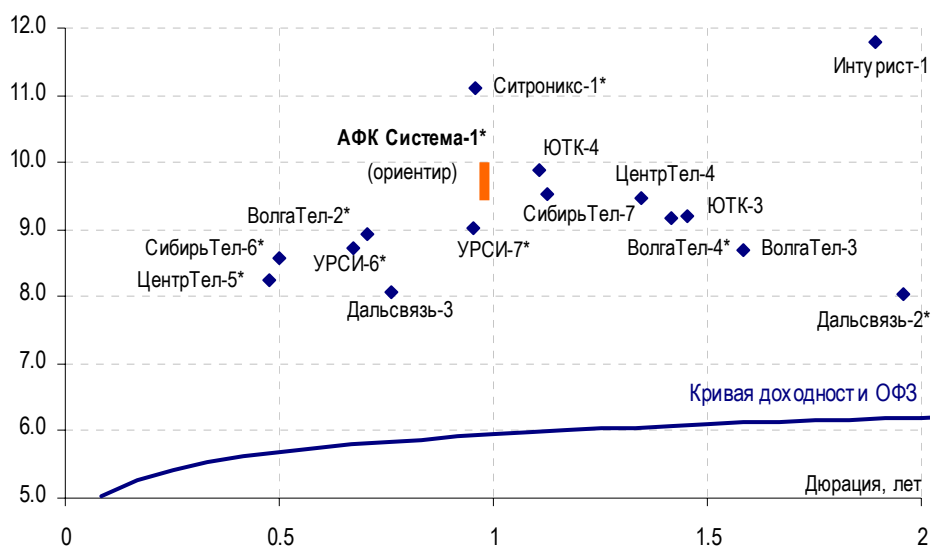
Держатели облигаций не защищены от такого рода рисков, т.к. структура выпуска не предусматривает поручительств от операционных компаний. Разница в рейтингах Системы и МТС от Moody's (Ba3 против Ba2), может быть частично обусловлена именно структурными рисками. С другой стороны, кредиторы Системы подвержены рискам дочерних компаний, т.к. в условия финансирования обычно включается положение о кросс-дефолте. Однако, по нашему мнению, риски структурной субординацией компенсируются публичным статусом холдинга и ряда дочерних компаний и на горизонте 1 год не играют существенной роли при оценке кредитного качества Системы.

**Ориентир по доходности выглядит привлекательно, размещение должно пройти успешно**

С учетом высокой рентабельности и невысокого уровня долговой нагрузки Системы, мы позитивно оцениваем текущий финансовый профиль группы. На наш взгляд, ориентир организаторов по ставке купона дебютного облигационного займа (9.25-9.75%, что соответствует доходности к годовой оферте 9.41-9.99%) выглядит весьма привлекательно на фоне большинства бумаг телекоммуникационного сектора.

Мы полагаем, что заявленный уровень доходности и хорошие перспективы для включения выпуска в ломбардный список Банка России обеспечат бумагам Системы достаточный спрос на аукционе. В этом смысле размещение Системы напоминает недавнее успешное размещение облигаций ВБД. Учитывая значительный объем выпуска Системы, мы считаем реалистичной ставку купона в диапазоне 9.50-9.75%.

**Доходность облигаций на 12 марта**



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

---

## НОВОСТИ КОМПАНИЙ

---

### Миноритарные акционеры X5 ищут покупателей на 21%-ю долю

Вчера агентство Reuters сообщило, что основатели Пятерочки, которым в настоящее время принадлежит около 21% акций X5 Retail Group, планируют продать свои пакеты и уже наняли Morgan Stanley для поиска возможных покупателей. На наш взгляд, эта информация в очередной раз подтверждает наличие разногласий между контролирующими акционерами X5 (Альфа-Групп) и бывшими совладельцами Пятерочки по поводу реализации опциона на продажу сети гипермаркетов Карусель.

Негативным последствием действий миноритарных акционеров X5, по нашему мнению, является неопределенность относительно перспектив размещения доэмиссии акций группы в мае-июне 2008 года. Однако, в целом, вчерашняя новость нейтральна для оценки кредитного профиля X5. Мы предполагаем, что поиск покупателя на 21%-ю долю в X5 может занять значительное время, учитывая, что г-н Рогачев и его партнеры предполагают продать акции с существенной премией к текущим рыночным котировкам.

---

### ММК увеличил долю в Белоне

Сегодня ММК объявил о приобретении 50%-й доли в компании Onarbay, которой принадлежит 82.6% акций угольной компании Белон. Таким образом, доля ММК в капитале Белона достигла 41.3% (в прошлом году ММК напрямую приобрел около 11% акций Белона и заявил о намерении увеличить долю). По сообщению Reuters, ММК рассчитывает в результате сделки закрыть к 2012 году до 55% потребностей в концентрате коксующегося угля и 60% потребностей в энергетическом угле. ММК не исключает дальнейшее увеличение своей доли, но пока такие переговоры не ведутся.

В свою очередь, руководители Белона сегодня заявили, что компания сохраняет планы по проведению SPO в следующем году. При условии благоприятной конъюнктуры инвесторам может быть предложено 15-20% акций – как существующие, так и бумаги дополнительного выпуска.

Увеличение доли ММК является позитивным кредитным событием для Белона. В то же время, кредитный профиль компании в настоящее время определяется масштабной инвестиционной программой, источники финансирования которой пока лишь предстоит определить. В ноябре 2007 года Белон оценивал стоимость инвестпрограммы на 2008-2012 гг в \$500 млн., из которых 70% планировалось профинансировать за счет собственных средств, 30% - за счет заемных. Мы не исключаем, что ММК может оказать финансовую поддержку проектам Белона, однако долговая нагрузка Белона в среднесрочной перспективе останется сравнительно высокой (около 4.5x Долг/ЕБИТДА).

## 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.