

# Рублевые корпоративные облигации

8 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- АвтоВАЗ: отчетность по МСФО за 2007 год » стр. 2

### НОВОСТИ

- Курс рубля упал на 20 копеек » стр. 4

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5321	- 0.6 %
Рублей за доллар США	23.5791	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 116.94	+ 1.0 %
Москва-39, дох. % год.	8.45%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	+ 4 б.п.

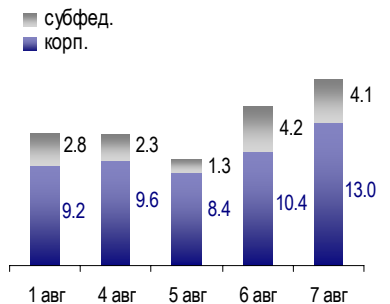
Остатки на к/с, млрд руб.	552.7	- 7.3
Остатки на д/с, млрд руб.	266.5	+ 5.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 47.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ВЧЕРА

- Группа ЛСР-2 (5 млрд руб.) размещен под 13.69% годовых к оферте через 1.5 года
- Выпуск Синтерра-1 (3 млрд руб.) размещен под 11.30% годовых к оферте через 1 год
- ЦБ разместил ОБР-6 на 0.35 млрд руб. из 30 млрд руб. под 5.77% годовых к погашению 15 декабря 2008 года

## Объем торгов на ММВБ

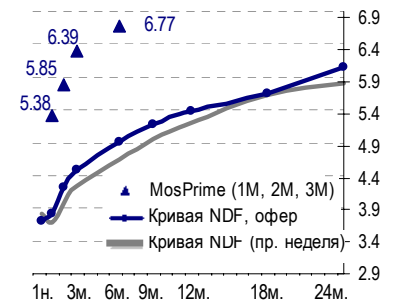


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

14 авг	Размещение Сибирьтелеком-8 (2 млрд руб., 1.5-годовая оферта) Размещение Вестер-1 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
15 авг	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Уплата ½ суммы акцизов
20 авг	Размещение Ашинский метзавод-1 (2 млрд руб., годовая оферта) Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (10 млрд руб., дюрация 4.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.6 года)
25 авг	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-5	100.05	+ 50	1.3	7.28%
ВИА АИЖК-А	99.24	+ 14	0.8	*9.77%
ГидроОГК-1	97.99	+ 14	2.6	9.10%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Тюменьэн-2	95.50	+ 40	1.5	*11.02%
Мечел-2	91.50	+ 35	1.7	*14.19%
ХКФБ-2	99.00	+ 15	0.7	*10.89%

## Лидеры падения

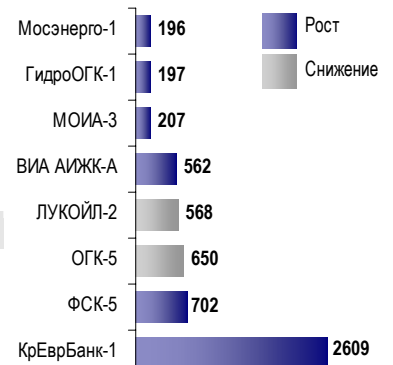
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	96.70	- 30	3.1	*8.94%
ЛУКОЙЛ-2	99.80	- 25	1.2	7.54%
ФСК-4	96.95	- 15	2.8	8.59%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СевстАвто-2	96.20	- 12	1.8	*10.13%
ЦентрТел-4	104.60	- 25	0.9	9.25%
ВБД-2	99.70	- 20	2.1	9.34%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### АвтоВАЗ: отчетность по МСФО за 2007 год

На этой неделе АвтоВАЗ выпустил аудированную отчетность по МСФО за 2007 год. Опубликованные результаты не содержат особых сюрпризов и подтверждают основные тенденции российской отчетности головного предприятия группы: существенное замедление темпов роста выручки и сокращения операционной рентабельности. Эффективность компании, по нашим ожиданиям, продолжит снижаться в 2008 году. Помимо этого, компания планирует в скором времени осуществить крупные приобретения, что может привести к росту долговой нагрузки до уровня 2.5-3.0x Долг/ЕБИТДА.

#### Финансовые результаты АвтоВАЗа (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Чистый Долг	Чистый долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006 РСБУ	152.4	15.8	10.4%	22.2	1.4	8.0
2007 РСБУ	154.6	12.7	8.2%	20.6	1.6	6.3
2006 МСФО	183.7	16.2	8.8%	25.4	1.6	3.9
2007 МСФО	186.1	13.8	7.4%	18.2	1.3	3.2

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Отчетность АвтоВАЗа по РСБУ позволяет с достаточной точностью судить о финансовом состоянии группы**

Российская отчетность ОАО «АвтоВАЗ» дает достаточно полное представление о финансовом состоянии группы в целом, поскольку основная часть долга привлекается на головную компанию. При этом небольшие расхождения в выручке связаны с включением в базу консолидации сервисно-сбытовой сети, прибыль которой в первую очередь определяется производственными показателями АвтоВАЗа.

При расчете основных финансовых показателей по отчетности МСФО, мы сделали ряд поправок, которые позволяют более точно отразить экономический смысл:

- Выручка и себестоимость продукции в отчетности учитывают изменения запасов готовой продукции и объема незавершенного производства. Мы исключили эту статью из состава выручки, поскольку основой P&L является отгруженная продукция.
- Операционная прибыль в отчетности значительно выше нашей оценки (соответственно, 8.7 млрд руб. и 4.4 млрд руб.): мы исключили неденежную составляющую доходов и расходов, связанную с пересмотром стоимости активов и резервов.
- Принимая во внимание существенный объем денежных средств на балансе АвтоВАЗа, в расчет показателя Чистый Долг включены также банковские депозиты со сроком погашения от 3 месяцев до 1 года объемом 3 млрд руб.

**Долговая нагрузка снизилась, несмотря на заметное ухудшение операционных результатов**

В итоге операционные результаты АвтоВАЗа за 2007 г. выглядят достаточно слабо: выручка выросла всего на 1.3%, а рентабельность ЕБИТДА сократилась на 1 п.п. до 7.4%. Тем не менее, благодаря невысокой инвестиционной активности компании, долговая нагрузка Чистый долг/ЕБИТДА снизилась с 1.6x до 1.3x.

**Производство растет, однако рентабельность продолжит снижение в 2008 году**

В текущем году АвтоВАЗ может улучшить динамику выручки: производство автомобилей выросло на 10% в I полугодии до 384 тыс. единиц, что сопоставимо с объемом продаж за этот период. Однако компании вряд ли удастся остановить снижение рентабельности в 2008 г. в связи с увеличением расходов на заработную плату сотрудникам (+20% с начала года) и значительным ростом цен на сталь. В июле менеджмент АвтоВАЗа заявил о намерении заключить долгосрочные контракты с ключевыми поставщиками металла. Возможности АвтоВАЗа перекладывать рост издержек на потребителей существенно ограничены в связи с высокой конкуренцией со стороны иностранных производителей: отпускные цены на автомобили были увеличены всего на 5.1% с начала года.

**В случае приобретения Ижавто показатель Долг/ЕБИТДА вырастет до уровня 2.5-3.0x**

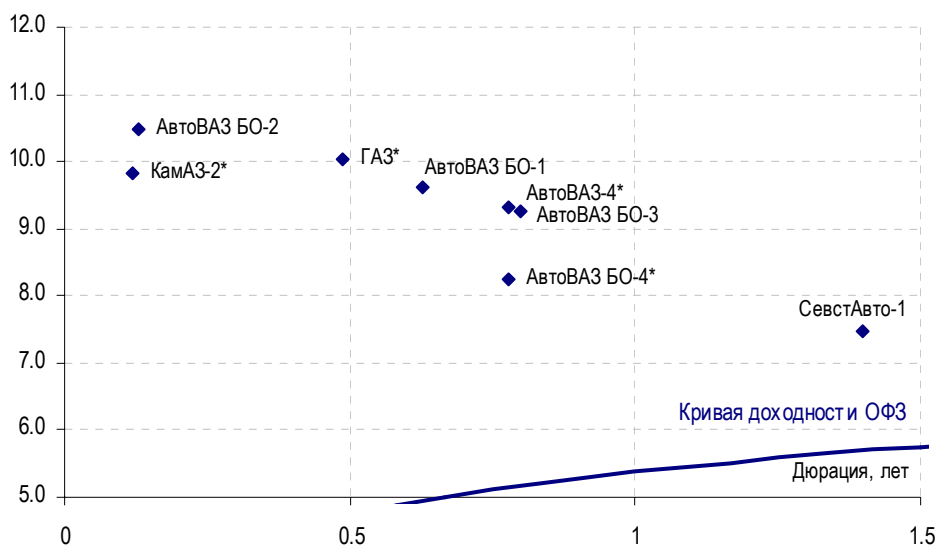
Инвестиционная программа АвтоВАЗа на 2008 год составляет 13 млрд руб. и в основном может быть профинансирована за счет операционного денежного потока. Однако в ближайшее время АвтоВАЗу предстоит закрыть крупную сделку по приобретению Ижавто (выручка 23.1 млрд руб., ЕБИТДА 1.1 млрд руб., Долг 10.5 млрд руб.). Ориентировочная стоимость компании по оценкам ее менеджмента составляет 13 млрд руб. В случае, если непосредственным приобретателем завода Ижавто выступит АвтоВАЗ, долговая нагрузка объединенной компании составит, по нашим оценкам, 2.5-3.0x Долг/ЕБИТДА.

Также мы отмечаем, что дополнительное финансирование (не менее \$100 млн) может потребоваться для выкупа доли General Motors в совместном предприятии GM-АвтоВАЗ – по данным прессы, АвтоВАЗ сейчас рассматривает такую возможность.

**Более привлекательны облигации ГАЗа и КамАЗа**

Учитывая возможное ослабление финансового профиля АвтоВАЗа, более привлекательно смотрятся выпуски ГАЗа и КамАЗа, которые торгуются с сопоставимой доходностью. Долговая нагрузка обеих компаний, по нашим оценкам, не превысит уровня 2x Долг/ЕБИТДА по итогам 2008 года.

### Доходность облигаций на 7 августа



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

---

## НОВОСТИ

---

### Курс рубля упал на 20 коп.

С утра стоимость бивалютной корзины взлетела на 20 копеек до 29.55 руб. а потом резко снизилась до 29.45 руб. По нашему мнению, на фоне событий в Южной Осетии и падения российского фондового рынка, начались панические закрытия длинных позиций по рублям, которые потом прекратились. Предсказать дальнейшее развитие событий на валютном рынке очень сложно – все зависит от поведения спекулянтов. Очевидно, что волатильность курса значительно повысилась. В связи с чем, и ослабление, и укрепление рубля могут происходить очень быстро. По нашим оценкам, верхняя граница поддержки бивалютной корзины ЦБ находится у 30.30 руб., к этому уровню рынок придет при самом неблагоприятном развитии событий.

По нашему мнению, Банк России не будет предпринимать никаких мер для ограничения ослабления рубля внутри валютного коридора. Возможно, в случае, если корзина начнет приближаться к offer ЦБ, он прекратит свои регулярные интервенции. В то же время, в условиях такой высокой курсовой волатильности, у Банка России появляется больше возможностей для повышения процентных ставок в борьбе с инфляцией.

Мы не исключаем, что сложившаяся ситуация повлияла и на денежный рынок. Объем утреннего РЕПО с ЦБ составил 82 млрд. руб., ставка 7.02%. При этом краткосрочные процентные ставки повысились только до 5.0%-5.5%. По нашему мнению, это означает, что, как и вчера, одному-двум крупным банкам понадобились рублевые ресурсы, которые они по каким-то причинам не стали привлекать на рынке. Возможно, средства понадобились для закрытия длинных позиций по рублям на валютном рынке.

---

**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	npatrahin@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.