

Рынок облигаций

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР, 19 августа 2008 г.

ОБОЗРЕВАТЕЛЬ

ДМИТРИЙ БОГОСЛОВСКИЙ,

Макроэкономика, денежный рынок
dmitri.bogoslovsky@lcib.ru

АНДРЕЙ ЗОЛотов

Рынки долгового капитала
andrey.zolotov@lcib.ru

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, %
PTC	1785,36	3,64
MMB5	1460,20	7,40
DJIA	11659,9	-0,63
Rux-Cbonds	222,99	0,05
USD/EUR	1,47	1,71
RUR/USD	24,5054	-2,10
Золото, USD/тр. унц.	786,00	-8,39
Нефть, USD/барр.	113,90	-1,03

Источник: Bloomberg, Cbonds

Индикаторы	Значение	Изменение неделя, б. п.
UST10	3,84	-8
Russia 30-UST 10	191	5
EMBI Rus	190	11
Mosprime 3M	7,50	0,98
LIBOR 3M	2,81	1

Источник: Bloomberg

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

На прошлой неделе ситуация на денежном рынке была сложной. В понедельник ставка Mosprime o/n была около 8 % и концу недели опустилась до 5,7 %. На этом фоне банки активно применяли рефинансирование через механизм РЕПО с ЦБ. Особенно много банки занимали посредством РЕПО (больше 200 млрд. руб.) в первые два дня недели, когда ставки межбанка были выше 7 %. За неделю рубль отыграл часть потерянных позиций ранее, однако по-прежнему остался выше отметки в 24 руб.

На таком фоне о росте на внутреннем рынке говорить не приходится. Наиболее ликвидная из ОФЗ бумага 46020 закрепились по доходности выше 8 %. Отметим также, что бумаги 46021 и 46022 с доходностей не дававших премии к ставке РЕПО, поднялись до уровней, предполагающих премию 30-55 б. п. Мы ранее предполагали, что коррекция в ОФЗ произойдет в случае длительных трудностей на денежном рынке, при которых активно будет использоваться рефинансирование в ЦБ. В целом ситуация на рынке остается сложной. На этой мы не ждем каких-либо перемен на рынке. На этой неделе на фоне более спокойного денежного рынка рост доходностей долговых бумаг должен остановиться.

На прошлой неделе газета Ведомости сообщила, что компания Марта инициировала процедуру финансового оздоровления, целью которой является восстановление платежеспособности и сохранение компании путем консолидации активов, структуризации сети «Гроссмарт» для последующей продажи. По сути это означает полноценный дефолт компании, так как процедура оздоровления может продолжаться длительное время, в течение которого держатели обязательств Марты будут ждать свои средства.

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

На прошлой неделе состоялось размещение восьмого выпуска Сибирьтелекома (-/-/В+) объемом 2 млрд. руб. и сроком обращения 5 лет со встроенной 1,5 годовой офертой. Ставка купона составила 9,75 %, что соответствует доходности в 9,99 %. Доходность оказалась выше ориентира, который был дан изначально (УТР 9,20-9,75 %), однако вполне соответствует ухудшению рыночной конъюнктуры за последние дни, поэтому можно сказать, что размещение прошло без каких-либо сюрпризов. Не полностью прошло размещение лизинговой компании Европлан (Без рейтинга) объемом 2 млрд. руб. и сроком обращения 3 года (оферта 2 года). Инвесторам была предложена ставка купона 14,5 %, что соответствует доходности 15 %. В итоге было размещено немногим более 1 млрд. руб. Данное размещение полезно сравнить с недавним размещением Лизинговой компании Уралсиб (-/-/В+). Купон на данном аукционе был определен в 12,99 %, что соответствует доходности 13,41 % к полугодовой оферте.

	Европлан	Европлан	ЛК Уралсиб
	2007 US GAAP	2007 US GAAP	2007 МСФО
	Млн. долл.	Млн. руб.*	Млн. руб.
Активы	489	11981	25060
Чистые инвестиции в лизинг	385	9433	20078
Капитал	68,50	1678	3839,00
Процентый доход	62,70	1536	2947,00
Чистый процентный доход	38,10	933	1770,00
ROAA,%	5,90	-	3,40
ROAE,%	38,10	-	18,80
Чистая процентная маржа,%	13,60	-	11,10
Капитал/Активы,%	14,01	-	15,32
рейтинг	Без рейтинга	-	B+ (Fitch)

**Собственный пересчет для ориентира; курс для пересчета 24,5 руб/долл
Источник: Меморандум, расчеты Линк Капитал*

Видно, что лизинговая компания Уралсиб значительно превышает в масштабах Европлан. Последняя при этом имеет более высокие показатели рентабельности, что обусловлено более высокой средней ставкой по лизинговому портфелю. Однако необходимо отметить, что Европлан в основном ориентируется на предприятия малого и среднего бизнеса, в то время как в портфеле ЛК Уралсиб преобладают компании, представляющие крупный бизнес, что должно снижать риски лизингодателя. Хотя если посмотреть объем просроченной лизинговой задолженности, которая представлена в меморандумах, то они практически равны. В целом кредитный профиль компании Уралсиб представляется более предпочтительным в силу значительно больших масштабов бизнеса. Теперь о доходностях. Более длинная дюрация бумаг Европлана соответствует премии около 50-60 б. п. Поскольку Европлан на сегодня не имеет рейтинга, его долговые бумаги в ближайшей перспективе не могут включены в ломбардный список, что в текущих условиях может вылиться в премию до 100 б. п. В итоге получается, что доходность в районе 15 % представляется нижней границей, по которой бы могла разместиться компания Европлан. Учитывая то, что за последнее время ситуация на рынке ухудшилась, хороший спрос на долговые бумаги Европлана мог бы быть при большей доходности. С другой стороны, если у эмитента нет экстренной необходимости в средствах, то он может себе позволить не предлагать большие ставки в ущерб размещенному объему. В меморандуме к размещению сказано, что у компании есть открытые кредитные линии в RaiffeisenBank, StandartBank и Unicreditbank общим объемом около 45 млн. долл. мы полагаем, что использование данной кредитной линии может обойтись компании значительно дешевле, нежели выпуск облигационного займа по справедливой на текущий момент доходности.

На следующей неделе пройдет размещение Ашинского Металлургического Завода (not rated) объемом 2 млрд. руб. срочностью 5 лет с двумя офертами (через 1 год, и через 2 года). Средства планируется направить на создание собственных баз по заготовлению лома, а также на введение новых электросталеплавильных методов производства стали на замену устаревшим мартеновским печам. Непосредственным эмитентом будет выступать SPV АМЕТ-Финанс, а АМЗ станет поручителем по займу. Завод относится к малым и средним предприятиям черной металлургии. Выпуск АМЗ в 2007 году составил, согласно меморандуму, 480 тыс. тонн продукции. Структура производства АМЗ входит толстолистовой прокат, электротехническая лента, слэбы и др. Причем превалирует в структуре выручки толстолистовой прокат (79 %). Компания не имеет собственной сырьевой базы и закупает стальной лом у сторонних поставщиков. В целом компания имеет неплохие финансовые показатели.

	АМЗ	АМЗ	Амурметалл	Метзавод Серова
	2007 РСБУ	2008 1 кв. РСБУ	2007 РСБУ	2007 РСБУ
	Млн. руб.	Млн. руб.	Млн. руб.	Млн. руб.
Выручка	9504	3056	13283	10749
Активы	12833	12957	18611	10357
Sales margin, %	18,93	15,74	14,23	13,64
EBITDA margin, %	21,00	13,78	15,00	14,00
Net Margin, %	14,00	7,89	4,00	5,00
Долг/EBITDA	0,60	0,75	5,70	3,90
Долг/Капитал	0,13	0,12	1,82	2,10
EBITDA/Финансовые расходы	179,00	100,00	9,00	5,40
Доля краткосрочного долга, %	77,59	79,89	75,23	80,33
Объем производства тыс. тонн	480	-	417	490

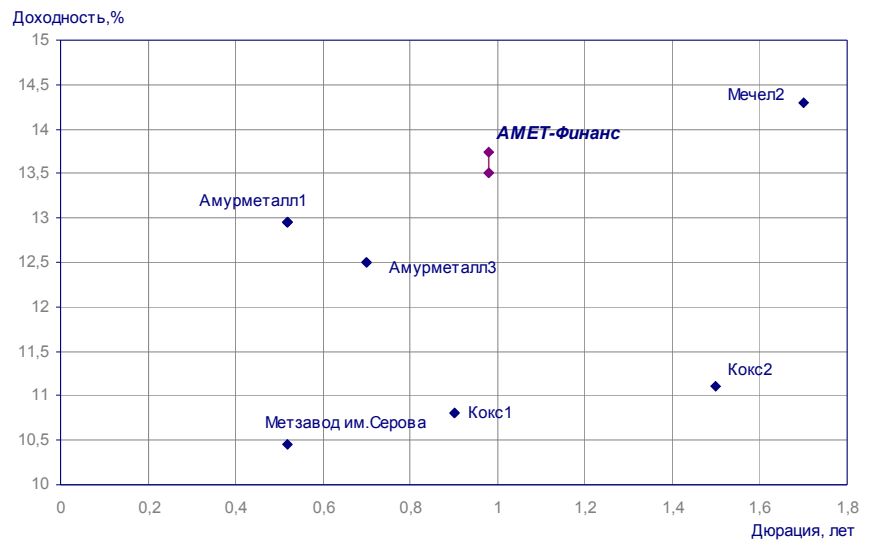
Источник: Меморандум, расчеты Линк Капитал

Отметим, что компания имеет минимальный финансовый долг (около 10 % от валюты баланса), что выражается в очень низких показателях долговой нагрузки и высоком коэффициенте покрытия процентов. АМЗ имеет наилучшие показатели рентабельности среди компаний аналогов, а также наименьший показатель выручки на тонну продаж, что говорит о хорошем контроле затрат со стороны руководства завода. Особенно показательным будет подобное сравнение с Амурметаллом, поскольку тот также закупает лом у сторонних поставщиков.

Если исходить из планов, представленных в меморандуме, то долговая нагрузка в терминах Долг/EBITDA должна остаться в этом году на консервативном уровне – в пределах x 1,5. Наибольшие инвестиции должны будут сделаны в следующем году (около 3 млрд.руб.). Всего инвестиционная программа оценивается в 5,6 млрд. долл., однако около 2,8 млрд. руб. планируется потратить из собственных средства, что дает повод полагать о том, что долговая нагрузка компании не будет высокой. В целом собственная рентабельность позволяет это сделать. Оценивая риски, скажем, что компания в целом зависима от сторонних поставщиков, поскольку не имеет своей сырьевой базы. При наращивании мощностей компания может столкнуться с конкуренцией на сырьевом рынке – рынке лома. Здесь многое будет зависеть от темпов, с которыми компания будет замещать внешние поставки собственной заготовкой. Также отметим высокую конкуренцию со стороны крупных металлургических компаний. Особенно это актуально с свете последних событий с Мечелом, теперь крупные меткомбинаты должны, как мы думаем, больше внимания уделять внутренним потребителям металлургической продукции. Также необходимо сказать о том, что компания работает в циклической отрасли, однако наличие нефтегазовых компаний в структуре потребителей должно отчасти сгладить этот риск с учетом стагнирующей нефтедобычи в России. Поскольку АМЗ имеет экспортные поставки (около 25 % от выручки в 2007 году), то компания подвержена рискам протекционизма. Металлургическая отрасль примечательна тем, что в условиях замедления экономики усиливаются протекционистские меры по отношению к импортерам полуфабрикатов и продукции низкого передела. Надо сказать, что компания не имеет на сегодня рейтинга, а, следовательно, ее бумаги не могут быть включены в ломбардный список ЦБ, что является безусловным минусом в текущих условиях.

На рынке обращаются бумаги компаний-аналогов. В частности отметим третий выпуск Амурметалла с дюрацией около 0,7 лет. Доходность бумаги Амурметалл2 составляет около 12,5 %. С одной стороны, АМЗ имеет более высокие качественные показатели и низкую долговую нагрузку, которая должна остаться на консервативном уровне. С другой стороны, отметим большой масштаб деятельности Амурметалла, а также тот факт, что компания к осени должна завершить масштабную модернизацию технологических линий, что должно значительно повысить эффективность производства. В то время, как АМЗ пока работает по старой мартеновской технологии и модернизация производства еще предстоит. Высокая долговая нагрузка Амурметалла, скорее, отражает инвестиции, которые были необходимы для капвложений. При этом отметим, что амурметалл имеет относительно благоприятную структуру долга (с преобладанием

долгосрочных обязательств), что при увеличении эффективности производства должно привести к снижению общей долговой нагрузки. Доля экспортных поставок у обеих компаний примерно равна. Поэтому мы думаем, что если исходить из финансовых показателей, то бумаги АМЗ не должны предлагать премий или дисконтов по отношению к бумагам Амурметалла. С другой стороны, потенциальный выпуск будет иметь большую дюрацию (1 год), а также должен предлагать премию за первичное размещение. В итоге мы считаем адекватной доходность по планируемому выпуску АМЕТ-финанс в диапазоне 13,40-13,65 %.



Линк Капитал

ГРУППА ДОЛГОВЫХ ПРОДУКТОВ

LINK
CAPITAL

РУКОВОДСТВО

Алекс Фидельман
Управляющий директор

ПРОДАЖИ

Владимир Куцев
Вице-президент

Георгий Айвазов

Алексей Егоров

ИССЛЕДОВАНИЯ И АНАЛИТИКА

Дмитрий Богословский
Вице-президент

Андрей Золотов

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ»

119435 Москва, Россия
Саввинская набережная, 11
Тел.: +7 495 786 6661
Факс: +7 495 786 6662

www.lcib.ru

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданы ФСФР России на осуществление:

Брокерской деятельности:
номер 077-10342-100000 (10.07.2007),

Дилерской деятельности:
номер 077-10347-010000 (10.07.2007),

Доверительного управления:
номер 077-10354-001000 (10.07.2007).

ОЧЕНЬ ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОБРАЩАЕМ ВАШЕ ВНИМАНИЕ, ЧТО ДАННЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР – ЯВЛЯЕТСЯ ПРОДУКТОМ КОМПАНИИ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ». ИНФОРМАЦИЯ И ВЫВОДЫ НЕ МОГУТ ПОЛНОСТЬЮ СОВПАДАТЬ С ТОЙ ИЛИ ИНОЙ ТОЧКОЙ ЗРЕНИЯ. АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР НЕ МОЖЕТ БЫТЬ КОМАНДОЙ К ИНВЕСТИРОВАНИЮ И ДРУГИМ ДЕЙСТВИЯМ.

ПРИВЕДЕННЫЙ МАТЕРИАЛ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ, ПОЛУЧЕН ИЗ ИСТОЧНИКОВ, КОТОРЫЕ, ПО МНЕНИЮ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» ЯВЛЯЮТСЯ НАДЕЖНЫМИ.

КОМПАНИЯ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ ЕЕ РАБОТНИКИ, ПРЕДСТАВИТЕЛИ, АГЕНТЫ И АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ НЕСУТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА ПРЯМЫЕ ИЛИ КОСВЕННЫЕ УБЫТКИ, КОТОРЫЕ НАСТУПИЛИ ВСЛЕДСТВИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ВЫШЕУПОМЯнуТОЙ ИНФОРМАЦИИ.

ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВЫСТУПАТЬ МАРКЕТ-МЕЙКЕРАМИ, КОНСУЛЬТАНТАМИ, БРОКЕРАМИ В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИЙ, КОТОРЫЕ УПОМЯНУТЫ В ДАННОМ АНАЛИТИЧЕСКОМ ОТЧЕТЕ. ПРЕДСТАВИТЕЛИ, РАБОТНИКИ, АГЕНТЫ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», А ТАК ЖЕ АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА МОГУТ ВХОДИТЬ В СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КОМПАНИЙ, УПОМЯНУТЫХ В АНАЛИТИЧЕСКОМ ОБЗОРЕ.

УПОМЯНУТЫЕ ВО ВСЕХ АНАЛИТИЧЕСКИХ ОБЗОРАХ, А ТАК ЖЕ НА ОФИЦИАЛЬНОЙ ВЕБ-СТРАНИЦЕ ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОМПАНИЙ НЕ ПРЕДЛАГАЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМ ИЛИ ФИЗИЧЕСКИМ ЛИЦАМ В СОЕДИНЕННЫХ ШТАТАХ АМЕРИКИ. ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ» И НЕ ЗАРЕГИСТРИРОВАННЫЕ В США АФФИЛИРОВАННЫЕ ЛИЦА НЕ ОКАЗЫВАЮТ БРОКЕРСКИЕ УСЛУГИ НИКАКИМ ПОТЕНЦИАЛЬНЫМ КЛИЕНТАМ, В ОТНОШЕНИИ КОТОРЫХ ИМЕЮТСЯ ОСНОВАНИЯ ПОЛАГАТЬ, ЧТО ОНИ ЯВЛЯЮТСЯ ЮРИДИЧЕСКИМИ ЛИБО ФИЗИЧЕСКИМИ ЛИЦАМИ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ АМЕРИКИ.

НЕОБХОДИМО ПОМНИТЬ, ЧТО ЛЮБЫЕ ИНВЕСТИЦИИ МОГУТ БЫТЬ ОЧЕНЬ РИСКОВАННЫМИ И НЕЛИКВИДНЫМИ ДЛЯ ВСЕХ КАТЕГОРИЙ ИНВЕСТОРОВ. КОЛЕБАНИЯ ЦЕН И ДОХОДОВ МОГУТ БЫТЬ ЗНАЧИТЕЛЬНЫМИ ПОД ДАВЛЕНИЕМ РЫНОЧНЫХ И ДРУГИХ ФАКТОРОВ. ПРОШЛЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НЕ МОГУТ БЫТЬ ФАКТОРОМ БУДУЩИХ РЕЗУЛЬТАТОВ ИНВЕСТИРОВАНИЯ.

© ЗАО «ЛИНК КАПИТАЛ», 2008 г.