

Рублевые корпоративные облигации

13 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Сатурн и УМПО: результаты I полугодия стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Отток капитала не пройдет бесследно » стр. 4

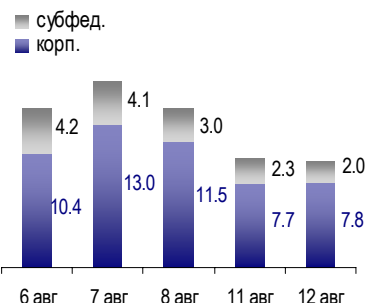
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4916	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	24.3087	- 0.6 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 109.93	- 1.2 %
Москва-39, дох. % год.	8.70%	- 7 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.64%	+ 0 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	672.0	- 58.1
Остатки на д/с, млрд руб.	160.8	- 12.0
Сальдо операций с ЦБ	- 163.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

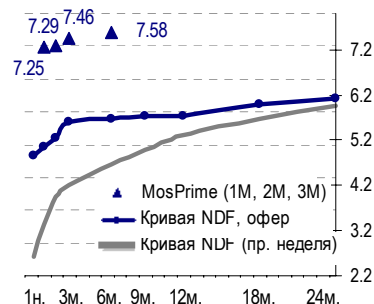


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

14 авг	Размещение Сибирьтелеком-8 (2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение Европлан-1 (2 млрд руб., 2-летняя оферта)
	Размещение Вестер-1 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Аукцион ОБР-6 (20 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
15 авг	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
	Уплата ½ суммы акцизов
20 авг	Размещение Ашинский метзавод-1 (2 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	87.21	+ 68	5.2	11.24%
ФСК-4	97.14	+ 64	2.8	8.52%
ФСК-2	100.20	+ 35	1.7	8.29%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-5	100.75	+ 25	0.7	*11.84%
УралсибЛК-1	100.48	+ 23	0.8	*11.27%
РусСтандарт-8	99.70	+ 20	0.2	*10.08%

Лидеры падения

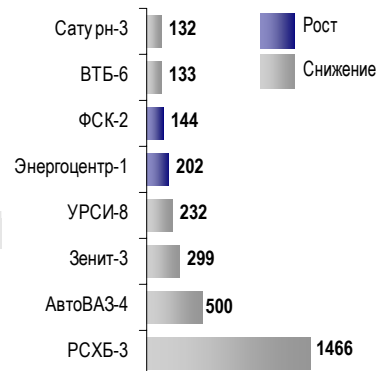
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	88.00	- 50	4.0	*11.29%
ГидроОГК-1	97.30	- 30	2.6	9.39%
АИЖК-7	87.70	- 20	4.9	10.79%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-1	98.60	- 20	0.9	10.84%
Мечел-2	91.70	- 20	1.7	*14.09%
НК Альянс-1	98.25	- 20	1.0	*10.92%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте



**Raiffeisen
BANK**

Сатурн и УМПО: результаты I полугодия

НПО Сатурн и УМПО первыми среди моторостроителей отчитались по итогам I полугодия. На протяжении последних трех кварталов УМПО демонстрирует слабые результаты, что связано с ростом цен на материалы и укреплением рубля. В свою очередь Сатурну удалось восстановить операционную рентабельность (маржа EBITDA 12%). Кредитный профиль обеих компаний характеризуется очень высокой долговой нагрузкой, при этом сохраняются разногласия между частными акционерами и Оборонпромом относительно стратегии развития предприятий. Как следствие, риски рефинансирования для обеих компаний остаются, на наш взгляд, достаточно высокими.

Финансовые результаты УМПО по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	10 458	2 543	24.3%	4 193	1.6	10.7
2006	14 995	2 365	15.8%	8 672	3.7	4.8
2007	15 830	495	3.1%	15 744	31.8	0.5
1H2008	4 956	(506)	-	16 770	-	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

УМПО демонстрирует валовый убыток на протяжении последних трех кварталов

УМПО пока не удается преодолеть основную проблему разрастания операционных расходов: в течение последних 3 кварталов компания демонстрирует валовый убыток. Основной причиной слабой динамики являются рост цен на металлы и энергоносители, а также укрепление рубля. При этом возможность компании управлять ценой существенно ограничена, поскольку большая часть продукции (около 80%) отгружается по долгосрочным экспортным контрактам, номинированным в долларах. Менеджмент УМПО все же планирует завершить год с прибылью, в основном благодаря заключению новых договоров, предусматривающих увеличение стоимости двигателей на 30%.

Сохраняется высокий спрос на авиадвигатели УМПО

Снижение выручки (-35% к 1H2007), по нашему мнению, носит временный характер и отражает особенности бизнеса УМПО, связанные с исполнением нескольких крупных проектов: так, в 2006 году около половины доходов пришлось на 4-ый квартал. Мы ожидаем сохранения высокого спроса на двигатели УМПО в течение ближайших 2 лет, исходя доступных в прессе сведений о заключенных контрактах на поставку истребителей Су-30. При этом собственный бизнес-план компании предусматривает двукратное увеличение объемов отгрузки во II полугодии.

Убытки от текущей деятельности привели к разрастанию долга

Основной причиной роста долга УМПО (+1.0 млрд руб.) стали слабые результаты текущей деятельности: чистый убыток за I полугодие составил 852 млн руб. Увеличение разрыва между кредиторской и дебиторской задолженностью (+2.3 млрд руб.) позволило повысить объем продукции в производстве на 1.6 млрд руб. без привлечения дополнительного долга. Также мы отмечаем изменения в балансовой статье «Расходы на НИОКР» (+594 млн руб.), которая стала значимой в конце 2007 года после покупки у НПО Сатурн пакета технической документации для двигателя АЛ-31.

Финансовые результаты НПО Сатурн по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	8 671	1 745	20.1%	4 532	2.6	4.3
2006	7 960	831	10.4%	7 359	8.9	1.5
2007	10 373	624	6.0%	11 892	19.0	0.7
1H2008	4 148	499	12.0%	14 167	14.2	1.4

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Улучшение рентабельности Сатурна связано с более высокой долей доходов от ремонта авиадвигателей

Результаты НПО Сатурн выглядят более позитивно по сравнению с УМПО: несмотря на негативную ценовую конъюнктуру, компания удалось восстановить рентабельность EBITDA до уровня 12.0%. Позитивные изменения динамики финансовых результатов Сатурна могут быть связаны с изменениями в структуре выручки компании. Существенно сократился объем поступлений от НПОКР, по сути представляющих собой бюджетные отчисления (4.3 млрд руб. в 2007 г., всего 0.3 млрд руб. – в 1H2008). Соответственно, доля доходов этого направления снизилась с 57% в 2007 г. до 19% в 1H2008. Также немного сократилась выручка сегмента промышленных турбин в связи с выделением этого направления в дочернюю компанию. Основной же статьей доходов Сатурна с начала 2008 года стал ремонт авиадвигателей (65%), рентабельность этого направления менее чувствительна к росту расходов на исходные материалы и заработную плату.

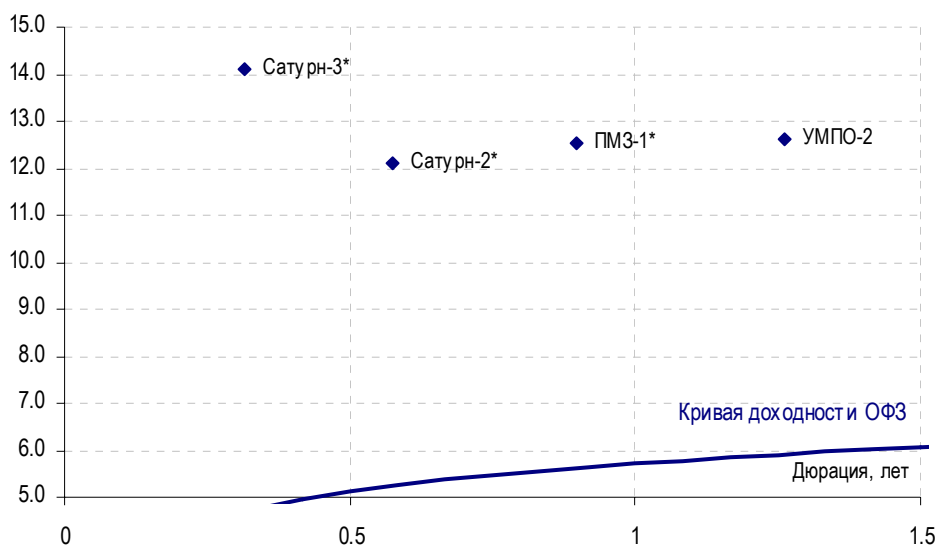
Консолидированная долговая нагрузка может оказаться выше, чем у головной компании

Несмотря на некоторое улучшение операционной рентабельности, долговая нагрузка НПО Сатурн остается очень высокой (Долг/EBITDA 14.2x). При этом значительный объем операций осуществляется на дочерних и совместных предприятиях Сатурна, поэтому уровень долга в целом по группе может оказаться несколько выше.

ПМЗ – наиболее привлекательный выпуск в моторостроении

НПО Сатурн и УМПО являются наиболее сильными компаниями в отрасли с точки зрения уровня технологического развития, что подтверждается их проектами по созданию двигателей для SSJ и нового истребителя Су-35. Однако существующие разногласия между частными акционерами компаний и Оборонпромом (см. ежедневный обзор от 07.05.2008 г.), снижают значимость фактора господдержки в краткосрочной перспективе и существенно повышают риски рефинансирования. По нашему мнению, в настоящее время наиболее привлекательно в секторе двигателестроения смотрятся облигации ПМЗ (Долг/EBITDA – 5x, контроль Оборонпрома).

Доходность облигаций на 1 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Отток капитала не пройдет бесследно

Валютный рынок начал понемногу успокаиваться

После панических пятницы и утра понедельника валютный рынок начал понемногу успокаиваться. Сегодня стоимость бивалютной корзины снизилась до уровня 29.50 руб., еще в понедельник она штурмовала отметку 30.10 руб., где рынок своими продажами долларов поддержал ЦБ. По нашим оценкам, уже во вторник Банк России начал снова осуществлять регулярные покупки валюты.

Однако возвращение корзины к уровню 29.25-29.35 в ближайшие дни маловероятно. Скорее всего в августе рынок не увидит нового уровня поддержки ЦБ

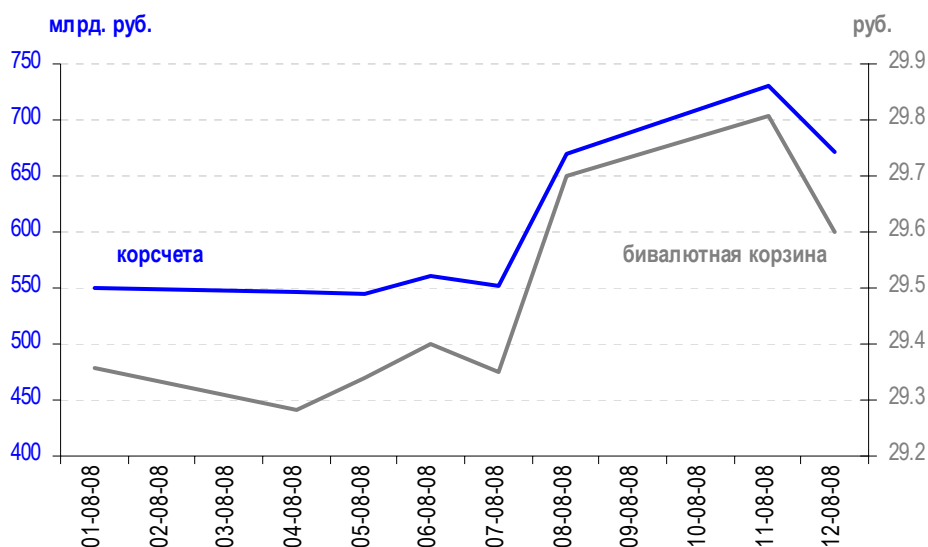
Однако, на наш взгляд, пока рано говорить о том, что в скором времени бивалютная корзина вернется в диапазон 29.25-29.35, где она находилась большую часть июля и начала августа. Мы считаем, что многие участники захотят закрыть свои длинные рублевые позиции, как только курс рубля будет приближаться к этим уровням. Особенно это касается тех игроков, которые в момент всеобщей паники и массового закрытия рублевых позиций наперекор рынку продавали доллары. По нашему мнению, в результате такого осторожного поведения спекулянтов рынок, по крайней мере, в этом месяце, не увидит нового уровня поддержки ЦБ, и Банк России ограничится лишь плановыми покупками валюты.

На прошлой неделе экспортеры продали большой объем валюты, что лишило рынок определенной поддержки. Кроме того, продолжают падать цены на нефть

Мы уже писали о том, что в августе объем плановых интервенций ЦБ будет примерно равен сальдо текущего счета (около \$8 млрд.), поэтому динамика курса рубля будет целиком зависеть от капитального счета, прежде всего поведения спекулянтов. Но теперь предпосылок для дальнейшего укрепления рубля стало еще меньше. На наш взгляд, на прошлой неделе, когда начал ослабляться рубль, экспортеры активно продавали свою валюту. Поэтому ждать большого притока долларов от экспортной выручки в оставшиеся дни августа не стоит. Кроме того, не следует забывать о продолжающемся падении цен на нефть (вчера баррель марки URALS стоил уже \$107), подрывающего торговый баланс страны.

В России денежный рынок очень сильно зависит от валютного. Поэтому, как только ЦБ начал продавать большие объемы валюты, банковская система сразу же почувствовала нехватку ликвидности. При этом, как мы и ожидали, встряска на валютном рынке привела к дополнительной потребности в рублевых средствах, в результате чего уровень корсчетов повысился в понедельник до рекордных для текущего года 730 млрд. руб.

Уровень корсчетов и динамика бивалютной корзины в августе



Источник: ММББ, Reuters, Банк России, оценки Райффайзенбанка

По нашим оценкам, реальный дефицит ликвидности сейчас находится на уровне 50-70 млрд. руб., но объем РЕПО выше в связи с нерыночным поведением ряда крупных банков

Ослабление напряженности на валютном рынке, а также размещение бюджетных средств в размере 119 млрд. руб. на банковские депозиты, должно успокоить и денежный рынок. По нашим оценкам, реальный дефицит ликвидности сейчас находится на уровне 50-70 млрд. руб. Однако те крупные банки, которые начали занимать рубли у ЦБ еще в четверг, когда дефицита ликвидности еще не было и в помине, возможно продолжают это делать и сейчас, поэтому сегодня объем РЕПО с ЦБ превышает рассчитанный нами дефицит.

Ситуация с ликвидностью в августе будет сложной. В последнюю неделю месяца ставки будут на уровне 7%-8%

Мы прогнозируем, что произошедший отток капитала из России и определенная слабость валютного рынка значительно осложнят ситуацию с ликвидностью в августе, и прохождение налоговых дней будет не столь легким, как в предыдущие три месяца. Мы ожидаем, что уже 14-15 августа, когда будет уплачиваться ЕСН и часть акцизов, произойдет рост объема РЕПО на 50-60 млрд. руб. Затем, за счет регулярных валютных интервенций и снятия средств с депозитов ЦБ, дефицит ликвидности постепенно снизится до незначительной величины. Но 25 августа, в день уплаты НДС (185 млрд. руб.) объем РЕПО с ЦБ, по нашим оценкам, снова сильно возрастет, и до конца месяца краткосрочные процентные ставки будут держаться на уровне 7%-8%.

Значительно облегчить ситуацию с ликвидностью могло бы поступление в систему 180 млрд. руб. средств Фонда ЖКХ. Однако, судя по заявлениям представителей фонда большую часть средств банки получают не раньше сентября.



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
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

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.

