

Рублевые корпоративные облигации

27 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- Ашинский метзавод: комментарий к размещению » стр. 2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- МДМ-банк – итоги первого полугодия по МСФО » стр. 4

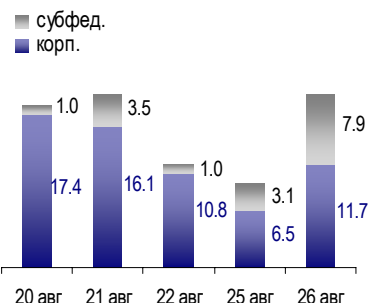
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4752	- 0.3 %
Рублей за доллар США	24.4323	+ 0.6 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 113.18	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	10.25%	+ 92 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	- 1 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	545.2	+ 36.9
Остатки на д/с, млрд руб.	77.2	- 3.6
Сальдо операций с ЦБ	- 17.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

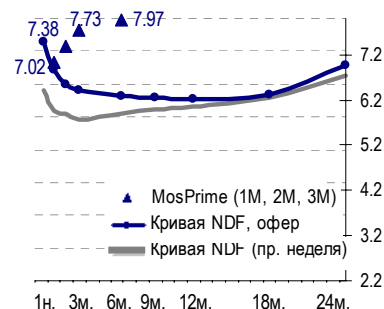


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

28 авг	Размещение Ашинский металлургический завод-1 (2 млрд руб., 2-летняя оферта) Аукцион ОБР-6 (10 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года) Уплата налога на прибыль
3 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года) Аукцион ОФЗ-АД 46022 (9 млрд руб., дюрация 9.1 года)
4 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
15 сен	Аукцион ОБР-7 (250 млрд руб., погашение 16 марта 2009 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	95.95	+ 13	2.7	9.01%
РЖД-7	99.96	+ 1	3.6	7.70%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-5	96.43	+ 35	1.7	*10.03%
ЮТК-3	97.60	+ 60	1.1	10.87%
Мечел-2	93.75	+ 24	1.7	*12.73%

Лидеры падения

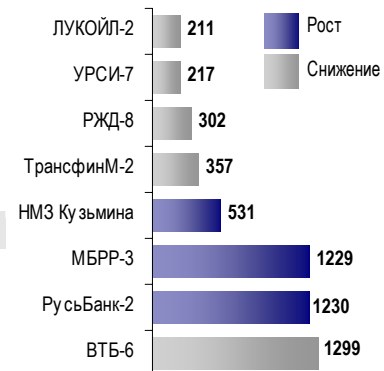
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	82.90	- 130	4.8	12.10%
АИЖК-10	82.34	- 116	5.5	12.10%
ОГК-2	94.90	- 110	1.7	11.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОИА-1	88.00	- 100	1.7	17.26%
РусСтандарт-7	99.85	- 63	0.5	*12.82%
ЧТПЗ-1	98.75	- 50	1.7	10.52%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Ашинский метзавод: комментарий к размещению

Ашинский метзавод размещает облигации на старте инвестпрограммы

Завтра Ашинский метзавод (АМЗ) планирует разместить дебютный выпуск облигаций (объем 2 млрд руб., оферта через 1 год). Ориентир по доходности – 13.0% УТР. Финансовое состояние АМЗ на момент размещения не вызывает опасений: текущий уровень долговой нагрузки очень невелик по сравнению с другими компаниями отрасли. Однако мы опасаемся, что кредитный профиль АМЗ начнет меняться уже в ближайшие месяцы, т.к. компания приступает к финансированию дорогостоящего инвестпроекта, и затраты могут превысить запланированный уровень.

АМЗ – небольшое металлургическое предприятие в Челябинской области, контролируется менеджментом через номинальных держателей, годовой объем производства – 657 тыс тонн стали (2007), базовая технология – скрап-процесс, когда сталь выплавляется в мартенах из металлошихты (т.е. смеси стального лома и передельного чугуна).

К 2010 году на базе устаревшего завода планируется построить ЭСП-производство мощностью порядка 1 млн тонн стали в год

В настоящее время АМЗ реализует инвестпроект, вполне типичный для предприятий малой металлургии – на базе устаревшей площадки строится полная линия электросталеплавильного производства. Однако у проекта АМЗ есть принципиальное отличие от других представителей отрасли: АМЗ пока проинвестировал только в установку агрегатов по обработке стали – «ковш-печь» (АКП) и слябовой машины непрерывного литья заготовок (МНЛЗ), при этом выплавка стали по-прежнему осуществляется мартеновским способом. Лишь к 2010 году планируется построить дуговую сталеплавильную печь Danieli и постепенно вывести из эксплуатации мартены.

Часть проекта уже профинансирована, однако впереди наиболее дорогостоящий этап – установка и запуск дуговой сталеплавильной печи с сопутствующей инфраструктурой

Здесь важно отметить, что затраты на ДСП-печь значительно превышают стоимость агрегата ковш-печь и МНЛЗ и составляют основную долю общей стоимости создания электросталеплавильного производства полного цикла (ДСП – АКП – МНЛЗ). Иными словами, АМЗ только предстоит реализовать наиболее дорогостоящую часть проекта, через которую другие компании уже прошли. Например, Метзавод Серова, который также использовал мартены, начал программу модернизации в 2003 году, но сначала ввел в эксплуатацию дуговую печь и только затем приступил к установке МНЛЗ. Еще один пример – Макси-Групп, которая отказалась от мартеновского производства в 2006 году, после пуска на ревинской площадке двух ЭСП-цехов проектной мощностью 1 млн тонн каждый.

Сталеплавильное производство АМЗ представлено мартеновским цехом и небольшим ЭСП-цехом мощностью около 5 тыс тонн в год для выплавки аморфных сплавов. МНЛЗ введена в эксплуатацию осенью 2007 года, однако объем реализации слябов за 1-е полугодие 2008 г. составил лишь около 20 тыс тонн (в денежном выражении – около 300 млн руб.), т.е. менее 5% от совокупного объема товарной продукции.

С началом программы модернизации завершается период «бездолгового» развития Ашинского метзавода

По нашему предположению, в предыдущие годы существовала вероятность поглощения АМЗ более крупным игроком, что отчасти обусловило «поздний старт» реконструкции. Возможно, по той же причине средства, полученные от допэмиссии акций в 2006 году (около 2.6 млрд руб.), не израсходованы и до сих пор находятся в доверительном управлении и на банковских счетах. Несомненно, это плюс для оценки кредитного профиля компании – чистый долг находится в отрицательной зоне. Однако сценарий «бездолгового» развития в 2008 году завершится, и уже в следующем АМЗ может столкнуться с проблемами финансирования, знакомыми большинству «малых металлургов», активно инвестирующих в ЭСП-производство.

Финансовые результаты ОАО Ашинский метзавод по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	Валовая рентабельность*	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз
1H2008	7 155	24.9%	1 540	21.5%	1 305	0.4x
2007	9 504	24.0%	1 934	20.4%	1 314	0.7x
1H2007	4 681	30.4%	1 208	25.8%	184	0.1x
2006	7 426	26.6%	1 566	21.1%	73	0.0x

* - валовая рентабельность по производству проката

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В последние годы АМЗ практически не наращивал объемы производства, рост выручки был связан с благоприятной ценовой конъюнктурой в отрасли

Объемы производства стали на АМЗ в последние 2 года практически неизменны (около 650 тыс тонн), а позитивная динамика выручки объясняется главным образом стремительным ростом цен на сталь. Рост фактически обеспечивается «старыми» мощностями, при этом из-за низкой обеспеченности собственным сырьем АМЗ в значительной степени зависит от ценовой политики поставщиков. Поэтому неудивительно, что при увеличении выручки валовая рентабельность АМЗ за последний год снизилась. АМЗ рассчитывает существенно увеличить объемы реализации лишь начиная с 2011 года – примерно до 830 тыс тонн.

До середины 2009 года АМЗ планирует построить ЭСП-производство и обеспечить его электроснабжение; по расчетам компании, проект обойдется в 5.75 млрд руб.

Контракт на поставку ДСП-печи Danieli подписан в 2007 году, испытания планируется начать в 1 п/г 2009, вывод линии ДСП-АКП-МНЛЗ на проектную мощность запланирован на 2010 год. Стоимость инвестпрограммы 2007-2009 гг. оценивается в 5.75 млрд руб., включая уже профинансированные мероприятия по установке АКП (557 млн руб.) и МНЛЗ (1.3 млрд руб.). Мы также обращаем внимание, что существующий энергокомплекс завода полностью не покрывает даже текущие потребности АМЗ, поэтому в инвестпрограмме отдельным пунктом выделены 1.2 млрд руб. на финансирование прокладки линии электропередач (ЛЭП) и строительство подстанции. АМЗ планирует завершить работы по новому комплексу в июне 2009 года, общая стоимость без учета профинансированной части составит 3.8 млрд руб. Источники финансирования: собственные средства (около 1 млрд руб.), облигационный заем (2 млрд руб.) и кредиты (0.8 млрд руб.).

У нас есть определенные сомнения в том, что заявленная стоимость проекта полностью учитывает все прямые и косвенные затраты:

- По ряду аналогичных проектов (Макси-Групп, Амурметалл, ЧТПЗ) стоимость ЭСП-комплексов мощностью 1 млн тонн/год превышала заявленный объем инвестиций. По нашим оценкам, строительство «с нуля» сталеплавильного комплекса мощностью 1 млн тонн стали в год вместе с установкой МНЛЗ стоит около \$400 млн. АМЗ оценивает стоимость проекта в сумму примерно в 1.5 раза меньше, хотя подготовка технологической базы ЭСП на площадке завода только начинается.
- АМЗ также предстоит инвестировать в развитие сырьевой базы: на сегодняшний день завод обеспечен собственной ломозаготовкой лишь на 20%, и это важный негативный фактор с точки зрения рентабельности. В документах АМЗ говорится, что завод намерен довести обеспеченность собственным сырьем до 50%, что потребует дополнительных вложений в развитие ломозаготовительных площадок.

Ко времени прохождения годовой оферты долговая нагрузка АМЗ повысится, а выход ЭСП-комплекса на проектную мощность ожидается не ранее 2010 года

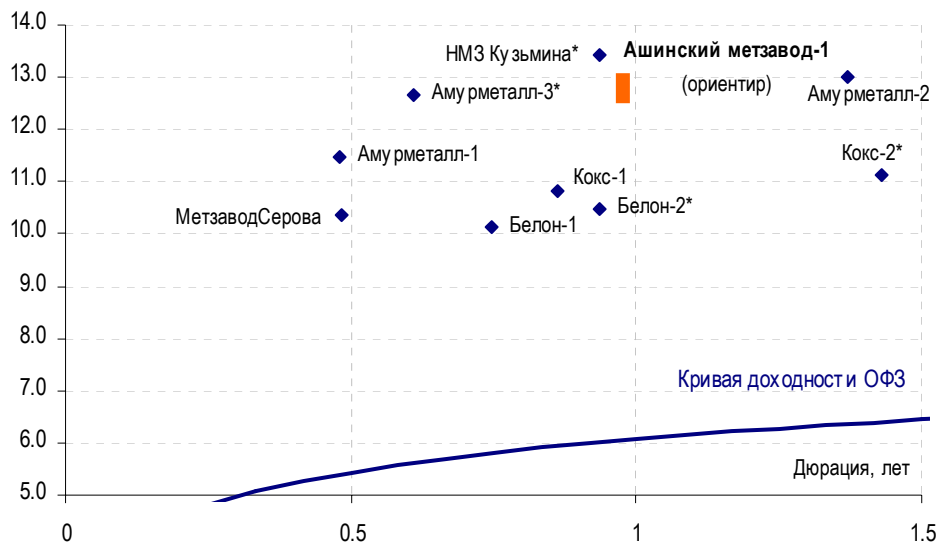
Учитывая значительный объем денежных средств на балансе АМЗ, мы не ожидаем существенного увеличения долговой нагрузки до конца 2008 года, хотя компания, судя по всему, не собирается сокращать свои финансовые вложения (1.7 млрд руб.). Потребности текущего года вполне могут быть профинансированы за счет облигационного займа и банковских кредитов. Однако долговая нагрузка АМЗ будет нарастать, даже исходя из заявленной стоимости инвестпрограммы компании: по нашим прогнозам, валовый долг АМЗ достигнет 5 млрд руб., показатель Долг/ЕБИТДА по итогам 2009 года приблизится к 2.5х и продолжит расти в 2010-м году.

Таким образом, к оферте через 1 год АМЗ начнет сближаться по кредитным характеристикам с другими представителям «малой металлургии», по-прежнему существенно отставая по уровню модернизации. При этом АМЗ более уязвим к возможному ухудшению ценовой конъюнктуры в отрасли из-за устаревшего типа производства и низкой обеспеченности собственным сырьем.

Риски, связанные с инвестпроектом АМЗ, должны быть учтены в доходности дебютного выпуска облигаций

На наш взгляд, в связи с рисками ранней стадии инвестиционного цикла доходность 1-го выпуска АМЗ (АМЕТ-финанс,1) должна предполагать премию к выпускам сравнимых металлургических компаний. В сегодняшних условиях «справедливая» доходность выпуска при размещении должна составлять не менее 14% УТР. В противном случае вряд ли стоит рассчитывать на среднесрочный рост котировок облигаций АМЗ, а для buy-and-hold инвесторов более привлекательным становится выпуск Амурметалл-3 с дюрацией 0.61 года.

Доходность облигаций на 26 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

МДМ-банк – итоги первого полугодия по МСФО

МДМ-банк отчитался по МСФО за первое полугодие 2008 года – кредитное качество банка остается высоким

Вчера МДМ-банк опубликовал отчетность по МСФО за 1п2008 г. Результаты банка не преподнесли никаких сюрпризов – вполне ожидаемое сокращение прибыльности и снижающаяся зависимость от рыночного фондирования. Мы по-прежнему позитивно оцениваем стратегию, выбранную менеджментом МДМ, и считаем кредитное качество банка достаточно высоким с учетом непростой ситуации на финансовых рынках.

Основные показатели МДМ Банка по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала 1 уровня (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	NPL / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
1п2008	15059	14.4	109.8	4.51	0.64	2.86	1.28	2.67	3.52
2007	13097	14.5	134.7	4.60	0.83	3.05	1.95	2.03	3.32

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Активы росли умеренно поскольку ликвидность удерживается на избыточном уровне

МДМ-банк показал умеренный рост активов в 1п2008 года (+9.6%), что, в первую очередь, связано с весьма консервативным подходом банка к управлению ликвидностью. МДМ продолжает удерживать «подушку ликвидности» значительных объемов, жертвуя при этом ростом кредитного портфеля. Запас ликвидных ресурсов (40% от активов) достаточен для того, чтобы МДМ смог расплатиться по всем обязательствам в течение 2008 года, не прибегая к рефинансированию за счет новых рыночных заимствований.

Позитивный момент – рост доли клиентского фондирования

К позитивным моментам мы относим значительное увеличение доли клиентского фондирования – соотношение кредитного портфеля к депозитам заметно улучшилось в 1п2008 г с 135% до 110%. Существенный прирост клиентских средств был отмечен в дочернем Латвийском Торговом Банке (консолидируется в отчетности МДМа), которые, по мнению менеджмента, не могут рассматриваться как стабильные ресурсы ввиду их высокой волатильности. Без учета результатов ЛТБ, этот показатель улучшился до 130%.

Просрочка выросла из-за одного проблемного кредита, но качество портфеля может улучшиться в 3кв2008

Заметный рост доли просроченных кредитов в портфеле (на треть) банк объясняет возникновением проблем у одного корпоративного заемщика. Доля просрочки в розничном портфеле и портфеле МСБ также продолжала умеренно возрастать, однако в связи с продажей части проблемных кредитов в июле 2008 года стоит ожидать некоторого улучшения качества совокупного портфеля по результатам третьего квартала.

<i>Объем провизий достаточен, а качество портфеля вполне соответствует новой бизнес-модели МДМа</i>	По словам представителей банка, по проблемному корпоративному кредиту было получено дополнительное обеспечение, что позволило избежать значительного увеличения провизий. Этот факт нашел отражение в сокращении покрытия проблемной задолженности резервами до 1.3 раз с 1.6 раза на конец 2007 года. Тем не менее, мы продолжаем считать, что качество активов и уровень резервирования вполне соответствует новой бизнес-модели банка, а также выглядит весьма достоверно ввиду отсутствия бурного роста портфеля.
<i>Сокращение прибыльности – вполне ожидаемая тенденция</i>	Прибыльность банка вполне предсказуемо сократилась в 2008 году ввиду «недозарабатываемой» прибыли на избыточном объеме ликвидных активов - показатель RoAA снизился до 1.28% (2007: 1.95%). Также определенное давление на прибыль оказывает рост операционных затрат, обусловленный продолжающимся расширением филиальной сети МДМа (cost-to-income увеличился до 51% с 48%). Тем не мене, несмотря на удорожание фондирования, банк допустил лишь небольшое снижение чистой процентной маржи до 4.51% (2007: 4.6%). Мы не ожидаем увидеть больших убытков по собственному портфелю акций МДМа ввиду незначительного объема таких инвестиций.
<i>Рублевые облигации оценены справедливо, но роста цен не ждем</i>	Единственный рублевый выпуск МДМ-Банк 3 характеризуется весьма низкой ликвидностью, однако вчера сделки значительных объемов проходили по доходности к оферте в 10.1%. Мы считаем такой уровень доходности вполне адекватным для банка с высоким кредитным качеством в сложной конъюнктуре рынка, но с учетом короткой дюрации выпуска не видим существенного потенциала для роста цен.

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.