

Рублевые корпоративные облигации

28 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- КамАЗ: финансовые результаты за 2007 год » стр. 2
- Магнит: итоги 1-го полугодия 2008 » стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4649	- 0.7 %
Рублей за доллар США	24.6070	+ 0.7 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 113.70	+ 0.5 %
Москва-39, дох. % год.	9.98%	- 27 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.73%	+ 5 б.п.

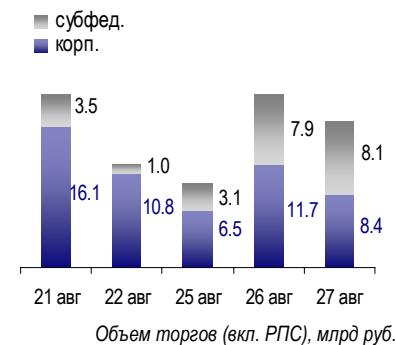
Остатки на к/с, млрд руб.	578.4	+ 33.2
Остатки на д/с, млрд руб.	81.1	+ 3.9
Сальдо операций с ЦБ	- 28.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- ТГК-2 планирует дебютный выпуск (4 млрд руб., 3 года)

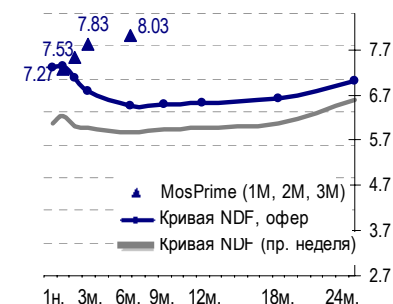
Объем торгов на ММВБ



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. %
АИЖК-10	83.00	+ 66	5.5	11.93%
АИЖК-7	83.27	+ 37	4.8	12.00%
Газпром-8	95.64	+ 28	2.8	8.78%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-7	100.30	+ 45	0.5	*11.94%
ЮТК-3	97.95	+ 35	1.1	10.51%
ТМК-3	100.90	+ 30	1.4	*9.13%

Лидеры падения

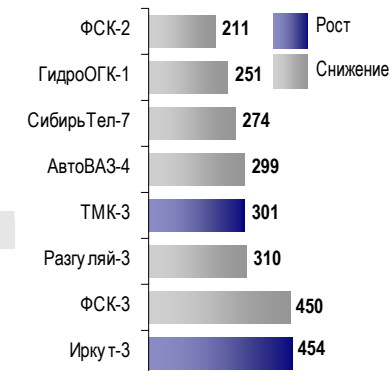
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	99.00	- 54	1.2	8.27%
ГидроОГК-1	94.50	- 50	2.5	10.65%
Газпром-4	99.56	- 44	1.4	8.73%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
7Континент-2	98.10	- 35	0.8	*10.54%
НК Альянс-1	98.00	- 25	1.0	*11.27%
Русфинанс-3	97.85	- 25	0.7	11.03%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

КамАЗ: финансовые результаты за 2007 год

Вчера были опубликованы результаты КамАЗа по МСФО за 2007 год. Отчетность компании не преподнесла сюрпризов: основные финансовые показатели соответствуют оценкам менеджмента, представленным в декабре 2007 года. Выручка выросла на 37% во многом благодаря увеличению объемов производства тяжелых грузовиков (+22%). Рентабельность EBITDA повысилась на 2.5 п.п. до 12.8%, в результате КамАЗ сравнялся по этому показателю с Sollers и заметно опередил ГАЗ и АвтоВАЗ (7-10%). Долговая нагрузка КамАЗа (0.7x Чистый долг/EBITDA) является наиболее низкой среди крупнейших компаний отрасли. При этом инвестиционная программа – \$1.1 млрд до 2010 года - не подразумевает значительного увеличения долга и может быть профинансирована главным образом за счет операционного денежного потока.

Объемы производства грузовиков на КамАЗе должны вырасти на 18% в 2008 году

В 2007 году было реализовано 53 тыс. грузовиков КамАЗа (+22%), из которых 1/4 пришлось на экспорт. В текущем году объемы производства, по планам компании, должны увеличиться на 18% до 62 тыс. автомобилей. Это также подтверждается данными по продажам КамАЗа: рост составил 14% за первые 7 месяцев.

Внутренний рынок тяжелых грузовиков увеличился на 33% в предыдущем году

Долгосрочная стратегия компании предполагает двукратное увеличение выпуска грузовиков до 100 тыс. ед. к 2012 году, чему способствуют высокие темпы расширения рынка тяжелых грузовиков. Так, в предыдущие два года продажи в сегменте выросли соответственно на 42% и 33% (130 тыс. ед. в 2007 году). Позитивная динамика, по прогнозам участников отрасли, будет сохраняться в течение ближайших 5 лет.

Рост конкуренции со стороны иностранных игроков может препятствовать плану КамАЗа по удвоению объемов производства к 2012 году

Основным препятствием для реализации планов компании может стать повышение конкуренции со стороны иностранных игроков. Доля КамАЗа на внутреннем рынке тяжелых грузовиков снизилась в 2007 году с 33% до 30%. При этом рост импорта, по данным Автостата, был обеспечен за счет новой техники, поставки которой увеличились почти в 2 раза, а объем ввезенных поддержанных грузовиков практически не изменился. Этот факт свидетельствует о готовности потребителя приобретать более дорогую технику. Кроме того, мы отмечаем активную экспансию китайских производителей на российский рынок, их доля в поставках новых тяжелых грузовиков составила 23% в 2007 году. Организация сборочного производства крупными мировыми игроками – Scania, Volvo, Isuzu и, возможно, Daimler – также будет способствовать усилению конкуренции на рынке грузовиков тяжелого класса.

Финансовые результаты КамАЗа по МСФО (млрд руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Валовая рентабельность	Рентабельность по EBITDA	Чистый Долг	Чистый долг / EBITDA, раз
2005	50 480	4 368	17.2%	8.7%	12 073	2.8
2006	70 451	7 290	19.1%	10.3%	9 342	1.3
2007	96 481	12 353	21.7%	12.8%	8 441	0.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Рентабельность EBITDA должна сохраниться на уровне 2007 года

Важным результатом КамАЗа в 2007 году стало заметное увеличение операционной рентабельности: валовая маржа повысилась с 19.1% до 21.7%, маржа EBITDA – с 10.3% до 12.8%. Несмотря на значительный рост цен на металлы, компании удается перекладывать рост издержек на материалы и компоненты на потребителя: доля этой статьи в структуре расходов КамАЗа даже немного снизилась по итогам 2007 года. Прогноз менеджмента по рентабельности EBITDA на 2008 год – 13%, по росту выручки – 28%.

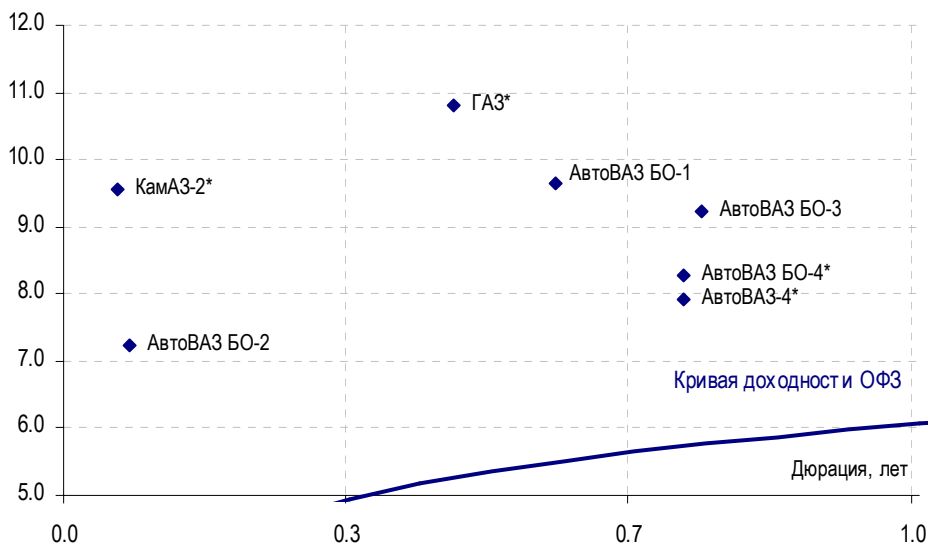
Краткосрочный долг будет рефинансирован за счет синдицированного кредита

На начало 2008 года существенная часть долга КамАЗа (65%, 8.3 млрд руб.) была представлена краткосрочными обязательствами. Одним из основных источников его рефинансирования станет 3-летний синдицированный кредит на \$200 млн, который был привлечен в июле этого года. Группа ГАЗ совершила в июне аналогичную сделку, ставка по необеспеченному кредиту на 3 года на \$215 млн составила LIBOR + 250 б.п.

Инвестпрограмма не подразумевает значительного увеличения долга

Пик инвестиционной активности КамАЗа придется на ближайшие 3 года, в течение которых компания намерена направить \$1.1 млрд на капитальные расходы. Исходя из ожидаемого роста выручки, а также планов КамАЗа по удержанию рентабельности на высоком уровне, операционного денежного потока будет достаточно для реализации инвестпрограммы. Учитывая также привлечение долгосрочного синдицированного кредита, мы считаем, что в ближайшем будущем КамАЗ не будет испытывать потребность в привлечении большого объема нового долга, в том числе и посредством размещения облигаций.

Доходность облигаций на 27 августа



Источник: ММБ, оценки Райффайзенбанка

Магнит: итоги 1-го полугодия 2008

Магнит снизил долговую нагрузку за счет средств от доэмиссии акций

Вчера Магнит опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1-е полугодие 2008 г. Компания вновь подтвердила способность наращивать выручку, сохраняя позитивную динамику показателей рентабельности. Для оценки кредитного риска наиболее важно то, как Магнит распорядился средствами от апрельского SPO: компания снизила долговую нагрузку с 3х до 1.4х Долг/ЕБИТДА и направила часть средств на выкуп арендуемой недвижимости. Долговая нагрузка Магнита, скорее всего, возобновит рост во 2-м полугодии из-за крупных капвложений, однако негативные изменения кредитного профиля сети маловероятны.

В ноябре компании предстоит погасить 1-й выпуск; будет ли новый – пока неизвестно

В ноябре Магниту предстоит погасить 1-й выпуск облигаций на 2 млрд руб. Мы полагаем, что компания может предпочесть прямое банковское финансирование новым заимствованиям на долговом рынке. В любом случае, низколиквидный выпуск Магнит-1 не представляет интереса по текущим котировкам (доходность около 9.50% УТМ), а 2-й выпуск компании еще менее привлекателен из-за длинной дюрации (10.85% УТМ, дюрация 3 года).

Финансовые результаты Магнита по МСФО

Период	Выручка, млн руб.	Валовая рентабельность	ЕБИТДА, млн руб.	Маржа ЕБИТДА	Валовый Долг*, млн руб.	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
1пол2008	59 139.2	20.9%	3 772.7	6.4%	10 492.2	1.4х	5.5х
2007	94 035.4	19.9%	5 607.6	6.0%	17 001.5	3.0х	6.1х
1пол2007	42 729.5	18.8%	2 160.5	5.1%	10 605.1	2.5х	7.4х
2006	68 099.7	18.2%	3 359.7	4.9%	6 753.4	2.0х	8.6х

* - Долг включает лизинговые обязательства

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Ключевые моменты:

- В апреле 2008 г. в ходе SPO на Лондонской бирже Магнит привлек около \$480 млн. За счет полученных средств компания погасила значительную часть краткосрочных кредитов (их объем сократился сразу на \$278 млн), остальные средства были направлены на строительство новых объектов и выкуп арендуемых помещений. При этом Магнит избежал роста свободных остатков на банковских счетах.
- Расширение сети собственных распределительных центров, сопутствующее снижение издержек и эффект масштаба как возможность влиять на условия поставок – все эти факторы позитивно отразились на валовой рентабельности (+2.1п.п к 1пол2007). На этом фоне реалистичными выглядят целевой уровень рентабельности ЕБИТДА 7.0-7.5% и план по годовой выручке на уровне \$5.5 млрд.
- Объем инвестиционной программы на 2008 год составляет \$700-750 млн, за 1-е полугодие профинансировано чуть меньше половины. Соответственно, в ближайшие месяцы Магниту все же придется вновь привлекать долговое финансирование. Однако, с учетом роста операционной прибыли, мы ожидаем, что долговая нагрузка Магнита по итогам 2008 года останется умеренной - в пределах 2-2.5х Долг/ЕБИТДА.

Отметим также основные операционные результаты like-for-like:

- Выручка LFL (руб.): +18.4% (+15.8% в 1пол2007)
- Средний чек (руб.): +22.5% (+13.7%)
- Количество чеков: -3.3% (+1.8%)

Насколько мы понимаем, менеджмент Магнита не особенно обеспокоен снижением трафика в 1-м полугодии на фоне динамики остальных показателей. Магнит продолжает расти быстрее других сетей. За 1пол2008 компания открыла 124 магазина (включая 6 гипермаркетов), еще 26 - в июле. Общая торговая площадь составляет 728.7 тыс кв.м., причем доля магазинов в собственности компании приближается к 30%, что в перспективе будет поддерживать рентабельность за счет снижения доли арендных платежей.

Финансовые и операционные результаты Магнита выглядят позитивно...

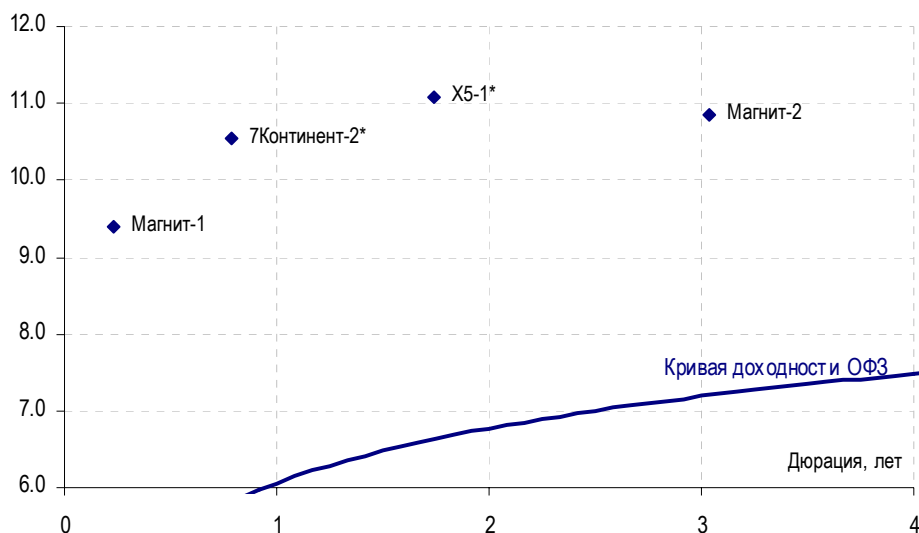
...за исключением незначительного снижения количества чеков

**Выбор источников
долгосрочного
финансирования во
многом определит
динамику доходности
бумаг Магнита**

Мы полагаем, что при текущей рыночной конъюнктуре у Магнита нет острой необходимости рефинансировать 1-й выпуск за счет нового размещения. По данным отчетности, компания имеет доступ к необеспеченным кредитным линиям по средневзвешенным ставкам в диапазоне 8-11%. В то же время, большинство таких кредитов являются краткосрочными, а привлечение длинных кредитов требует обеспечения в той или иной форме, либо носит целевой характер. Поэтому более вероятной альтернативой облигациям, на наш взгляд, могли бы стать синдицированные кредиты.

Фактически, именно выбор источников финансирования на 2-ю половину 2008 г. и следующий год определит динамику котировок бумаг Магнита до погашения 1-го выпуска в ноябре. На сегодняшних ценовых уровнях облигации компании большого интереса не представляют: 1-й выпуск – из-за очень короткой дюрации, а 2-й – из-за очень длинной.

Доходность облигаций на 27 августа



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
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.