

Рублевые корпоративные облигации

17 сентября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ЧТПЗ: комментарий к отчетности по МСФО » *стр. 2*
- 7К: не забываем о первой оферте » *стр. 3*

Индикаторы

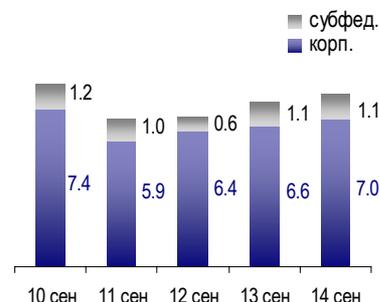
Долларов США за Евро	1.3873	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	25.3420	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 76.81	- 1.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.64%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.81%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	136	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	438.6	- 65.1
Остатки на д/с, млрд руб.	176.1	+ 22.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 136.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируются выпуски Национальный Капитал-1 (3 млрд руб., 5 лет) и Жилсоципотека-3 (1.5 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

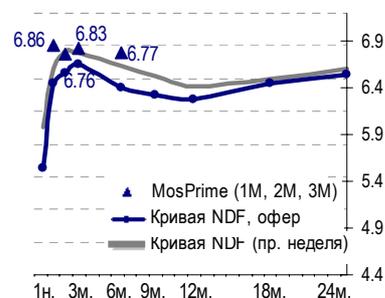


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

17 сен	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Аукцион ОБР-3 (250 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам
20 сен	Уплата НДС
25 сен	Уплата НДС, ½ суммы акцизов
28 сен	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-3	102.70	+ 21	2.0	7.11%
ЛУКОЙЛ-3	99.35	+ 9	3.7	7.41%
РСХБ-3	98.30	+ 8	2.3	*8.28%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТМК-2	100.00	+ 50	1.4	7.74%
Кокс-2	99.45	+ 45	2.2	*9.15%
Карусель-1	99.45	+ 15	0.9	*10.60%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	101.18	- 147	3.3	7.88%
РСХБ-2	100.00	- 100	3.0	8.08%
ЛУКОЙЛ-4	100.15	- 35	5.0	7.50%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	102.00	- 95	1.4	8.83%
ЦентрТел-4	109.00	- 40	1.8	8.83%
ВолгаТел-4	99.70	- 30	1.8	*8.41%

Лидеры по оборотам

Облигация	Обороты	Изменение
Транскредит-1	191	Рост
Транскредит-2	195	Снижение
Газпромбанк-2	200	Снижение
ТМК-3	209	Снижение
РСХБ-1	254	Снижение
Кокс-2	276	Снижение
РусСтандарт-4	397	Снижение
Талосто-1	989	Снижение

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ЧТПЗ: комментарий к отчетности по МСФО

*Отчетность МСФО-2006
подтверждает
позитивные результаты
по РСБУ*

На прошлой неделе группа ЧТПЗ опубликовала отчетность по МСФО за 2006 год. Финансовые показатели соответствуют результатам по РСБУ основных производственных активов группы – трубных заводов ЧТПЗ и ПНТЗ. Мы полагаем, что долговая нагрузка группы несколько увеличится по итогам 2007 года, однако по-прежнему высоко оцениваем кредитное качество компании. С учетом короткой дюрации, бумаги ЧТПЗ могут быть привлекательными по текущим ценам в рамках стратегии «купить и держать до оферты».

Консолидированные результаты Группы ЧТПЗ (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	41.8	5.7	13.7%	12.8	2.2x	3.6x
2006	59.6	9.8	16.4%	10.9	1.1x	12.9x

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Отчетность по МСФО в целом не противоречит опубликованным ранее результатам заводов по РСБУ и подтверждает основные позитивные тенденции:

- рентабельность по ЕБИТДА выросла с 13.7% до 16.4% благодаря увеличению доли труб большого диаметра (ТБД) в выпуске группы, а также вследствие роста спроса и цен на продукцию;
- долговая нагрузка по итогам 2006 года снизилась до рекордно низкого для компании значения - 1.1x Долг/ЕБИТДА.

*Различия в выручке и
рентабельности -
следствие консолидации
торговой компании*

Рентабельность по ЕБИТДА оказалась несколько ниже данных отчетности по РСБУ из-за консолидации результатов торговой компании. Тем не менее, группа ЧТПЗ приблизилась по уровню рентабельности к ТМК и ОМК, а с точки зрения долговой нагрузки все три компании теперь вполне сопоставимы.

В начале 2007 года трубная отрасль столкнулась с ростом цен на трубную заготовку и листовой прокат. Повышение отпускных цен может запаздывать по сравнению с ростом цен на сырье, поэтому рентабельность компаний может несколько снизиться. Однако снижение рентабельности будет, по нашему мнению, компенсироваться быстрым ростом продаж.

*Рентабельность вряд ли
увеличится в 2007 году,
рассчитываем на рост
выручки*

Мы отмечаем стабильный объем заказов на продукцию группы - особенно в сегменте ТБД, в котором высокий спрос обеспечивается за счет проекта ВСТО и других проектов в нефтегазовом комплексе. В отличие от предыдущих лет, спрос в большей степени формируется заказами Транснефти, в то время как спрос со стороны Газпрома несколько сократился. Тем не менее, по итогам 1-м полугодия 2007 г. ЧТПЗ и ПНТЗ продемонстрировали впечатляющий рост выручки – соответственно, на 84% и 43% по сравнению с 1-м полугодием 2006 года. По нашим прогнозам, рост продаж группы в денежном выражении в 2007 году может составить до 50%.

*Долговая нагрузка по
итогам 2006 года: 1.1x
Долг/ЕБИТДА...*

Инвестиционные потребности Группы ЧТПЗ на 2007-2010 гг. оцениваются примерно в \$1 млрд. По нашим оценкам, значительная часть затрат на инвестиционные проекты вполне может быть профинансирована за счет операционных потоков, т.е. без значительного увеличения долга. Однако для покрытия затрат на оборудование группа активно использует заемные средства, в т.ч. долгосрочные кредиты ЕБРР под залог акций ЧТПЗ и ПНТЗ. В 1-м полугодии 2007 года совокупный долг двух заводов группы по РСБУ увеличился с 10.9 млрд руб до 16.7 млрд руб.

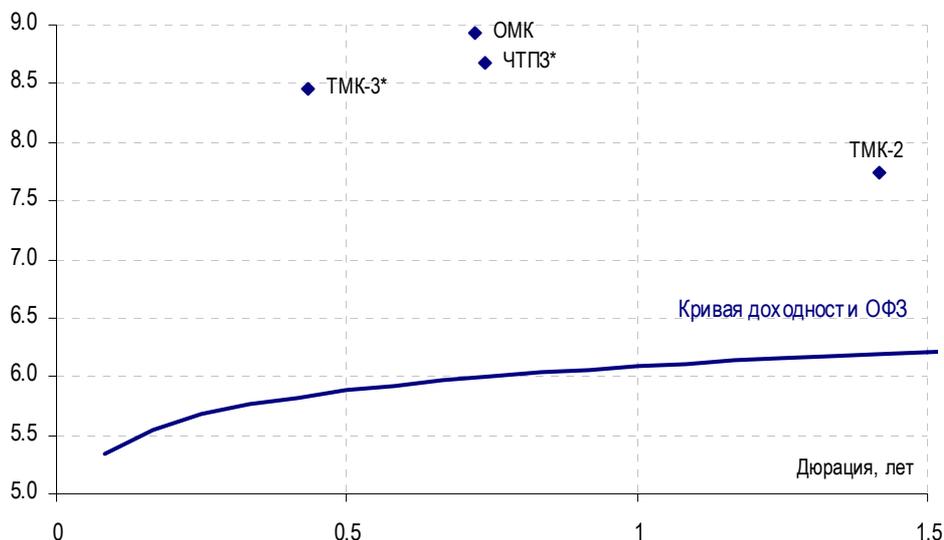
*...по итогам 2007 года
возможен рост до 1.5-2.0x*

Если компании удастся увеличить годовую выручку до 80 млрд руб. при рентабельности на уровне 16%, долговая нагрузка по итогам 2007 года останется в пределах 1.5x Долг/ЕБИТДА. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе долговая нагрузка будет постепенно увеличиваться. На наш взгляд, ориентировочный диапазон 1.5-2.0x по показателю Долг/ЕБИТДА – вполне комфортный уровень долговой нагрузки компании, учитывая благоприятную конъюнктуру в отрасли.

Бумаги ЧТПЗ интересны в рамках консервативных стратегий

Мы позитивно оцениваем кредитный профиль Группы ЧТПЗ. По нашему мнению, «справедливый» спред ЧТПЗ к ОФЗ составляет около 200-250 б.п., и доходность облигаций будет находиться вблизи этого уровня (в зависимости от ситуации на рынке) до oferty в июне 2008 года. При текущих спредах и короткой дюрации бумаги ЧТПЗ могут быть привлекательными для консервативных инвесторов в рамках стратегии buy-and-hold, также как и облигации другого представителя отрасли - ОМК. В то же время, вряд ли стоит ожидать существенный рост цен облигаций обеих компаний.

Доходность облигаций на 14 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

7К: не забываем о первой ofercie

Недооцененность облигаций 7К заметна на фоне роста котировок X5

В конце прошлой недели был отмечен спрос на облигации первого выпуска X5 Retail. Котировки рублевых бумаг X5 (дюрация 2.5 года) выросли примерно на 50-60 б.п., доходность к ofercie составляет около 8.45%. Мы очень позитивно оцениваем кредитный профиль X5, однако рост цен на облигации делает еще более заметной неоправданно завышенную доходность облигаций другого отраслевого лидера – Седьмого Континента. По нашему мнению, текущий ценовой уровень облигаций 7К не адекватен кредитному качеству компании. Мы считаем, что бумаги 7К имеют существенный потенциал роста цены, и рекомендуем их к покупке.

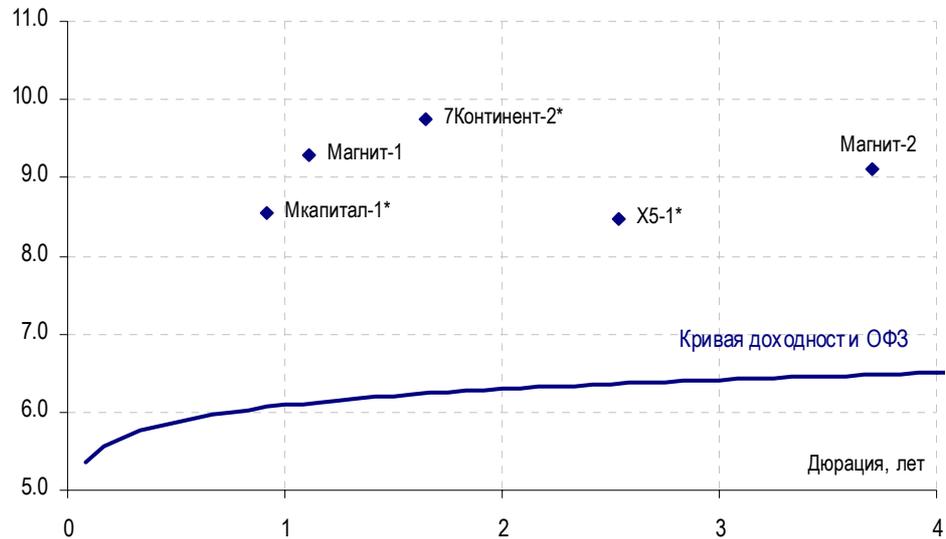
Возобновление спроса на X5 вполне объяснимо: после продолжительного периода снижения котировки стали выглядеть привлекательно, учитывая, что речь идет о риске одного из сильнейших российских ритейлеров. Среди факторов, способных поддержать спрос, мы отмечаем намеченную на сегодня публикацию полугодовых результатов X5 по МСФО, а также обсуждаемую в прессе возможность выкупа сети Рамстор у группы Епка.

По бумагам 7К предусмотрены две oferty; дюрация 1.65

В то же время, мы рекомендуем обратить внимание на 2-й выпуск 7К. Доходность выпуска существенно увеличилась после выхода на вторичные торги – вероятно, из-за продаж крупных держателей, купивших бумаги на аукционе. В пятницу облигации 7К торговались с доходностью около 9.70% к 2-летней ofercie (цена 97.30%). Мы полагаем, что бумаги 7К недооценены не только с точки зрения спреда к ОФЗ, который расширился почти до 350 б.п., но и по отношению к облигациям X5 и Магнита.

**Рекомендация по 7К –
«покупать»**

Мы также отмечаем, что торговая система может некорректно отображать дюрацию бумаг 7К. Напомним, по выпуску предусмотрены две oferty – через 2 и через 3 года (в июне 2009 г. и в июне 2010 г., соответственно). На наш взгляд, с учетом дюрации 1.65 года текущая доходность бумаг 7К не вполне адекватна кредитному качеству компании. Мы считаем, что облигации 7К недооценены по сравнению с бумагами X5 и Магнита.

Доходность облигаций на 14 сентября

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

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

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный 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.