

Российские корпоративные облигации

Специальное обозрение

15 июня 2005 г.

ЧТПЗ: труба зовет

Резюме

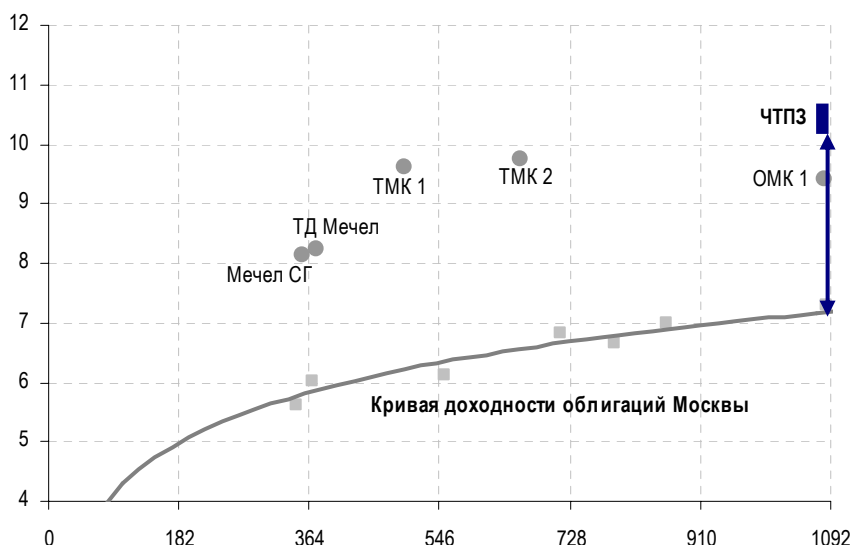
- Группа ЧТПЗ является 2-ым по объему производства в России с долей рынка 23,8% от общего объема выпуска в натуральном выражении по итогам 2004 г.
- Группа планирует перевести два крупнейших предприятия (ЧТПЗ и ПНТЗ) на единую акцию в течение ближайших полутора лет. В настоящее время прорабатывается детальный механизм объединения с помощью McKinsey.
- За счет реализации объединения компания планирует значительно (почти в 2 раза) сократить управленческие расходы и затраты на дублирующие производства (на 10%).
- В 1-ом квартале комбинированная выручка трубного бизнеса Группы ЧТПЗ достигла 7,8 млрд руб., операционная прибыль — свыше 800 млн руб., а чистая прибыль — около 400 млн руб.
- Привлекаемый заем будет полностью использован на оптимизацию существующего кредитного портфеля (в первую очередь на удлинение его сроков). Компания планирует сокращение долговой нагрузки группы к концу 2005 г. более чем на 3 млрд руб.

Оценка «справедливой» доходности

Оценка доходности облигаций ЧТПЗ на 14.06.05, % год.

По нашим оценкам,
«справедливый» спред ЧТПЗ
к кривой облигаций Москвы
составляет 310—360 б.п.

«Справедливая» доходность
облигаций ЧТПЗ без учета премии
за первичное размещение
составляет 10,15—10,65% год.



**Raiffeisen
BANK**

Краткое описание эмитента

Приобретение контрольного пакета ПНТЗ – «событие года» на трубном рынке

ЧТПЗ — один из крупнейших в России трубных заводов с производственными мощностями, позволяющими выпускать до 1,5 млн тонн труб в год. Доля предприятия на российском рынке трубной продукции составляет 12,5%. По результатам 2004 г. компания произвела 750 тыс. тонн труб.

В конце 2004 г. ЧТПЗ приобрело контрольный пакет акций (57,22% от УК) Первоуральский новотрубный завод. Сумма сделки составила 160 млн долл. США. Доля ПНТЗ на российском трубном рынке — 11,3%. По результатам 2004 г. компания произвела 686 тыс. тонн труб.

Основой стратегии объединения ЧТПЗ и ПНТЗ является образование лидирующей компании на трубном рынке, которая способна поставить интегрированное трубное решение для удовлетворения любой потребности нефтяной компании. По завершении объединения (в 2005—2006 гг. планируется перевод двух предприятий на единую акцию) ЧТПЗ будет контролировать около четверти трубного рынка России.

Покупка ПНТЗ предлагает значительные синергии

Помимо де-факто удвоения доли рынка, основные положительные эффекты проведения сделки с ПНТЗ:

- Значительное расширение сортамента бесшовных труб до полной сортиментной линейки — в основном используемых в нефтяной промышленности. Возможность производить полный продуктовый ряд обеспечивает ЧТПЗ высокую вероятность успеха в запланированных вскоре тендерах на поставку труб на новые магистральные нефтепроводы.
- Усиление возможностей объединенной компании поставлять интегрированные трубные продукты, которые смогут обеспечить любые потребности клиентов.
- Возможность значительного сокращения затрат посредством закрытия дублирующих производств (до 10% от себестоимости).
- Экономия на возросших масштабах производства — прежде всего, сокращение затрат при централизованных закупках сырья для двух заводов за счет больших скидок поставщиков.

Кредитная история

ЧТПЗ — дебютант на рублевом облигационном рынке...

Предстоящее размещение станет первым в истории компании. До настоящего момента компания пользовалась банковскими кредитами как основным источником долговых средств. ЧТПЗ открыты кредитные лимиты такими банками, как: European Bank for Reconstruction and Development (ЕБРР), Standard Bank (London), ММБ, Банк Москвы, Райффайзенбанк, Росбанк и Сбербанк.

...но не на рынке публичных заимствований

Покупка ПНТЗ потребовала привлечения значительных ресурсов. В рамках обеспечения фондирования сделки компания получила долгосрочное финансирование в размере 190 млн долл. США от синдиката банков, возглавляемого ЕБРР. В рамках схемы финансирования ЕБРР кредит был выдан двумя равными траншами (по 95 млн долл. США каждый). Причем пул инвесторов для второго транша организован частным банком. В случае с ЧТПЗ, второй транш финансирования был организован синдикатом международных банков, возглавляемым Standard Bank.

ЕБРР и Standard Bank одобрили выпуск облигационного займа

Кредитным договором с ЕБРР оговорен ряд финансовых параметров, которые ЧТПЗ обязуется соблюдать. Предстоящий облигационный заем был одобрен ЕБРР и всеми членами синдиката при условии использования его на рефинансирование существующей финансовой задолженности.

Акционеры

Основные владельцы ЧТПЗ — менеджмент управляющей компании

ЧТПЗ был приватизирован в 1992 г. В период 1994—1996 гг. менеджеры ЧТПЗ аккумулировали контрольный пакет акций предприятия. В настоящее время интересы менеджмента ЧТПЗ в уставном капитале представлены оффшорными компаниями, которые в общей сложности владеют 75,88% от уставного капитала.

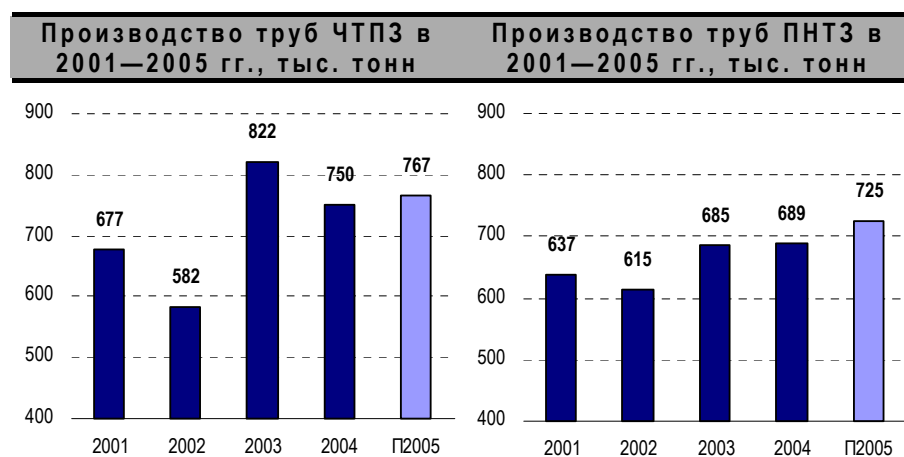
Операционная деятельность

В 2004 г. наблюдался спад спроса на трубы...

Объем продаж ЧТПЗ в натуральном выражении снизился в 2004 г. по сравнению с рекордными результатами 2003 г. Основные причины снижения спроса на трубы имели вполне прозаический характер:

- Спрос на трубы оказался эластичным, т.е. резкое повышение цен сказалось на объемах продаж;
- Нефтяная отрасль в целом сократила инвестиционную активность (так, например, ЮКОС сократил свою обширную программу на 2004—2005 гг. практически до нуля).

Кроме того, в процессе проведения программы реконструкции, проводимой в 2002—2005 гг., периодически требовалось остановка трубных станков, что естественно влияло на объем производства и продаж.



Источник: ЧТПЗ, 2005 г. — прогноз

...но спад продлится недолго

Прогноз роста спроса на трубную продукцию в 2005—2007 гг. основан на следующих факторах:

- Высокая степень износа существующих магистральных газонефтепроводов Газпрома, Транснефти и Транснефтепродукта;
- Объявленные планы по строительству новых магистралей для транспортировки газа и нефти (Восточная Сибирь—Тихий Океан, Северо—Европейский и др.);
- Высокая степень износа труб ЖКХ;
- Сокращение демпинга украинских производителей.

Корпоративная структура

ЧТПЗ не имеет непрофильных активов

Все дочерние предприятия ЧТПЗ, за исключением ОАО «Первоуральский Новотрубный Завод» и ЗАО «СКС «МеТриС», являются вспомогательными службами для основного производства. ЧТПЗ избавилось от всех непрофильных предприятий в рамках подготовки сделки с ЕБРР для финансирования покупки ПНТЗ.

Первоуральский новотрубный завод

Покупка ПНТЗ была завершена в декабре 2004 г...

В декабре 2004 г. ОАО «ЧТПЗ» завершило сделку по покупке контрольного пакета акций ОАО «Первоуральский новотрубный завод» (ПНТЗ). Доля ЧТПЗ в уставном капитале ПНТЗ составляет 57,22%. Сумма сделки составила 160 млн долларов США. В 2004 г. ПНТЗ произвел 674 тыс. тонн труб. Доля компании на рынке – 11,3% от общего объема выпуска российских трубных предприятий.

...и почти удвоила производственные мощности группы

Производственные мощности ПНТЗ позволяют выпускать до 1,1 млн тонн трубной продукции в год. На предприятии производится свыше 25 тысяч типоразмеров труб и трубных профилей из 200 марок углеродистых, легированных и нержавеющей сталей по 34 российским и 25 иностранным стандартам, а также по 400 техническим условиям.

СКС МеТриС

Другим значимым дочерним предприятием ЧТПЗ (доля ЧТПЗ в УК – 100%) является ЗАО «СКС «МеТриС», занимающееся реализацией металлопродукции на территории России.

СКС МеТриС – один из крупнейших «независимых» оптовых металлоторговцев в России

ЗАО «СКС «МеТриС» было организовано в январе 2003 г. с целью выделения функции оптовых комплексных продаж продукции ЧТПЗ. Однако к началу 2004 г. компания стала одним из крупнейших независимых предприятий, специализирующихся на торговых операциях на металлургическом рынке. В настоящее время ЗАО «СКС «МеТриС» сотрудничает с большинством металлургических и трубных предприятий России. Продажи продукции ЧТПЗ не превышают 20% от общей суммы реализации компании.

Финансовые показатели основных дочерних компаний ЧТПЗ (1 квартал 2005 г., млн руб.)

Эмитент	Выручка	Прибыль от продаж	Чистая прибыль	Финансовая задолженность	Собственный капитал
ЗАО «СКС «МеТриС»	676	17	(11)	840	141
Первоуральский НТЗ	3 545	394	262	4 193	2 124

Источник: финансовая отчетность предприятий по РСБУ

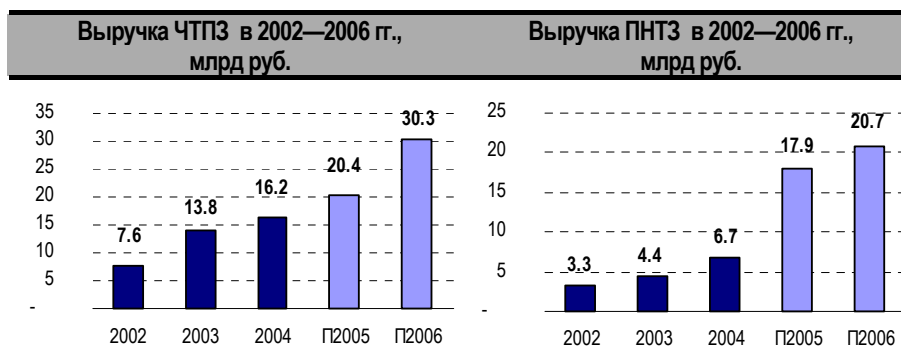
Финансовые показатели дочек не консолидируются

Финансовые результаты дочерних компаний не консолидируются в финансовую отчетность ЧТПЗ по российским стандартам бухгалтерской отчетности.

Финансовое состояние

Отчет о прибылях и убытках

Выручка от продаж ЧТПЗ растет высокими темпами, в основном за счет повышения цен на продукцию предприятия. В 2004 г. объем продаж компании (без учета ПНТЗ) превысил 16,2 млрд руб.

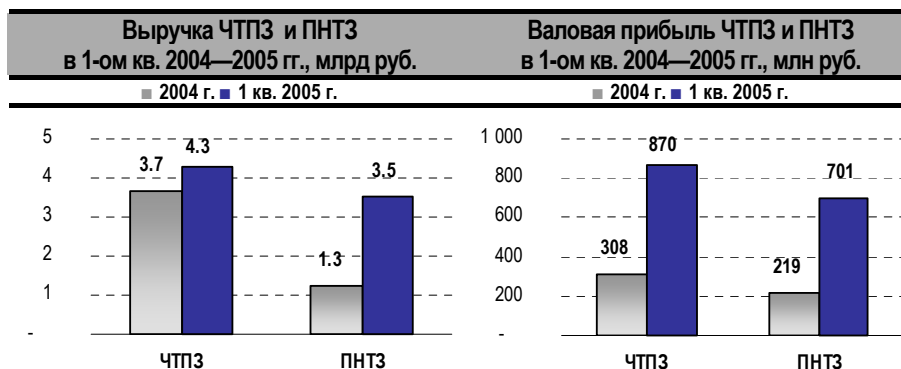


Источник: финансовая отчетность компаний, ЧТПЗ

Прогнозы основаны на росте цен, росте объемов продаж и на уходе от давальческих схем

Прогноз роста выручки ПНТЗ в 2005—2006 гг., помимо ожидаемого увеличения цен на продукцию и объема продаж предприятия, имеет и другие основания. До покупки контрольного пакета ПНТЗ в декабре 2004 г. компания работала на основе давальческих схем, т.е. выручка была фактически равна объему комиссии уплачиваемой трейдерами за переработку.

Как следствие, выручка ПНТЗ (сравнимого с ЧТПЗ по объемам производства и продаж в натуральном выражении) была почти в 3 раза ниже, чем у ЧТПЗ. Уже в 1-ом кв. 2005 г. ситуация заметно исправилась.



Источник: финансовая отчетность компаний

Рост выручки ЧТПЗ и ПНТЗ сопровождался ростом валовой прибыли

Прибыль ЧТПЗ в 2004 г. пострадала от реализации сделки по покупке ПНТЗ

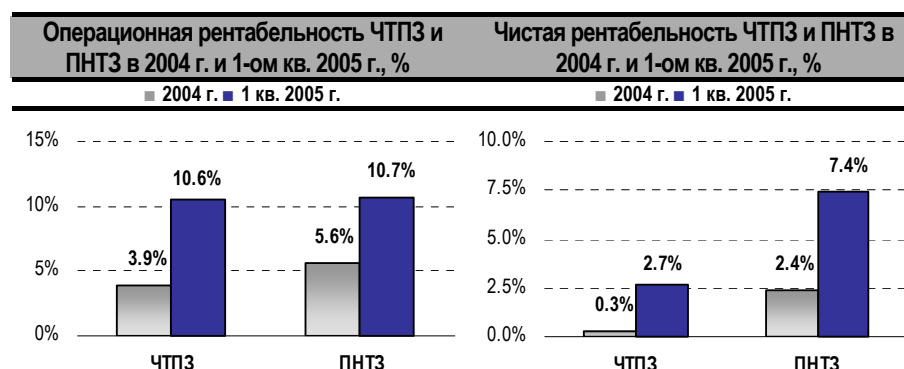
В 2004 г. чистая прибыль ЧТПЗ сократилась с 237 до 52 млн руб. В первую очередь это было связано с дополнительными единократными расходами на финансирование покупки ПНТЗ в 4-ом кв. 2004 г. Общая сумма этих расходов превысила 300 млн руб.:

- Единовременные банковские комиссии составили 110 млн руб.
- В рамках сделки ЧТПЗ избавилось от непрофильных активов по соглашению с ЕБРР. Общая сумма убытков в рамках реализации этой стратегии составила 215 млн руб.

Кроме того, на финансовых результатах ЧТПЗ сказалось значительное повышение цен на основные материалы, потребляемые компанией (трубную

заготовку). Как и любое промышленное предприятие последнего передела, ЧТПЗ не может немедленно переложить возросшие издержки на плечи конечных потребителей. Как следствие, повышение цен на продукцию предприятия нашло отражение в финансовых результатах предприятия только в 1-ом квартале 2005 г.

В 1-ом квартале показатели рентабельности ЧТПЗ и ПНТЗ значительно улучшились по сравнению с 2004 г.



Источник: финансовая отчетность компаний, расчеты Райффайзенбанка

Долговая нагрузка

Долговая нагрузка ЧТПЗ выросла в конце 2004 г.

На долговую нагрузку ЧТПЗ и ПНТЗ в конце 2004—начале 2005 гг. повлияли два основных фактора:

- Финансирование покупки ПНТЗ осуществлялось в том числе за счет привлечения заемных средств. Привлечение 190 млн долл. США в виде долгосрочных кредитов повлекло существенный рост долговой нагрузки на баланс ЧТПЗ в 4-ом кв. 2004 г.
- Переход ПНТЗ с давальческой схемы потребовал привлечения заемных средств на пополнение оборотного капитала. Как следствие, произошел значительный рост краткосрочной финансовой задолженности ПНТЗ.

Стратегия ЧТПЗ предполагает постепенное сокращение и удлинение долговых заимствований. Согласно финансовым планам компании, общая сумма финансовой задолженности (по ПНТЗ и ЧТПЗ) к концу 2005 г. сократиться на 3—3,5 млрд руб. до 10—10,5 млрд руб.

Оценка справедливой доходности

Для получения оценки доходности предстоящего выпуска мы проводим сравнение 1-ой серии облигаций ЧТПЗ с облигациями других компаний трубной промышленности.

На вторичном рынке для сравнения подходят бумаги ТМК

На вторичном рынке на данный момент присутствует 3 облигационных выпуска компаний трубной промышленности: ТМК 1-ой и 2-ой серий и ВМЗ 1-ой серии. При этом бумаги ВМЗ с учетом короткого срока до погашения (4 мес.), на наш взгляд, не являются подходящей базой для сравнения.

А на первичном рынке недавно разместилась бумага ОМК

Кроме того, 9 июня 2005 г. состоялось размещение облигаций ОМК 1-ой серии. Эти бумаги пока не допущены к обращению на вторичном рынке, однако доходность на первичном размещении может также быть использована в качестве одного из ориентиров при оценке «справедливой» доходности предстоящего выпуска. Напомним, что ставка купона на размещении ОМК (3-х летний выпуск облигаций номиналом 3 млрд руб.) составила 9,20% год., соответствующая эффективной доходности 9,41% год.

Здесь и далее анализируются комбинированные финансовые результаты компаний трубной отрасли за 1 кв. 2005 г.

При этом для получения сравнимой картины по всем бумагам мы комбинируем финансовые результаты трубных компаний следующим образом:

- ТМК: отчетность Синарского, Северского, Волжского трубных заводов, Таганрогского металлургического и ЗАО ТМК.
- ОМК: отчетность Выксунского и Чусовского металлургических заводов.
- ЧТПЗ: отчетность ЧТПЗ и ПНТЗ. На наш взгляд, включение ПНТЗ выглядит корректно, т.к. ПНТЗ является дочерней компанией эмитента.

До покупки контрольного пакета ПНТЗ в конце прошлого года, завод работал по давальческим (процессинговым) схемам, что негативно отражалось на финансовых показателях компании.

В частности, при использовании такой схемы работы выручка компании равна размеру комиссии, уплачиваемой за переработку, а основная прибыль остается на трейдинговых компаниях. Эта практика была прекращена немедленно по окончании процесса приобретения акций ПНТЗ новым владельцем.

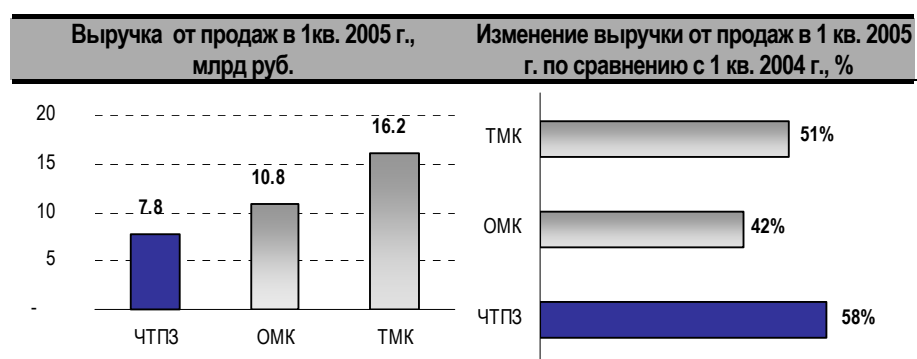
Как следствие, сравнение финансовых показателей компаний с другими трубными предприятиями возможно только по результатам 1-го квартала 2005 г.

Мы сравниваем финансовые результаты 1-го кв. 2005 г.

Соответственно, для получения более реалистичной картины кредитного качества группы ЧТПЗ в сравнении с другими предприятиями, уже присутствующими на рынке, мы берем за базу их последние финансовые результаты (за 1-ый квартал 2005 г.).

ЧТПЗ по размерам выручки уступает комбинированной выручке групп ТМК и ОМК. Однако темп роста выручки ЧТПЗ превосходит обе другие группы. Высокий темп роста поддерживается ПНТЗ, выручка которого по результатам 1-го квартала составила 3,5 млрд руб. по сравнению с 1,2 млрд руб. в 1-ом кв. 2004 г.

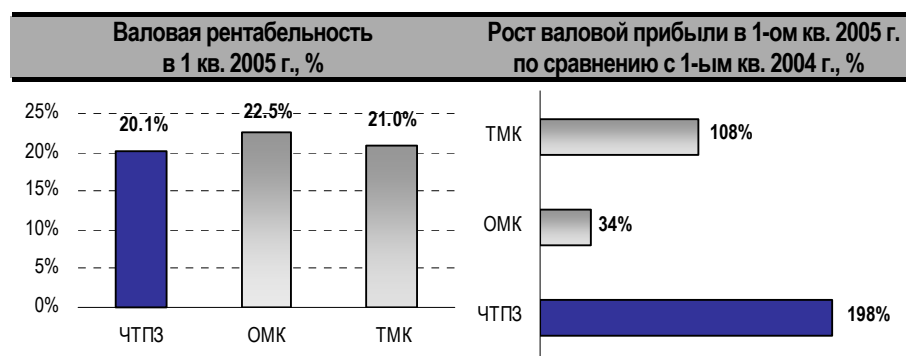
ЧТПЗ уступает другим трубным группам по размеру выручки, но превосходит по темпам роста



Источник: комбинированная финансовая отчетность по РСБУ за 1-ый кв. 2005 г., оценки Райффайзенбанка

Валовая рентабельность всех трех основных российских трубников находится на примерно одинаковом уровне (чуть выше 20%). При этом валовая прибыль ЧТПЗ растет темпами, заметно опережающими другие компании.

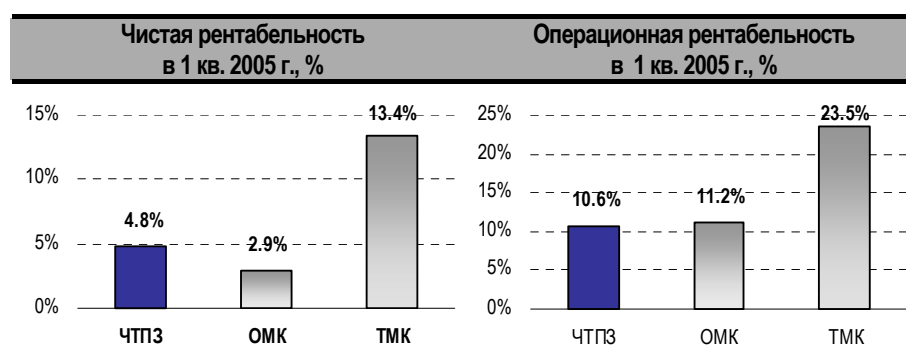
Темп роста валовой прибыли ЧТПЗ в 1-ом квартале 2005 г. – почти 200%



Источник: комбинированная финансовая отчетность по РСБУ за 1-ый кв. 2005 г., оценки Райффайзенбанка

ЧТПЗ немного уступает ОМК по операционной рентабельности, хотя значительно отстает от рекордных показателей ТМК. При этом по показателям чистой рентабельности ЧТПЗ выглядит лучше ОМК, хотя и отстает от ТМК.

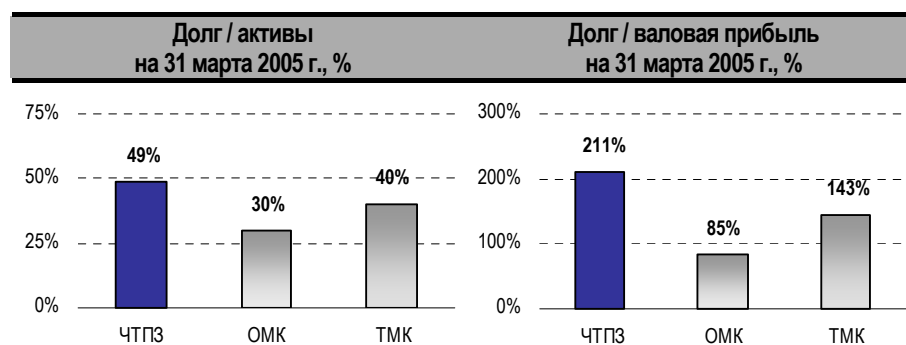
При анализе этих данных следует учитывать, что чистая прибыль ЗАО ТМК (холдинговой компании) составляет 57% от суммы комбинированной чистой прибыли группы ТМК



Источник: комбинированная финансовая отчетность по РСБУ за 1-ый кв. 2005 г., оценки Райффайзенбанка

Долговая нагрузка ЧТПЗ выше, чем у других трубных компаний в первую очередь из-за значительного долгосрочного долга (в частности, кредит ЕББР сроком до 2009 г.), за счет которого финансировалась покупка ПНТЗ.

ЧТПЗ отягощен долгом в большей степени, чем остальные трубные компании. Впрочем, большая часть долга имеет долгосрочный характер



Источник: комбинированная финансовая отчетность по РСБУ за 1-ый кв. 2005 г., оценки Райффайзенбанка, валовая прибыль приведена к годовым значениям

Кроме того, ПНТЗ в связи с уходом от работы по давальческим схемам был вынужден финансировать оборотный капитал за счет привлечения дополнительных долговых ресурсов.

Впрочем, как сказано выше (см. подробности «Финансовое состояние»), ЧТПЗ планирует заметно сократить финансовую задолженность уже в 2005 г.

Оценка доходности

**Премия ЧТПЗ к ОМК:
75—100 б.п.**

Премия ЧТПЗ за кредитное качество к ОМК составляет 75—100 б.п. Напомним, на первичном аукционе облигаций ОМК, состоявшемся 9 июня, ставка купона была установлена на уровне 9,20% год. (эфф. доходность — 9,41% год.).

На наш взгляд, облигации ЧТПЗ характеризуются сравнительно более простой структурой поручительства по сравнению с бумагами ТМК. На наш взгляд, «дисконт за структуру» должен составить 25—50 б.п., что практически нивелирует премию за кредитное качество ЧТПЗ к ТМК.

Доходности рублевых корпоративных облигаций трубной промышленности на 14 июня 2005 г.

Эмитент	Объем эмиссии, млн руб.	Остающийся срок до погашения / оферты, мес.	Доходность до погашения / оферты, % год	Спред к кривой облигаций Москвы, б.п.
ТМК 1-ой серии	2 000	17	9,61%	323—338
ТМК 2-ой серии	3 000	22	9,75%	303—343

Источник: Reuters, оценки Райффайзенбанка

«Справедливый» спред к кривой облигаций Москвы по облигациям ЧТПЗ 1-ой серии составляет 310—360 б.п. без учета премии за первичное размещение по текущим рыночным уровням.

**«Справедливая» доходность:
10,15—10,65% год.**

«Справедливая» доходность облигаций 1-ой серии ЧТПЗ к погашению (по текущим рыночным уровням) составляет 10,15—10,65% год.

Описание облигационного займа

Основные характеристики облигационного займа	
Эмитент	ОАО «Челябинский Трубопрокатный Завод»
Объем выпуска	3 млрд руб.
Организатор	ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»
Дата размещения	22 июня 2005 г.
Срок обращения	5 лет
Срок до оферты	3 года
Купонный период	182 дня
Использование средств	100% средств от размещения будет использовано на рефинансирование существующей финансовой задолженности
Вторичное обращение облигаций	Вторичное обращение Облигаций будет организовано на ФБ ММВБ и на внебиржевом рынке.
Платежный агент	Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»

Райффайзенбанк Австрия

Адрес	129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1
Телефон	721-28-46
Факс	721-99-01

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Член правления, начальник управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Павел Гурин	pgourine@raiffeisen.ru
-------------	------------------------

Начальник отдела корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Роман Зильбер	rzilber@raiffeisen.ru
---------------	-----------------------

Группа структурирования

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru
Дмитрий Степанов	dstepanov@raiffeisen.ru

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru
Арсен Манукян	amanoukyan@raiffeisen.ru

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru
-----------------	----------------------

Аналитика

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru
----------------	--------------------------

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию информационно—аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.