

Рублевые корпоративные облигации

1 ноября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- КАМАЗ: наступают трудные времена » стр. 2

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Доллары жгут руки» стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2960	+ 1.9 %
Рублей за доллар США	27.079	- 0.019
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.66	+ 4.1 %
Москва-39, дох. % год.	10.04%	-79 б.п.
Россия-30, дох. % год.	12.02%	+ 4 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	608.5	+ 31.5
Остатки на д/с, млрд руб.	223.4	+ 38.0
Сальдо операций с ЦБ	- 166.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

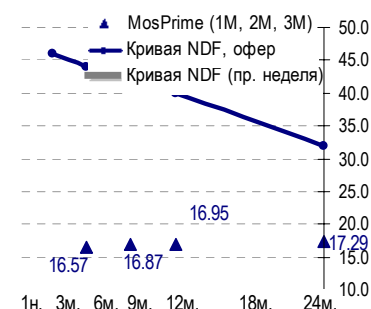


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 ноя	Погашение Нижегородская обл-34002 (2.5 млрд руб.)
5 ноя	Погашение Искимцемент-2 (0.5 млрд руб.)
7 ноя	Оферта СорусКапитал-1 (1.2 млрд руб.)
	Оферта Пивдом-1 (1 млрд руб.)
10 ноя	Оферта Дымовское колбасное производство-1 (0.8 млрд руб.)
13 ноя	Погашение Атлант-М-1 (1 млрд руб.)
14 ноя	Оферта Технониколь-финанс-1 (1.5 млрд руб.)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-692.23	+ 1 536	3.9	9.83%
АИЖК-1175.59	+ 1 261	5.0	14.45%
АИЖК-968.40	+ 1 140	4.4	16.79%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОИА-2117.00	+ 1 700	2.3	1.02%
Русфинанс-299.19	+ 1 669	0.1	17.58%
ХКФБ-399.90	+ 1 489	0.4	*13.91%

Лидеры падения

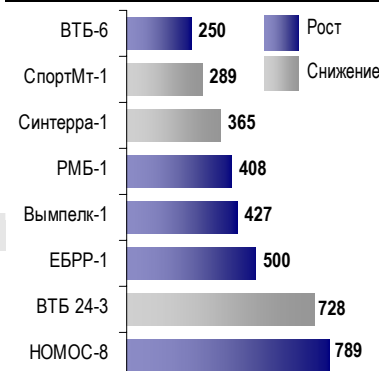
1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-1064.40	- 1 309	4.9	17.56%
ЛУКОЙЛ-387.00	- 800	2.7	12.63%
АИЖК-765.00	- 499	4.4	18.30%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СЗТел-380.00	- 1 995	1.7	23.94%
НК Альянс-175.00	- 1 210	0.8	*52.17%
ТГК-688.00	- 1 100	0.3	*65.08%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

КАМАЗ: наступают трудные времена

КАМАЗу предстоит адаптироваться к ухудшению конъюнктуры

Вчера КАМАЗ опубликовал отчетность по МСФО за 1-е полугодие 2008 г. Мы отмечаем ухудшения ряда показателей на фоне очень сильных результатов прошлого года. Более того, снижение рентабельности и резкое увеличение запасов готовой продукции может приобрести характер тенденции во 2-м полугодии, поскольку ухудшение экономической ситуации ведет к дальнейшему сокращению продаж и возможным проблемам с лизинговым портфелем группы.

Компания рассчитывает на кредитную поддержку государства: пока сложно сказать, как это отразится на финансовых показателях

С точки зрения долговой нагрузки КАМАЗ по-прежнему выглядит лучше остальных российских автопроизводителей, но ситуация может существенно измениться уже в ближайшие месяцы - компания уже обратилась к правительству с просьбой о финансировании через программу Внешэкономбанка. Впрочем, облигации КАМАЗа были полностью выкуплены по оферте в конце сентября, и теперь кредитный профиль компании представляет практический интерес лишь для узкого круга кредиторов.

Финансовые результаты КАМАЗа по МСФО (млрд руб.)

Период	Выручка	Валовая маржа	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Долг*	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты**
1П2008	51 372	20.8%	5 545	10.8%	13 797	1.2x	13.9x
2007	97 229	22.2%	13 070	13.4%	14 756	1.1x	20.4x
1П2007	44 462	22.6%	6 174	13.9%	-	-	23.2x
2006	71 012	19.6%	7 639	10.8%	13 484	1.5x	6.9x

* - в расчет совокупного долга не включены реструктурированные налоговые обязательства КАМАЗа

** - без учета дисконтирования реструктурированных обязательств

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Основные проблемы 1-го полугодия: рост цен на металлы и комплектующие, сокращение темпов роста продаж при резком увеличении товарных запасов, падение экспорта в страны СНГ

Наши наблюдения:

- Без учета разового дохода от продажи акций компании «КАМАЗ-Капитал» показатель ЕБИТДА снизился по сравнению с 1П2007 на 10%. При умеренном росте выручки рентабельность по ЕБИТДА оказалась существенно хуже прошлогоднего результата. Компания ссылается на рост цен на металлы и комплектующие, и действительно, доля затрат на материалы в себестоимости увеличилась, по нашим оценкам, с 75% до 80%. Однако у негативной динамики показателей рентабельности есть и другие причины.
- Мы обращаем внимание на резкое падение показателя оборачиваемости запасов – в 2.7 раза по сравнению с прошлым годом, что вряд ли можно объяснить сезонными особенностями продаж. По сравнению с началом 2008 года почти в 1.5 раза увеличились как запасы материалов и комплектующих, так и запасы готовой продукции.
- На балансе компании рост запасов частично компенсируется сокращением дебиторской задолженности, однако общая потребность в оборотном капитале увеличилась по сравнению с началом года примерно на 4 млрд руб. Это не критично при текущем, сравнительно низком уровне долговой нагрузки компании, но негативно влияет на валовую рентабельность (минус 1.8 п.п. к 1п2007), поскольку запасы готовой продукции оцениваются по себестоимости, а не по ценам реализации. В сочетании с ростом административных расходов и цен на металлы, ослабление продаж привело к снижению рентабельности ЕБИТДА сразу на 3 п.п.
- Одна из основных причин снижения темпов роста выручки – сокращение спроса на главном экспортном рынке КАМАЗа – в Казахстане. Экспортные продажи снизились на 8% к 1п2007, доля экспорта в выручке сократилась с 25% до 20%. Во 2-м полугодии 2008 года вполне вероятно новое падение экспорта, и соответственно, КАМАЗ вряд ли сможет компенсировать слабую динамику роста в 1-м полугодии.

Во 2-м полугодии ситуация может ухудшиться из-за падения спроса со стороны российских компаний, не исключены проблемы с лизинговыми продажами

- Мы полагаем, что в текущей ситуации следует ожидать существенного снижения спроса и на внутреннем рынке. У КАМАЗа есть ряд преимуществ перед иностранными производителями, особенно в случае ослабления рубля. Однако при сжатии платежеспособного спроса (в частности, в строительной отрасли) и сокращении инвестпрограмм крупнейших производственных компаний КАМАЗу будет непросто конкурировать на рынке грузовиков тяжелого класса с китайскими производителями, местными сборочными производствами европейских автокомпаний, а также с подержанной импортной техникой.
- Негативный прогноз на 2008-2009 гг. подтвердил на этой неделе и представитель самого КАМАЗа. По сообщению Reuters, компания ожидает сокращения рынка в следующем году на 10-20% в зависимости от ситуации с ликвидностью. КАМАЗ уже начал сокращение рабочей силы примерно на 10% и переход на 4-дневный рабочий график (до 6 декабря с возможностью пролонгации до мая). Компания указывает, что эти меры позволят сократить расходы на заработную плату. Производственный план КАМАЗа на текущий год будет сокращен на 20%.
- Дополнительный фактор риска – значительная доля продаж по лизинговым схемам. Продажи дочерней лизинговой компании КАМАЗа резко выросли в прошлом году, и по состоянию на начало 2008 года доля лизинга в совокупных продажах грузовых автомобилей достигла 7%. Хотя доходы непосредственно от лизинговых операций не существенны (406 млн руб. за 1п2008), лизинг, так же как и товарный кредит, представляет собой существенный балансовый риск в случае неплатежей покупателей. Общий объем дебиторской задолженности по финансовому лизингу на конец 1п2008 – 4.3 млрд руб.

Заявка на господдержку – около \$1 млрд; средства могут быть направлены на рефинансирование, инвестиции и поддержку лизинга

По информации Интерфакса, КАМАЗ намерен обратиться за правительственной поддержкой (по всей видимости, через программу ВЭБа) в размере 27 млрд руб., из которых 12 млрд руб. планируется направить на финансирование долгосрочных проектов, 15 млрд руб. – на поддержку лизинга. Ранее руководство компании заявляло о планах направить на инвестиции 2009-2012 гг. до \$1.5 млрд, чтобы увеличить объемы производства вдвое – до 100 тыс. автомобилей в год. Скорее всего, эти планы будут существенно скорректированы, а средства ВЭБа могут быть направлены на цели рефинансирования краткосрочного долга – на конец 1п2008 его объем составлял, по нашим оценкам, около 8.5 млрд руб.

Бумаг компании «в открытом доступе» после оферты не осталось

Тем не менее, кредитные характеристики КАМАЗ в целом выглядят достаточно сильными: долговая нагрузка и расходы на обслуживание долга невелики, сентябрьская оферта по облигационному займу объемом 1.5 млрд руб. успешно пройдена, в октябре подписано соглашение о синдицированном кредите на 135 млн евро (срок 3 года, ставка Euribor+3.5%). Напомним также, что 3-й выпуск облигаций КАМАЗа объемом 6.5 млрд руб. аннулирован в связи с истечением срока размещения.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Доллары жгут руки

Вчера произошел резкий рост рублевых ставок по валютным свопам. В определенные моменты ставки превышали 50% (в четверг ставки колебались в диапазоне 8%-12%), после чего ЦБ все же вышел на этот рынок и несколько успокоил ситуацию. По нашему мнению, после того, как ЦБ официально рекомендовал банкам не увеличивать среднемесячный объем иностранных активов в ноябре и декабре под угрозой снижения лимитов по беззалоговым кредитам, на рынке валютных свопов существенно изменились условия совершения сделок. Теперь те, кто покупает валюту за рубли в первой части сделки «своп» (а это в основном крупные банки, получившие рубли от ЦБ или Минфина), несут дополнительные издержки – его иностранные активы увеличиваются и возникает угроза попасть под удар Центробанка. Таким образом, свопы перестали быть хорошей альтернативой рублевому рынку МБК, и между этими рынками возник разрыв в процентных ставках.

Мы считаем, что это главная причина роста ставок по свопам. Ситуацию усугубили праздники, из-за которых срок по данным сделкам увеличился с 1-3 до 5 дней, а банки не горели желанием получить доллары на свой баланс на столь длительное время, заметно испортив среднемесячный показатель по иностранным активам. Ситуация на рынке свопов заставила многих участников, которые не хотели фондировать свои валютные позиции по таким высоким ставкам, спешно продавать валюту с расчетами today. В результате стоимость бивалютной корзины в секции today опускалась до 30.15 руб., в то время как в секции tomorrow корзина весь день держалась у 30.40 руб. Также неудивительно, что на внутреннем валютном рынке МБК ставки опустились практически до нуля – доллары теперь «жгут руки», а валютный кредит резиденту не считается иностранным активом. По нашему мнению, в будущем эти ставки вообще могут становиться отрицательными.

На наш взгляд, очень симптоматично поведение Банка России в подобной ситуации. Ведь именно этого и добивался ЦБ, фактически свернув операции «валютный своп» и ограничив размер иностранных активов банков: сделать невыгодной спекулятивную игру на ослабление рубля. И вчера держатели валютных позиций понесли достаточно большие потери: максимальный ущерб составил около 17 коп. с каждого доллара или \$630 тыс. с позиции в \$100 млн. Однако Банк России решил все же ограничить эти потери, выйдя на рынок валютных свопов с 60 млрд. руб. По нашему мнению, ЦБ пока не готов к жестким санкциям к валютным спекулянтам, опасаясь задеть добросовестных участников и нанести еще один удар по и без того обескровленной банковской системе. Мы считаем, что с подобной же осторожностью Банк России будет применять санкции к банкам, которые все же увеличат иностранные активы в ноябре-декабре.

Валютная секция ММВБ 31.10.2008



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
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.