

# Рублевые корпоративные облигации

26 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

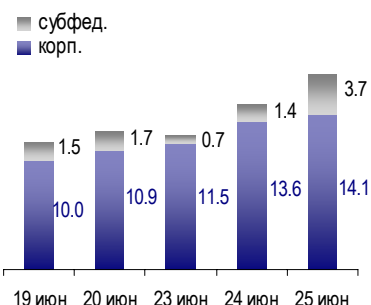
- ГАЗ: стабильность долгосрочной стратегии » стр. 4

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5669	+ 0.7 %
Рублей за доллар США	23.6009	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 133.63	- 1.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.73%	+ 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	150	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	542.3	- 49.6
Остатки на д/с, млрд руб.	396.9	- 88.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 85.8	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

## Объем торгов на ММВБ

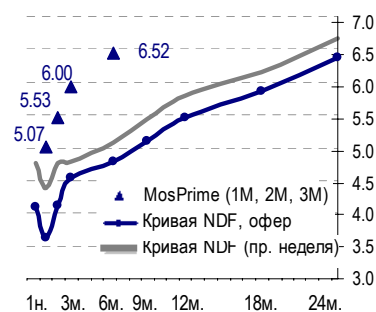


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 25 июня
- Размещение ЮниТайл-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
  - Размещение ШАНС Капитал-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
  - Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
  - Заседание ФРС по ставкам
- 26 июня
- Размещение Первый Объединенный Банк-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
  - Аукцион ОБР-6 (10 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
- 30 июня
- Уплата налога на прибыль

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.30	+ 30	1.1	6.77%
РСХБ-3	98.10	+ 20	1.5	*8.77%
РСХБ-4	100.25	+ 10	0.3	*7.37%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	100.49	+ 99	1.9	*8.29%
МОИА-1	92.80	+ 40	1.9	13.48%
7Континент-2	99.00	+ 40	1.0	*9.08%

## Лидеры падения

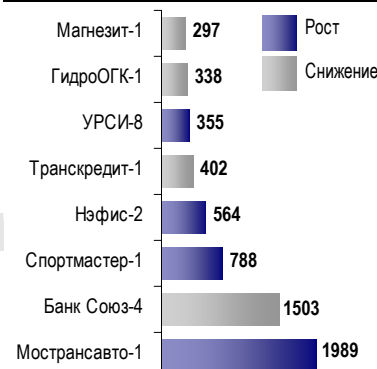
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	92.50	- 90	4.9	9.58%
АИЖК-6	94.10	- 67	4.1	9.17%
Газпром-4	101.28	- 56	1.5	7.50%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-2	97.50	- 45	1.6	*10.56%
Промсвязь-5	98.25	- 25	0.9	*10.30%
ЮТК-5	97.49	- 21	1.8	*9.19%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### ГАЗ: стабильность долгосрочной стратегии

Вчера группа ГАЗ опубликовала аудированную отчетность по МСФО за 2007 год. Финансовые результаты не содержат особых сюрпризов: выручка соответствует предварительным оценкам компании, операционная рентабельность остается стабильной на протяжении последних 3 лет. Объем капитальных затрат оказался несколько ниже первоначальных планов, поэтому долговая нагрузка выросла лишь незначительно по сравнению с предыдущим годом (Долг/ЕБИТДА 1.8х).

**Реструктуризация ГАЗа: автокомпоненты будут выведены за пределы группы**

В ходе вчерашней телеконференции менеджмент ГАЗа представил некоторые подробности 5-летней стратегии компании, которая должна быть утверждена в ближайшем будущем. Целевая структура бизнеса представлена несколькими продуктовыми сегментами – LCV, легковые автомобили, автобусы, грузовики, спецтехника, а также дивизионом Powertrain (двигатель, коробка передач, трансмиссия). Компетенция продуктовых направлений ограничена лишь сборкой машин, сваркой и окраской кузова, в то время как производство автокомпонентов будет выведено за пределы группы. Этот бизнес планируется развивать совместно с иностранными партнерами в специально создаваемом технопарке в Нижегородской области.

**Основной проект ГАЗа: создание производства дизельных двигателей малой мощности**

Затраты на сборку и окраску составляют лишь незначительную часть в структуре себестоимости автомобиля (около 10%), поэтому основную часть добавленной стоимости будет формировать дивизион Powertrain. В соответствии с планами компании, к 2012 году не менее 70% выпускаемых машин будут оснащаться собственными двигателями. Наиболее приоритетной задачей группы ГАЗ является организация производства дизельных двигателей малой мощности для установки на Газель. Сейчас эти автомобили оснащаются только бензиновыми моторами, основная доля поставок которых (около 88%) приходится на Северсталь-авто.

**Активное развитие сегментов грузовиков и спецтехники**

Помимо создания дизельного мотора и модернизации Газели, значительная часть инвестиций в ближайшие 5 лет будет направлена на развитие сегментов грузовиков и спецтехники в партнерстве с одним из мировых лидеров отрасли. Также группа ГАЗ, следуя примеру крупнейших автопроизводителей, планирует создать собственную дилерскую сеть и продавать через нее до 30% собственной продукции через 3 года.

#### Финансовые результаты группы ГАЗ по МСФО (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	94.6	10.0	10.6%	14.8	1.5	6.7
2006	120.3	12.3	10.3%	21.0	1.7	7.2
2007	152.8	15.5	10.1%	27.8	1.8	9.1

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Ожидается замедление темпов роста выручки до 20%**

В начале года группа ГАЗ опубликовала достаточно подробные результаты операционной деятельности (см. ежедневный обзор от 01.02.2008), которые в целом соответствуют данным международной отчетности. Выручка компании повторила динамику 2006 года, увеличившись на 27%. Однако в 2008 году менеджмент ГАЗа ожидает некоторое замедление темпов ее роста: внутренний ориентир составляет 20%.

**Стабильная рентабельность ЕБИТДА**

На протяжении последних нескольких лет рентабельность на уровне ЕБИТДА держится на стабильном уровне 10-11%. Некоторое давление на общий уровень маржи группы ГАЗ оказывает убыточное производство на британском предприятии LDV, которое было приобретено в середине 2006 года. Так, рентабельность ЕБИТДА выпуска всех коммерческих автомобилей, легковых машин и легких грузовиков снизилась в 2007 году на 1.2 п.п. Также сократилась маржа сегмента автобусов на 6 п.п. (до 10.4%).

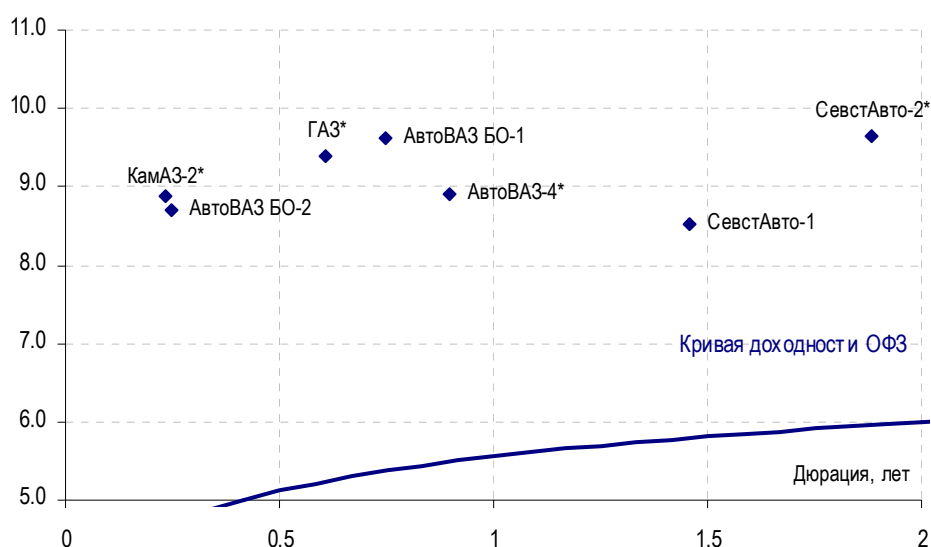
**Долговая нагрузка существенно не вырастет в 2008 году**

Объем капитальных затрат в 2008 году запланирован на уровне 15-18 млрд руб. При условии достижения ориентира по выручке и сохранении рентабельности на уровне 2007 года, основная часть инвестиционной программы ГАЗа будет профинансирована за счет операционного денежного потока. По этой причине мы не ожидаем существенного роста долговой нагрузки по итогам 2008 года. Однако новая стратегия ГАЗа предполагает заметное увеличение капитальных вложений в последующие годы, которое может привести к плавному росту долговой нагрузки. Мы не видим в этом угрозы кредитному качеству компании, принимая во внимание уверенные конкурентные позиции ГАЗа и наличие долгосрочной программы развития.

**Получение рейтинга не приведет к росту котировок**

В этом году компания планирует получить кредитный рейтинг. Однако облигации ГАЗа не смогут быть включены в ломбардный список, поскольку их эмитентом является SPV-компания. Поэтому мы не ожидаем существенного роста котировок после получения рейтинга.

### Доходность облигаций на 25 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## 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
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

### 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 9978

#### **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
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.