

Рублевые корпоративные облигации

20 мая 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

- ТМК: рейтинги подвести не должны» стр. 2
- Микояновский мясокомбинат: краткий комментарий к отчетности по РСБУ » стр. 4
- УМПО: слабые результаты в преддверии оферты » стр. 5

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 23 мая планируется размещение выпуска Корпорация железобетон-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

21 мая	Размещение ВКМ-Лизинг-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
22 мая	Размещение НС-финанс-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
26 мая	Уплата НДПИ, ½ суммы акцизов
27 мая	Размещение Северо-Западный Телеком-5 (3 млрд руб., оферта через 2 года)
28 мая	Уплата налога на прибыль
4 июня	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.7 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46022 (11 млрд руб., дюрация 9.1 года)

Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	94.75	+ 25	5.1	9.04%
ФСК-4	99.30	+ 20	3.0	7.68%
Газпром-7	100.05	+ 14	1.4	6.86%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	98.60	+ 59	1.0	*11.08%
СаНОС-2	101.97	+ 46	1.4	8.73%
УралсибЛК-1	101.20	+ 19	1.0	*10.66%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	95.20	- 25	5.8	9.21%
ЛУКОЙЛ-4	100.00	- 20	4.5	7.54%

2 эшелон

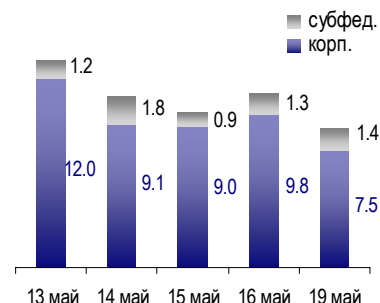
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-2	100.20	- 60	1.8	*8.92%
ЮТК-3	99.20	- 54	1.3	9.14%
РТК-Лизинг-5	98.35	- 26	1.4	9.77%

*к оферте

Индикаторы

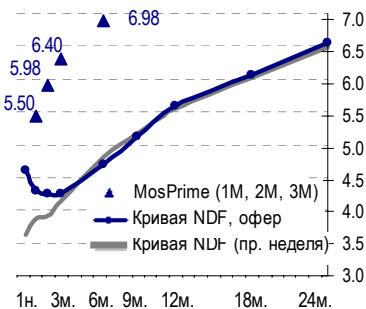
Долларов США за Евро	1.5514	- 0.4 %
Рублей за доллар США	23.7138	- 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 123.12	- 0.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.24%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	146	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	643.4	+ 30.0
Остатки на д/с, млрд руб.	151.1	- 14.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 42.4	

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам

	Обороты	Динамика
РСХБ-4	110	Рост
ВТБ 24-1	111	Снижение
ВТБ-5	159	Снижение
НОМОС-8	200	Снижение
ФСК-2	332	Снижение
Миг-2	454	Снижение
ВТБ Лизинг-1	1109	Снижение
Монетка-1	1288	Снижение

Лидеры по оборотам за день, млн руб.



Raiffeisen
BANK

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ТМК: рейтинги подвести не должны

Рынок оптимистично оценивает кредитный профиль ТМК, несмотря на некоторые сомнения рейтинговых агентств

Вчера ТМК представила отчетность по МСФО за 2007 год. Ключевые показатели прошлого года стали известны рынку еще в марте, когда компания опубликовала предварительные результаты. Соответственно, реакция инвесторов вряд ли будет существенной. Для котировок облигаций ТМК наиболее важную роль могут сыграть дальнейшие действия рейтинговых агентств, которые в марте-апреле изменили прогнозы рейтингов компании на «негативный» из-за опасений относительно роста долговой нагрузки.

Учитывая по-прежнему весьма консервативный уровень долговой нагрузки ТМК, мы не считаем рост M&A-активности серьезной угрозой кредитному качеству компании и не видим оснований для понижения рейтингов до конца 2008 года. В то же время, рублевые облигации ТМК достигли нашего ценового ориентира, и в краткосрочной перспективе будут представлять интерес только для наиболее консервативных инвесторов за счет присутствия в Ломбардном списке и котировальном листе A1.

Финансовые результаты ТМК по МСФО (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Валовый Долг	Долг/EBITDA, Раз	EBITDA / Проценты, раз	Капзатраты
2005	2 938	532	18.1%	623	1.2x	6.8x	139
2006	3 384	794	23.5%	1 035	1.3x	12.9x	375
2007	4 179	932	22.3%	1 539	1.7x	8.8x	633

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Долг/EBITDA по итогам 2007 года: 1.7 x (1.5x по чистому долгу)

По оценке компании, мировой рынок труб в 2007 году вырос примерно на 7.5%, российский - на 13%. Российский рынок труб для нефтегазовой отрасли увеличился на 8.8%, доля ТМК составляет около 61%. Как и ожидалось, годовая выручка ТМК превысила \$4 млрд, коэффициент Чистый долг/EBITDA остался в пределах 1.5x, валовая рентабельность практически не изменилась (30.8%), а вот операционная (на уровне EBITDA) - снизилась больше чем на 1 п.п.

Несколько снизилась рентабельность EBITDA

Мы связываем ухудшение этого показателя с реконструкцией Волжского трубного завода: по всей видимости, рост издержек не удалось полностью перенести на потребителей. В целом же, ценовая конъюнктура была для ТМК благоприятной - цены на бесшовные трубы для нефтегазовой отрасли и сварные трубы большого диаметра выросли примерно на 20%, что приблизительно соответствует росту выручки компании.

Инвестпрограмма-2008 оценивается примерно в \$750 млн и будет финансироваться за счет долговых источников

Мы обращаем внимание на постоянное увеличение инвестпрограммы ТМК. В 2007 году капвложения возросли почти на 70%, в 2008-м следует вновь ожидать существенный рост - как минимум на 20%. В марте компания заявила о планах по размещению еврооблигаций на \$300-500 млн для финансирования инвестпрограммы. Однако эти планы не критичны для показателей долговой нагрузки: при увеличении долга на \$500 млн и сохранении текущего уровня рентабельности соотношение Долг/EBITDA останется в пределах 2x. Кроме того, у нас нет оснований сомневаться в способности ТМК рефинансировать все текущие обязательства. На наш взгляд, негативные ожидания рейтинговых агентств связаны главным образом с возросшей M&A-активностью компаний.

Долговая нагрузка может серьезно увеличиться, если компания откажется от допэмиссии

Опасения рейтинговых агентств выразились в форме снижения прогнозов по рейтингам ТМК (S&P BB- negative / Moody's Ba3 negative). Оба агентства приняли решения изменить прогнозы после объявления о сделке по приобретению у Евраза активов американской компании IPSCO, профинансированной за счет короткого бридж-кредита. При этом Moody's уточнило, что рейтинги могут быть снижены, если в ближайшие 1.5 года компании не удержит долговую

нагрузку ниже 2.5x Долг/EBITDA. В свою очередь, S&P отреагировало на попытку ТМК получить разрешение держателей еврооблигаций на исключение части долга из расчета финансовых ковенант. Однако S&P также не исключает возможности возвращения «стабильного» прогноза, если компания рефинансирует краткосрочный долг за счет долгосрочного либо путем допэмиссии акций.

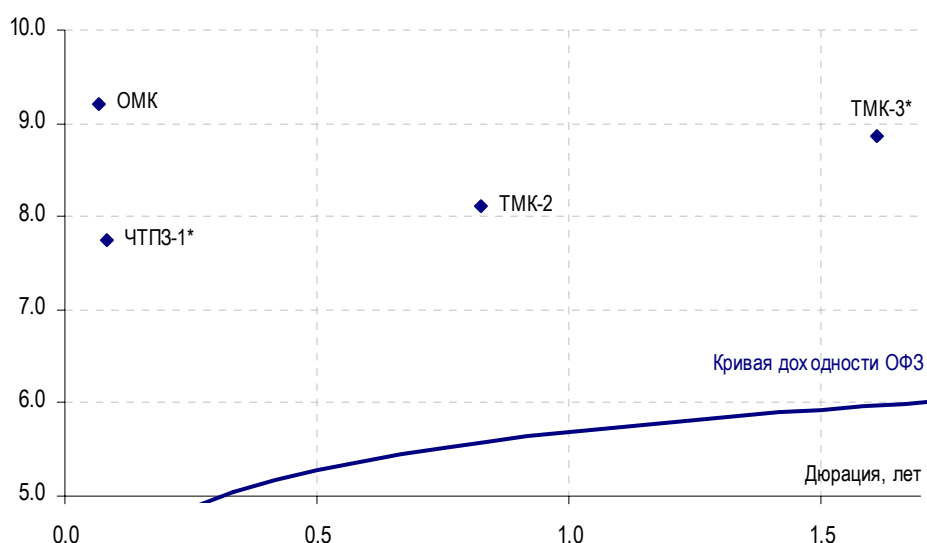
**Вероятность
негативных кредитных
действий
представляется
невысокой**

Напомним, что речь идет о бридж-кредите объемом \$1.3 млрд на финансирование приобретения трубного и прокатного бизнеса IPSCO, который может поднять соотношение Долг/EBITDA ТМК до 2.5-3.0x. На наш взгляд, понижение рейтингов теоретически возможно в том случае, если отчетность ТМК за 1-е полугодие покажет резкое увеличение долга, и на момент ее опубликования (ориентировочно – сентябрь 2008 г.) компания не продемонстрирует реальные варианты снижения долга – в первую очередь за счет вторичного размещения акций. Однако мы считаем, что SPO компании может состояться уже в 2008 году, и поэтому вероятность негативного развития событий очень невысока.

**ТМК-3 заметно вырос и
достиг нашего ценового
ориентира**

Мы считаем, что негативная переоценка кредитного риска ТМК в связи с пересмотром рейтингов уже косвенно учтена в котировках после того как новый купон по 3-му рублевому выпуску был установлен на уровне 9.60%. Облигации ТМК за последний месяц показали неплохую динамику – по сравнению с серединой апреля доходности снизились на 40-50 б.п., а цена выпуска ТМК-3 превысила наш краткосрочный ориентир - 101.40%. Мы не ожидаем существенной реакции рынка на публикацию годовой отчетности. Тем не менее, благодаря включению в Ломбардный список и котировальный лист А1, бумаги ТМК, на наш взгляд, сохраняют привлекательность для наиболее консервативных инвесторов.

Доходность облигаций на 19 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Микоян: краткий комментарий к отчетности по РСБУ

**Отчетность
Микояновского
комбината по РСБУ – без
неприятных сюрпризов**

Микояновский мясокомбинат (ММК) опубликовал отчетность по РСБУ за 2007 год и 1-й квартал 2008 г. Отчет не содержит никаких сюрпризов, финансовые показатели компании соответствуют прогнозам. Данные за 1-й квартал подтверждают, что большая часть средств от размещенного в феврале 2-ого облигационного займа (объем 2 млрд руб.) была направлена на цели рефинансирования, существенно увеличив долю долгосрочных обязательств, при этом финансовый долг на балансе эмитента вырос всего на 200 млн руб.

Мы по-прежнему считаем, что ключевой риск кредитного профиля ММК связан с низкой прозрачностью финансовых потоков внутри группы Эксима, контролирующей комбинат. По этой причине невозможно определить реальный уровень долговой нагрузки холдинга, а отчетность по РСБУ дает лишь общее представление о динамике бизнеса.

Финансовые результаты ЗАО «Микояновский мясокомбинат» по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый Долг*	Долг / EBITDA, раз	Капвложения
2005	8 766	770	8.8%	3 299	4.3x	169
2006	9 631	733	7.6%	3 291	4.5x	762
2007	10 203	910	8.9%	3 243	3.6x	600**

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка * - долг включает займы ЗАО АБК «Эксима» ** - прогноз компании

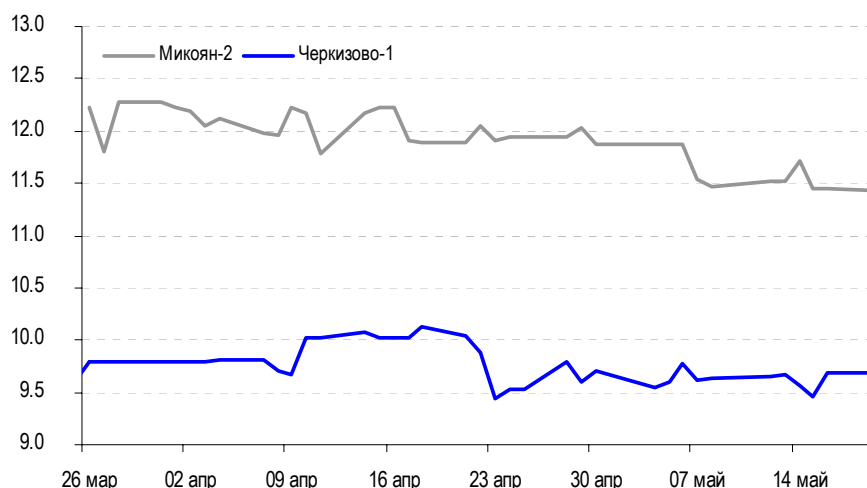
**Ключевой риск –
отсутствие
консолидированной
отчетности по группе**

Группа Эксима реализует крупные инвестиционные проекты, не связанные напрямую с ЗАО «Микояновский мясокомбинат». Мы полагаем, что при определенных обстоятельствах средства ММК может выступать в качестве поручителя по кредитам другим предприятиям и проектам холдинга. Поскольку внутригрупповые займы и поручительства не субординированы по отношению к держателям облигаций, мы считаем правильным оценивать долговую нагрузку по совокупному долгу, хотя и эта оценка может оказаться недостаточно консервативной. На конец 2007 года показатель Долг/EBITDA ММК составил 3.6x.

**Дальнейший рост
котировок облигаций
ММК-2 не оправдан с
кредитной точки зрения**

Второй выпуск облигаций ММК был размещен с доходностью 12.25% к оферте через 1.5 года (ставка купона – 11.90%). С момента выхода на вторичные торги в марте 2008 года доходность бумаг ММК снизилась до 11.45% УТР (дюрация 1.15), спред к сопоставимому по дюрации, но не слишком ликвидному выпуску Черкизово-1 сузился примерно на 50 б.п. и составляет сейчас 170-180 б.п. Мы отмечаем, что Черкизово имеет более высокую долговую нагрузку, однако значительно превосходит ММК по выручке и рентабельности, а также с точки зрения финансовой прозрачности.

Динамика доходности облигаций Микоян-2 и Черкизово-1, % годовых



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

УМПО: слабые результаты в преддверии оферты

Финансовые результаты УМПО во многом повторяют динамику НПО Сатурн

На предыдущей неделе были опубликованы результаты УМПО по РСБУ за 2007 год. В целом, УМПО вместе со стратегическим партнером НПО Сатурн продемонстрировали схожую динамику основных финансовых показателей. Заметно снизилась рентабельность на операционном уровне, объем задолженности вырос более чем 1.6 раза, а показатель долговой нагрузки Долг/EBITDA достиг предельно высокого уровня 19-32х.

Финансовые результаты УМПО по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	10 458	2 543	24.3%	4 193	1.6	10.7
2006	14 995	2 365	15.8%	8 672	3.7	4.8
2007	15 830	495	3.1%	15 744	31.8	0.5
1 кв. 2008	1 580	(264)	-	16 504	-	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Производство двигателей для истребителей Су принесло 87% выручки

Производство двигателей для истребителей Су остается основным направлением бизнеса УМПО, в 2007 году оно принесло 87% выручки. Спрос на эту продукцию формируется главным образом за счет экспортных поставок самолетов Индии, Малайзии и Алжиру. Текущий объем заключенных контрактов позволяет ожидать сохранения высоких объемов выпуска двигателей в ближайшие 2 года. Также компания развивает сегмент оборудования для газовой отрасли, однако его доля в выручке составляет лишь 5 %.

Резкое снижение валовой рентабельности в 2007

В течение года происходило равномерное снижение рентабельности УМПО, по итогам 2007 года маржа EBITDA сократилась с 15.8% до 3.1%. Основной причиной столь резкого падения рентабельности стало увеличение себестоимости продукции: валовая маржа за год снизилась на 17 п.п. до 8.0%. Более того, в 4 кв. 2007 и 1 кв. 2008 компания показала убыток на уровне валовой прибыли.

Анализ причин роста себестоимости затруднен из-за низкой информативности отчетности по РСБУ

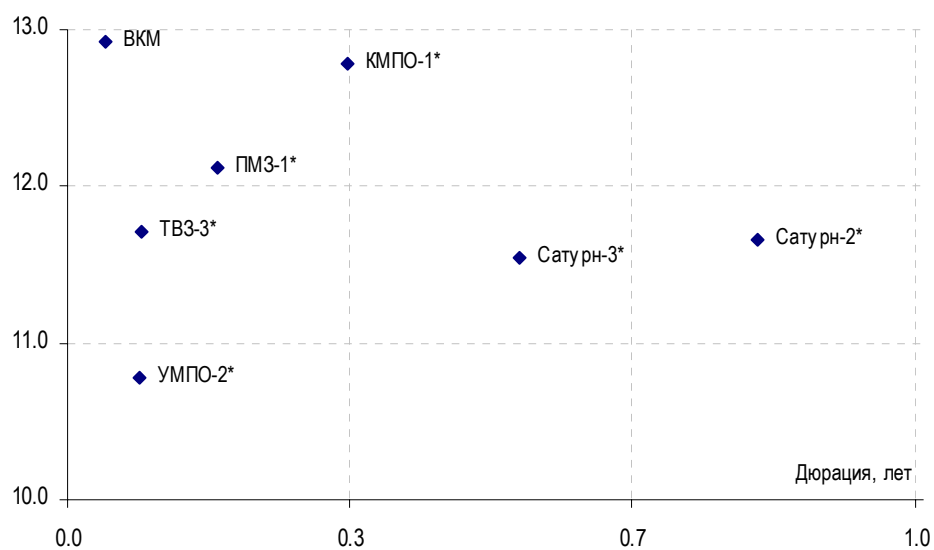
Падение операционной рентабельности УМПО, по всей видимости, связано с ростом цен на металлы, а также укреплением рубля: около 80% выручки компании формируется за счет экспортных контрактов, номинированных в долларах. Однако отсутствие данных по структуре поставщиков в квартальном отчете не позволяет провести более подробный анализ причин снижения рентабельности. Также мы отмечаем недостаточно высокую репрезентативность отчетности по РСБУ: так, обороты по Прочим доходам/расходам превышают объемы выручки компании

УМПО потребуются дополнительное финансирование для новых разработок

Долговые обязательства УМПО увеличились в 1.8 раза (+ 7 млрд руб.). Половина этой суммы была внесена в уставный капитал подконтрольной менеджменту компании. Мы считаем, что финансирование сторон, не входящих в структуру займа, не отвечает интересам держателей облигаций и существенно ослабляет кредитное качество займа. Кроме того, 3.2 млрд руб. направлено на НИОКР и приобретение технической документации. В обозримом будущем компании потребуется дополнительное финансирование для создания двигателя пятого поколения и мотора для индийских истребителей НТ. В 2007 году на эти цели было направлено 870 млн руб.

В июне состоится оферта по единственному выпуску УМПО объемом 4 млрд руб. В настоящий момент облигации Сатурна с сопоставимым кредитным качеством торгуются с доходностью 11.50-11.70% годовых. Принимая во внимание высокие риски рефинансирования, мы считаем, что фактор вероятной господдержки не оправдывает текущие котировки бумаг. В качестве альтернативы мы рекомендуем рассмотреть выпуски вагоностроительных компаний с более предсказуемым бизнесом в среднесрочной перспективе.

Доходность облигаций на 19 мая



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

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.