

Рублевые корпоративные облигации

24 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Амурметалл: комментарий к МСФО-2007 » стр.2
- Татэнерго: комментарий к размещению » стр.4

ЭКОНОМИКА

- Длинные деньги от Роснано » стр.5

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Авиакомпания Сибирь планирует 2-ой выпуск объемом 2.3 млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

24 июня	Размещение МТС-3 (10 млрд руб., oferta через 2 года)
	Размещение Кредит Европа Банк-2 (4 млрд руб., годовая oferta)
	Размещение Генерирующая компания-1 (2 млрд руб., годовая oferta)
	Размещение Группа Разгуляй, БО-1 (2 млрд руб., 1 год)
	Размещение Полипласт-1 (1 млрд руб., годовая oferta)
25 июня	Размещение ЮниТайл-1 (1.5 млрд руб., годовая oferta)
	Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
	Заседание ФРС по ставкам

Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	93.85	+ 35	5.7	9.48%
Газпромбанк-1	96.35	+ 25	2.3	8.88%
Мосэнерго-1	100.00	+ 25	1.2	*7.67%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-7	101.10	+ 30	0.7	*10.86%
МИА-3	99.77	+ 28	0.7	*8.55%
Куйбазот-2	98.70	+ 25	2.4	9.56%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	93.94	- 36	4.1	*9.47%
АИЖК-4	101.45	- 35	3.1	8.49%
АИЖК-11	94.05	- 30	5.4	9.67%

2 эшелон

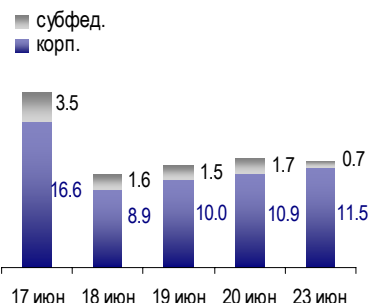
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МБРР-2	100.40	- 45	0.8	*9.84%
СибирьТел-7	100.40	- 45	0.9	8.34%
ЮТК-5	97.15	- 33	1.8	*9.39%

*к offerте

Индикаторы

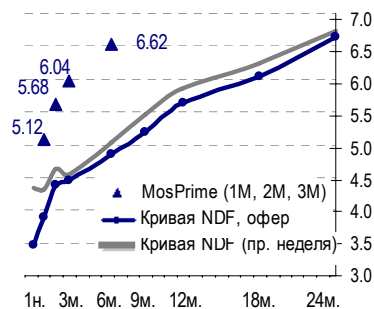
Долларов США за Евро	1.5476	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	23.6101	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 135.79	+ 1.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.66%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.50%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спред, б.п.	137	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	580.7	- 117.1
Остатки на д/с, млрд руб.	463.1	+ 133.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 82.8	

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам

	Обороты	Динамика
РСХБ-3	172	Рост
РЖД-6	187	Снижение
Газпром-4	204	Снижение
ЮТК-5	242	Снижение
ВТБ 24-1	584	Снижение
ЧТПЗ-1	616	Снижение
ГАЗЭК-1	1372	Снижение
Русморе-1	2106	Снижение

Лидеры по оборотам за день, млн руб.



**Raiffeisen
BANK**

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Амурметалл: комментарий к МСФО-2007

Отчетность Амурметалла по МСФО подтверждает уверенный рост выручки и рентабельности...

Амурметалл ознакомил нас с финансовыми результатами по МСФО за 2007 год. Отчетность не содержит принципиально новой информации по сравнению с финансовыми данными, раскрытыми компанией при размещении 3-го выпуска облигаций в апреле 2008 года. Долговая нагрузка Амурметалла по состоянию на конец прошлого года находилась на уровне 5.2х Долг/EBITDA, однако мы не видим в этом существенной угрозы кредитному профилю компании, учитывая уверенный рост операционных показателей и относительно невысокие потребности в привлечении и рефинансировании долга в 2008 году.

...а также сравнительно высокую долговую нагрузку

Мы полагаем, что результаты Амурметалла по МСФО за 2007 год вполне предсказуемы и в целом нейтральны для оценки кредитного риска компании. Облигации Амурметалла, по нашему мнению, справедливо оценены рынком, а финансовые данные за 2007 год не дают достаточных оснований для торговых идей.

Финансовые результаты Амурметалла по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Валовая рентабельность	Рентабельность EBITDA	Валовый Долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, Раз
2006	9 246	929	21.9%	10.0%	5 008	5.4х	16.7х
2007	13 590	2 104	26.8%	15.5%	10 980	5.2х	9.5х

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Амурметалл пользуется преимуществами географического положения...

Как и ожидалось, рентабельность Амурметалла заметно повысилась в 2007 году – как на уровне валовых показателей, так и на уровне операционной прибыли. Увеличение маржи связано с ростом цен практически на все виды продукции завода. Кроме того, Амурметалл является единственным производителем металлопроката на Дальнем Востоке, обладает собственной ломозаготовкой, и соответственно, имеет в своем «домашнем» регионе преимущество перед другими металлургическими компаниями.

...и активно инвестирует в новые электропечи и машины непрерывного литья заготовок

Стратегия Амурметалла направлена на создание эффективного электрометаллургического завода с годовым объемом производства свыше 2 млн тонн стали. Для выполнения этого плана компании необходимо завершить модернизацию первой электропечи, запустить машину непрерывного литья заготовок SMS-Demag (пуск запланирован на август 2008 г.) и подготовить объекты снабжения. Фактически, к октябрю 2008 года должны начать работу две полноценных технологических линии, каждая из которых будет включать в себя электропечь, агрегат «ковш-печь» и МНЛЗ.

Отдача от инвестиций и рост цен на сталь позволяют рассчитывать на резкий рост выручки в 2008 году

Реализация амбициозных производственных планов позволит, в соответствии с прогнозами компании, нарастить в 2008 году выручку до 23 млрд руб., прибыль от продаж (по РСБУ) – до 4.7 млрд. Результаты за 1-й квартал 2008 г. вряд ли показательны: объем реализации продукции составил 239 тыс тонн (28% от объема реализации за 2007 год), выручка - около 4 млрд руб. На наш взгляд, выход на плановые операционные показатели во 2-м полугодии 2008 г. возможен, но скорее его следует ожидать в 2009 году, т.к. для Амурметалла это будет означать настоящий качественный скачок.

При этом долговая нагрузка должна снизиться с текущих 5.2х до 3.5-4.5х Долг/EBITDA

Масштабная программа инвестиций Амурметалла является основной причиной сравнительно высокой долговой нагрузки (5.2х Долг/EBITDA по итогам 2007 года). Тем не менее, мы считаем приемлемым текущий уровень долговой нагрузки компании по следующим соображениям:

- Пик инвестпрограммы Амурметалла пришелся на прошлый год: объем капвложений составил более 5.5 млрд руб. Стоимость инвестпрограммы 2008 года оценивается примерно в 3 млрд руб., в более долгосрочной перспективе (2009-2010 гг.) компания планирует реализовать новые проекты – по установке трубосварочного стана и современного листопркатного цеха – общей стоимостью порядка 13 млрд руб.

- Для оценки риска рефинансирования Амурметалла на горизонте 1 года целесообразно к текущей части инвестпрограммы прибавить выплаты по кредитам и займам. Структура погашений, на наш взгляд, достаточно благоприятна: доля краткосрочного долга на конец 1кв2008 года составляла чуть больше 30%, общая сумма кредитов и займов к рефинансированию в 2008 году – 2.1 млрд руб. Соответственно, в текущем году Амурметаллу на рефинансирования и капвложения потребуется около 5.1 млрд руб.
- Значительная часть от этой суммы уже получена за счет размещения облигационного займа (3 млрд руб.). По нашим оценкам, с учетом нового выпуска и плана по капвложениям, к концу 2008 года кредитный портфель Амурметалла может составить 14.5-15.0 млрд руб. Исходя из консервативного прогноза по годовой выручке (20 млрд руб.) и марже EBITDA (15-16%), долговая нагрузка на конец 2008 года составит 4.5-4.8x Долг/EBITDA; более оптимистическому прогнозу компании соответствует соотношение Долг/EBITDA в пределах 3.5x. Однако в любом случае речь идет о постепенном снижении долговой нагрузки по сравнению с предыдущими годами.

Потенциально важный фактор – планы по проведению IPO

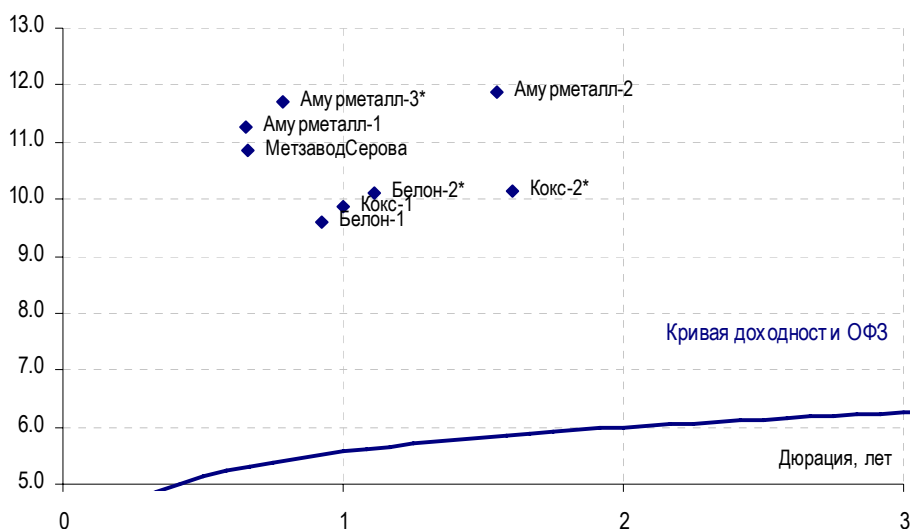
На кредитный профиль Амурметалла может существенно повлиять IPO, запланированное на конец 2008 – начало 2009 года. В прессе назывался потенциальный объем средств, которые компания может получить от допэмиссии – не менее \$400 млн. Однако, на наш взгляд, обсуждать распределение средств от потенциального IPO и его эффект с точки зрения кредитного профиля Амурметалла преждевременно

Выпуски Амурметалла формируют кривую доходности, которая в целом адекватно отражает кредитный риск компании

Выпуск Амурметалл-3 был размещен в неблагоприятных рыночных условиях в апреле (купон 12.75%, доходность около 11.50-11.70% YTP, дюрация 0.8 года) и с тех пор котируется выше номинала при невысоких объемах торгов. В целом, на наш взгляд, текущий уровень доходности облигаций Амурметалла адекватен кредитному качеству.

Мы также считаем оправданными спреды бумаг Амурметалла к бумагам Кокса и (в меньшей степени) Белона: в первом случае они соответствуют значительной разнице в долговой нагрузке и рентабельности не в пользу Амурметалла, во втором – связаны скорее с открытостью Белона и ожидаемым эффектом от его взаимодействия с ММК. Что касается разницы в спредах Амурметалла и Метзавода Серова, то, на наш взгляд, выпуски Амурметалл-1 и Метзавод-1 должны быть максимально близко друг к другу по доходности. Однако, учитывая короткую дюрацию и невысокую ликвидность, вряд ли имеет смысл обсуждать какие-либо идеи в этих бумагах; текущие уровни доходности не слишком привлекательны и для покупки с целью «держать до оферты».

Доходность облигаций на 23 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Татэнерго: комментарий к размещению

*Мы рекомендуем
участвовать в
размещении Татэнерго
при ставке купона от 9.6%*

Сегодня состоится размещение облигационного займа ОАО «Генерирующая компания», входящей в холдинг Татэнерго (выступает поручителем по выпуску). Объем выпуска 2 млрд. рублей, погашение через 3 года, оферта через 1 год. В целом мы позитивно оцениваем кредитный профиль компании и полагаем, что участие в размещении может представлять интерес при ставке купона от 9.6%.

*Эмитент является
частью вертикально-
интегрированной
независимой
энергокомпании*

ОАО «Генерирующая компания» является 100%-й дочкой ОАО «Татэнерго» - головной компании вертикально интегрированного холдинга, осуществляющего производство, передачу, распределение и сбыт электро- и тепловой энергии в Республике Татарстан (ВВ/Вa1/ВВВ-). Татэнерго является одной из 4 независимых энергокомпаний, которые в ходе реформирования РАО «ЕЭС» получили особый статус и не были разделены по видам деятельности на более мелкие субъекты. Схожими операционными показателями (по объему монтированной электрической и тепловой мощности) обладает Башкирэнерго, также представленная на рублевом рынке облигаций.

*Не известно, какая доля
поступлений от
размещаемого выпуска
будет использована для
рефинансирования
краткосрочной
задолженности*

В целом Татэнерго характеризуется невысоким уровнем прозрачности, т.к. не имеет международных рейтингов и не публикует отчетность по МСФО. Тем не менее, компания уже знакома участникам рынка по дебютному выпуску объемом 1.5 млрд. рублей, который был погашен в марте 2008 года. Нам не известно, прибегала ли компания к привлечению бридж-финансирования для погашения дебютного облигационного займа. По сути, сегодняшнее размещение происходит в первое же возникшее «окно» с момента регистрации выпуска, а срок действия эмиссионных документов истекает уже в первых числах августа.

*Прогнозные финансовые
показатели по РСБУ за
2007 год выглядят
достаточно позитивно*

Нам не удалось получить отчетность эмитента облигаций, и мы опираемся на прогнозные консолидированные финансовые показатели Татэнерго по РСБУ на конец 2007 года. Такой подход, по нашему мнению, вполне оправдан, учитывая полную интеграцию ОАО «Генерирующая компания» в холдинговую структуру Татэнерго, головная компания которой также является поручителем по выпуску. На конец 2007 года финансовые показатели Татэнерго выглядят весьма уверенно:

- Выручка составила 42 млрд. рублей (+28% к 2006 году);
- EBITDA - 3.7 млрд. рублей (+33% к 2006 году);
- Рентабельность по EBITDA 8.79% (2006: 7.68%), операционная маржа 7.22% (2006: 6.97%);
- Долг/EBITDA 1.1x (2006: 0.85x), Проценты к уплате/EBITDA 11x (2006: 13x)

*Объем инвестпрограммы
весьма невелик и согласно
прогнозам компании
долговая нагрузка
существенно не
возрастет*

Инвестиционная программа Татэнерго на 2008-2009 годы заявлена в объеме 14.9 млрд. рублей. Компания планирует финансировать программу в большей части за счет собственных средств, и потребности в долгом финансировании планируются на уровне 2.8 млрд. рублей и 2.4 млрд. рублей в 2008 и 2009 годах соответственно. Судя по прогнозным данным компании по выручке, в 2008 году долговая нагрузка не должна существенно увеличиться.

*Факторы риска - высокий
износ основных средств и
низкая диверсификация
структуры
топливопотребления*

Среди негативных характеристик Татэнерго мы отмечаем высокий износ основных средств компании (к примеру, двум крупнейшим по установленной мощности электростанциям холдинга уже более 40 лет), а также ее высокую зависимость повышения закупочной стоимости газа, который занимает 99% в структуре топливопотребления компании.

*Позитивный фактор -
Татарстан полностью
контролирует компанию*

Важной положительной характеристикой кредитного профиля Татэнерго мы считаем тот факт, что компания полностью контролируется правительством региона, для которого она является стратегически важным активом. Напрямую и опосредованно правительство Татарстана контролирует 100% Татэнерго и имеет большинство в совете директоров

компании. Мы полагаем, что республиканский контроль говорит о высокой вероятности поддержки компании в случае необходимости и является позитивным фактором для кредиторов.

Планируемые изменения в структуре акционеров вряд ли произойдут в скором времени

Стоит отметить недавно озвученные планы правительства Татарстана о необходимости привлечения стратегических инвесторов в капитал Татэнерго в связи с необходимостью увеличения генерирующих мощностей в республике. Поскольку формат такого стратегического сотрудничества не был озвучен, мы не беремся судить о об их влиянии с кредитной точки зрения. Однако мы не ожидаем, что существенные подвижки в структуре акционерного капитала могут произойти в ближайшем будущем и, скорее всего, к моменту прохождения оферты по выпуску контроль над компанией по-прежнему будет у Татарстана.

Рекомендуем участвовать в размещении при купоне не менее 9.6%, в противном случае рекомендуем обратить внимание на более короткий выпуск Башкирэнерго

В целом, мы весьма позитивно оцениваем кредитный профиль Татэнерго и считаем, что планируемый выпуск является достаточно интересным предложением среди энергетических компаний представленных на рублевом рынке (в первую очередь из-за короткой дюрации). В то же время, отсутствие рейтингов, а, следовательно, и шансов попасть в список РЕПО с ЦБ, по нашему мнению, достаточно сильно ограничит ликвидность данного выпуска.

С учетом этих факторов, мы полагаем, что инвесторам имеет смысл принимать участие в планируемом размещении при ставке купона не менее 9.6%, что будет соответствовать доходности к оферте в 9.8%. В противном случае мы рекомендуем обратить внимание на выпуск Башкирэнерго, который обладает весьма схожими кредитными характеристиками, но в то же время меньшей дюрацией с учетом которой доходность к оферте вчера находилась на уровне 9.62%.

ЭКОНОМИКА

Длинные деньги от Роснано

*Срок размещения средств
Роснано - полтора
года*

По информации газеты «Ведомости», временно-свободные средства Роснано примерно на 100 млрд. руб. в самом скором времени могут быть размещены на банковских депозитах на полтора года. Для нас стал сюрпризом столь долгосрочный характер вложения этих денег - видимо, нанотехнологии будут развиваться в России не очень быстро. Зато банки впервые получают от государства столь длинные пассивы, о чем они просят с самого начала мирового финансового кризиса.

*Создание государст-
венных корпораций
фактически вылилось в
отложенную бюджетную
эмиссию более чем на 600
млрд. руб.*

Создание государственных корпораций фактически вылилось в отложенную бюджетную эмиссию более чем на 600 млрд. руб. Сначала в декабре 2007 года в банковскую систему поступили средства, полученные Банком Развития - 180 млрд. руб., потом уже в этом году Олимпстрой начал размещать свободные средства на депозитах - около 50 млрд. В начале апреля банки получили на свои счета средства Роснано - 100 млрд. руб. А в июле ожидается поступление в систему денег Фонда ЖКХ - еще 200 млрд. руб. При этом часть средств госкорпорации уже успели освоить.

*Долгосрочный характер
размещения средств
госкорпораций
увеличивает монетарное
давление на инфляцию*

Безусловно, подобное ослабление бюджетной дисциплины не может пройти без инфляционных последствий. Однако, по нашему мнению, срок размещения средств госкорпораций в этой связи также очень важен. При прочих равных, на основе длинных пассивов банки могут создать больше кредитных денег, увеличив первоначальную денежную инъекцию в несколько раз - так называемый мультипликационный эффект.

В условиях, когда внешний рынок заимствований был закрыт для российских корпораций - инфляционные риски государственного кредитования были не столь велики, так как деньги госкорпораций были призваны не увеличить пассивы, а временно заменить внешние источники фондирования. Скорее тогда можно было говорить о моральном риске.

Однако кредитное окно начинает постепенно раскрываться для российских банков, но, не похоже, что денежные власти намерены забрать хотя бы часть средств госкорпораций из банковской системы в ближайшие годы. Когда деньги Роснано размещаются в банках на полтора года, единственное, что может сделать Минфин - это заставить коммерческий банк конвертировать эти средства из рублей в валюту. Стерилизационной эту меру никак не назовешь.

Как было сказано выше, следующим на очереди по предоставлению государственных денег является Фонд ЖКХ. Его 200 млрд. руб. с июля будут помогать не только банковской системе, но и рынку корпоративных облигаций. После этого надо будет ждать, во что выльется инициатива по инвестированию средств Фонда национального благосостояния внутри страны. Потенциально - это десятки миллиардов долларов новых вливаний в российскую экономику.

*Поступление в экономику
средств госкорпораций
повышает риски
инфляции на 2009 год*

По нашему мнению, все эти государственные вливания не позволяют надеяться, что антиинфляционный эффект от мирового кредитного кризиса для России, проявления которого мы ожидаем в конце 2008 года, продлится долго. При этом мы считаем, что значительно повышаются инфляционные риски на 2009 год.

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	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.