

Рублевые корпоративные облигации

18 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Амурметалл: результаты 1-го полугодия 2008г. » стр. 2

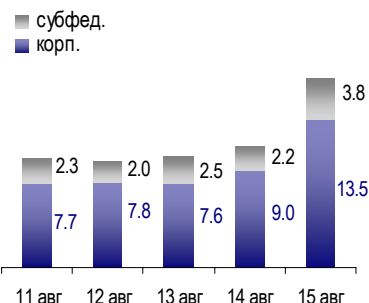
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4688	- 0.8 %
Рублей за доллар США	24.5065	+ 0.9 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 110.71	- 1.1 %
Москва-39, дох. % год.	8.87%	+ 10 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	- 1 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	616.3	- 45.8
Остатки на д/с, млрд руб.	115.2	- 27.0
Сальдо операций с ЦБ	- 51.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

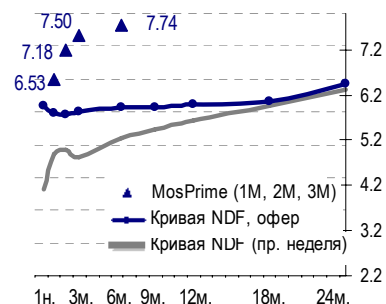


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

20 авг	Размещение Хортекс-1 (1 млрд руб., оферта через 4 года) Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (10 млрд руб., дюрация 4.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.6 года)
21 авг	Аукцион ОБР-6 (10 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
25 авг	Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
28 авг	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-2	96.15	+ 40	1.8	10.23%
Газпром-4	101.11	+ 11	1.4	7.56%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	94.00	+ 70	1.7	*12.50%
Белон-1	99.25	+ 45	0.8	10.32%
УРСИ-8	101.30	+ 30	1.5	*8.91%

Лидеры падения

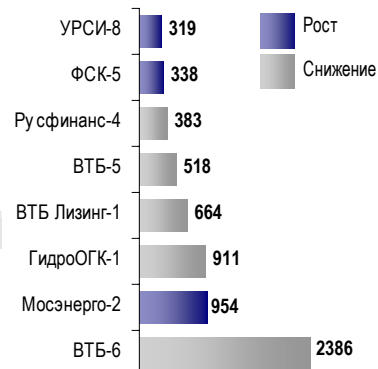
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	87.40	- 160	5.2	11.20%
ЛУКОЙЛ-4	95.10	- 85	4.4	8.75%
АИЖК-8	87.75	- 50	4.0	*11.37%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЧТПЗ-1	99.00	- 113	1.7	10.35%
Ленэнерго-2	89.00	- 103	3.0	12.96%
ТГК-8	98.61	- 22	0.7	*10.19%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Амурметалл: результаты 1-го полугодия 2008г.

Российская отчетность Амурметалла показывает значительный рост выручки при умеренном росте совокупного долга

Амурметалл опубликовал отчетность по РСБУ за 1-е полугодие 2008 г. Компания вновь продемонстрировала позитивную динамику выручки и объемов реализации, причем на этот раз доля товарной заготовки снизилась в пользу продукции с более высокой добавленной стоимостью. В результате позитивно выглядит динамика показателей рентабельности, а долговая нагрузка снизилась до 3.6x Долг/ЕБИТДА. Хотя отчетность по МСФО может показать несколько более скромные результаты, кредитные характеристики Амурметалла по-прежнему выглядят достаточно сильными.

Мы считаем, что 1-й и 3-й выпуски Амурметалла при доходности выше 12% заслуживают внимания buy-and-hold инвесторов, ориентирующихся на короткую дюрацию и умеренный кредитный риск.

Финансовые результаты Амурметалла по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Валовая рентабельность	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, Раз
РСБУ:							
1пол2008	10 157	2 049	28.0%	20.2%	14 640	3.6x	4.0x
1пол2007	6 363	1 179	27.8%	18.5%	10 749	4.6x	3.8x
МСФО:							
2007	13 590	2 104	26.8%	15.5%	10 980	5.2x	9.5x
2006	9 246	929	21.9%	10.0%	5 008	5.4x	16.7x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Результаты во многом обусловлены конъюнктурой, хотя для компании актуален рост цен на сырье, а не только на продукцию

Отчетность Амурметалла по РСБУ уступает по информативности отчетности по МСФО в части классификации отдельных статей доходов и расходов, а также из-за разницы в подходах к определению процентных выплат. Тем не менее, мы считаем возможным выделить ряд моментов, важных с точки зрения оценки динамики показателей компании:

- Объем реализации товарной продукции за 1пол2008 составил 505 тыс тонн. (909 тыс тонн за весь 2007 год), что на фоне резкого повышения отпускных цен (до 70% за 1пол2008 на основные виды проката и арматуры) позволило Амурметаллу увеличить выручку на 60% по сравнению с 1пол2007.
- Особенно заметно - более чем на 40% - выросли средние цены реализации по сортовому и листовому прокату. В результате сортовой прокат теперь лидирует по доле в общем объеме выручки компании (45.5%), а доля товарной заготовки (сегмента с меньшей добавленной стоимостью) впервые составила менее 40%.
- Рост выручки и постоянно растущие цены на продукцию не означает столь же впечатляющего повышения рентабельности Амурметалла: валовая рентабельность практически не изменилась по сравнению с 1пол2007, а рост маржи ЕБИТДА пока ограничивается 2 п.п. Это обусловлено в первую очередь симметричным ростом цен на ломозаготовку – основной вид сырья для компании.
- Существенно увеличился оборотный капитал (в основном, за счет роста дебиторской задолженности на 1.2 млрд руб.), что также в значительной степени связано с ростом цен на сырье и увеличением объемов реализации. Наряду с привлечением средств на финансирование инвестпрограммы, это стало одной из причин роста совокупного долга за 1-е полугодие на 3.9 млрд руб.

Не исключено, что результаты по МСФО окажутся более умеренными, но позитивные тенденции явно присутствуют

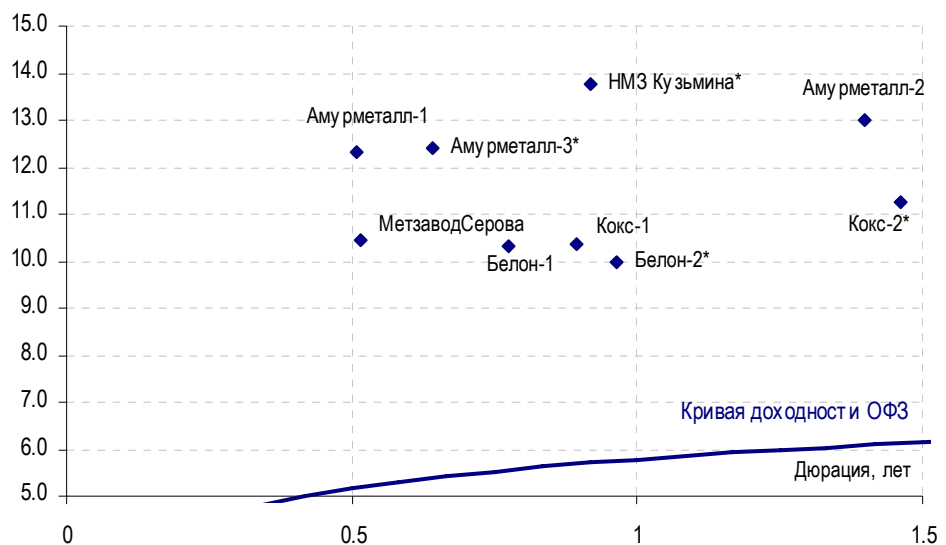
Впрочем, за счет роста операционной прибыли долговая нагрузка Амурметалла снизилась по сравнению с 1-й половиной 2007 года с 4.6x до 3.6x. Расчет по международной отчетности, вполне вероятно, даст более высокую цифру, однако в целом отчетность по РСБУ дает основания прогнозировать постепенное снижение долговой нагрузки. Пик капитальных вложений Амурметалла пришелся на 2007 год (более 5.5 млрд руб.), инвестпрограмма 2008 года оценивается примерно в 3 млрд руб., средства для рефинансирования краткосрочных обязательств получены в результате размещения 3-го выпуска облигаций. Поэтому мы ожидаем, что долговая нагрузка компании по итогам 2008 года останется на приемлемом уровне.

Мы напоминаем, что в дальнейшем на оценку кредитного риска Амурметалла могут повлиять планы по проведению допэмиссии. В последний раз об этих планах сообщалось в конце июня 2008 года, и тогда речь шла о первичном размещении до 20% акций компании. Однако на сегодняшний день параметры и сроки проведения IPO не известны, поэтому, на наш взгляд, его потенциальный эффект с точки зрения кредитного профиля компании обсуждать преждевременно.

Цены облигаций Амурметалла снизились вместе с рынком – возможно, это повод обратить внимание buy-and-hold инвесторов

Доходность облигаций Амурметалла на прошлой неделе находилась в диапазоне 12-13%. По сравнению с началом лета, спрэды расширились почти на 100 б.п. – это особенно заметно по спрэдам бумаг Амурметалла к коротким выпускам Белона и Кокса. По нашему мнению, на текущих ценовых уровнях относительно короткий и ликвидный 3-й выпуск Амурметалла (доходность 12.41% УТР, дюрация 0.64 года) представляет интерес, по крайней мере, для инвесторов, формирующих портфели из бумаг с умеренным риском с целью предъявления к оферте.

Доходность облигаций на 15 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	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.