

Рублевые корпоративные облигации

1 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ТМК: и снова сильные результаты » *стр. 2*
- Черкизово: крупные инвестиции и долговая нагрузка » *стр. 4*

Индикаторы

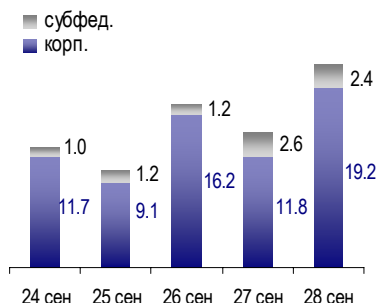
Долларов США за Евро	1.4271	+ 0.9 %
Рублей за доллар США	24.9375	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 79.40	- 0.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.58%	- 8 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.80%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	124	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	576.1	+ 71.6
Остатки на д/с, млрд руб.	72.2	- 52.1
Сальдо операций с ЦБ	- 92.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 10 октября планируется размещение дебютного выпуска ВТБ 24 (6 млрд руб., 4 года)
- Кредит Европа Банк планирует 3-ий и 4-ый выпуски объемом по 4 млрд руб. и сроком обращения 3 года
- Планируются выпуски Газпромбанк-3 (10 млрд руб., 3 года), Газпромбанк-4 (20 млрд руб., 5 лет), Газпромбанк-5 (20 млрд руб., 5 лет)
- Планируются выпуски КИТ Финанс-3 (5 млрд руб., 3 года) и КИТ Финанс-4 (3 млрд руб., 5 лет)

Объем торгов на ММВБ

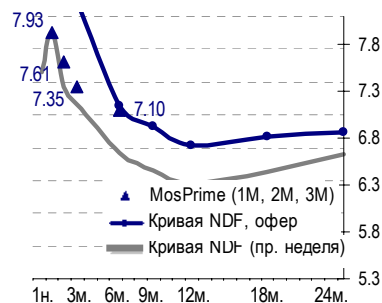


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 окт	Размещение Национальный капитал-1 (3 млрд руб., годовая оферта)
4 окт	Заседание ЕЦБ по ставкам
10 окт	Размещение Россельхозбанк-4 (10 млрд руб., годовая оферта)
15 окт	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	ОФЗ-ПД 26199 (6 млрд руб., дюрация 4.1 года)
22 окт	Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-5	100.10	+ 61	1.3	6.69%
РЖД-3	102.70	+ 45	2.0	7.09%
РСХБ-2	99.30	+ 25	3.0	8.34%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Ленэнерго-2	99.39	+ 249	3.7	8.90%
Зенит-2	99.50	+ 220	1.3	8.96%
ТГК-10	98.65	+ 195	1.6	*8.62%

Лидеры падения

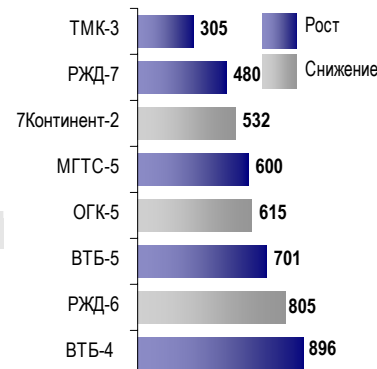
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-7	99.60	- 25	1.9	7.12%
ФСК-2	101.80	- 24	2.5	7.64%
ФСК-3	99.78	- 22	1.2	7.41%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	100.50	- 100	1.9	9.96%
ОМК	99.80	- 70	0.7	9.68%
Магнит-2	97.25	- 55	3.7	9.16%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ТМК: и снова сильные результаты

Результаты 1-го полугодия по МСФО – ожидаемый позитив

На прошлой неделе ТМК опубликовала финансовые результаты за 1-е полугодие 2007 г. Рост объемов производства в сегментах бесшовных труб и труб большого диаметра на фоне благоприятной ценовой конъюнктуры обеспечил компании позитивную динамику по выручке и рентабельности. Учитывая по-прежнему весьма умеренную долговую нагрузку и консервативную инвестиционную политику ТМК, мы считаем кредитный профиль компании сильнейшим среди крупных компаний трубной отрасли.

В текущей рыночной ситуации опубликованные результаты не окажут влияния на цены рублевого выпуска компании. Потенциал роста цены бумаг 3-го выпуска ограничен из-за короткой дюрации (оферта в феврале 2008 года). Рост котировок теоретически возможен в случае включения бумаг ТМК в ломбардный список ЦБ РФ, однако и в этом случае вряд ли стоит рассчитывать на значительный спекулятивный рост, т.к. бумаги ТМК почти не пострадали от коррекции на рублевом рынке.

Отмечаем динамичный рост выручки при сохранении высокой рентабельности

Выручка ТМК за 1-е полугодие увеличилась на 28%, EBITDA – на 27% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года. Валовая рентабельность возросла на 1 п.п. – главным образом, благодаря повышению цен на трубы малого и среднего диаметра. Мы также отмечаем, что группа консолидировала результаты Орского машиностроительного завода, давнего поставщика для трубных заводов ТМК, который был приобретен группой в начале 2007 года.

В начале года руководители компании озвучили планы по увеличению годовой выручки в 2007 году на 18% (примерно до \$4 млрд). Результаты 1-го полугодия подтверждают реалистичность этого прогноза, учитывая, что на 2-ю половину прошлого года пришлось более 53% от годового объема продаж. Мы полагаем, что рентабельность EBITDA по итогам 2007 года останется на уровне 23.5-24.5%.

Финансовые результаты ТМК по МСФО (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Чистый Долг	Чистый Долг/EBITDA, Раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	2 938	532	18.1%	575	1.1x	6.8x
2006	3 384	794	23.5%	749	0.9x	10.4x
1пол2007	2 030	500	24.6%	1 028	1.0x	11.1x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Для дальнейшего роста группа должна инвестировать значительные средства

ТМК активно инвестирует в расширение мощностей по производству бесшовных труб нефтегазового сортамента, наиболее рентабельный вид продукции компании. В 1-м полугодии данный сегмент продемонстрировал 3%-й рост, однако потенциал дальнейшего увеличения продаж ограничен практически полной загрузкой мощностей. Инвестиционная программа ТМК на 2007 оценивается в \$1 млрд, и будет увеличиваться в 2007-2010 гг. в среднем на 11% ежегодно. По нашим оценкам, инвестпрограмма вполне может быть профинансирована без существенного увеличения долговой нагрузки, а единственной причиной для наращивания долга в ближайшие годы, на наш взгляд, могут быть потенциальные сделки M&A.

Инвестиции могут быть профинансированы за счет операционных денежных потоков...

В результате IPO компания получила значительный объем денежных средств: после завершения расчетов с акционерами на балансе компании находились денежные средства и депозиты на сумму более \$280 млн., на конец 1-го полугодия – около \$174 млн. Учитывая, что совокупный долг компании вырос за 6 месяцев на \$167 млн, а денежные средства – сократились на \$106 млн, мы полагаем, что компания уже потратила часть средств на финансирование инвестиций.

...за исключением крупных сделок M&A

Хотя в прессе обсуждались возможности по сделкам M&A с участием ТМК (например, слияние с Интерпайпом), мы считаем, что крупные приобретения – скорее долгосрочная перспектива. В то же время, мы полагаем, что ТМК продолжит активные покупки относительно небольших компаний в профильных отраслях.

Последняя новость – покупка сервисных предприятий у ТНК-ВР

Так, в октябре 2007 года компания планирует завершить сделку по приобретению ООО «Предприятие «Трубопласт», одного из крупнейших российских производителей изоляционных покрытий для труб, за \$24 млн. Сегодня Ведомости также сообщают о покупке трех сервисных предприятий у ТНК-ВР. Представитель ТМК оценивает общую сумму сделки в \$60-80 млн, еще \$20-30 млн потребуется затратить на модернизацию нефтегазосервисных комплексов, причем около 30% от требуемых затрат планируется профинансировать за счет долга.

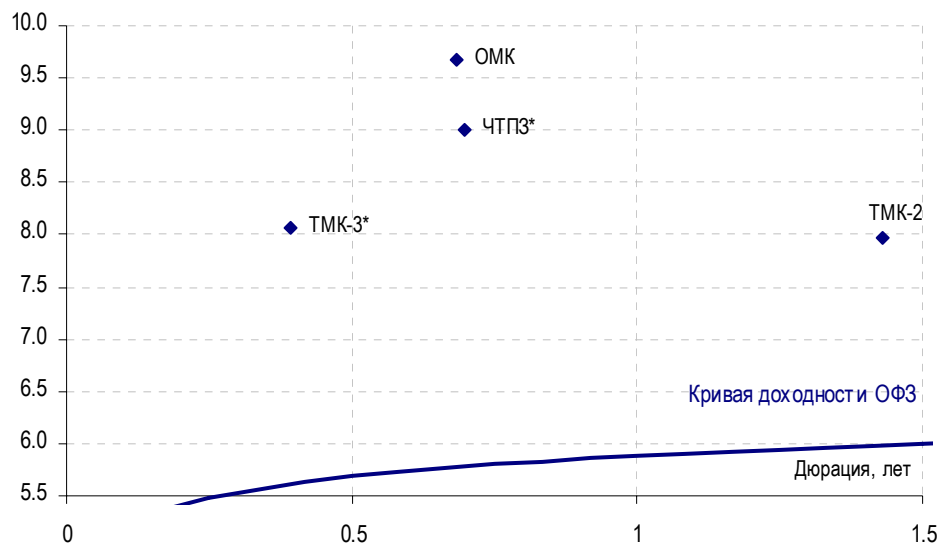
Прогноз долговой нагрузки по итогам года: 1.0.-1.5x Чистый Долг/ЕБИТДА

По нашему мнению, сделки по приобретению небольших предприятий не окажут существенного влияния на долговую нагрузку ТМК. По нашим прогнозам, показатель Чистый Долг/ЕБИТДА по итогам 2007 года не превысит 1.5x Долг/ЕБИТДА, даже если все текущие приобретения будут профинансированы за счет заемных средств. По фундаментальным характеристикам мы считаем кредитный профиль ТМК сильнейшим среди крупных производителей труб.

Весь позитив уже учтен в ценах облигаций

На наш взгляд, позитивные факторы уже заложены в цены облигаций компании. В начале июля S&P повысило рейтинг ТМК до «ВВ-». После этого события котировки бумаг ТМК оказались сравнительно устойчивыми к негативной рыночной конъюнктуре. Выпуск ТМК-3 имеет очень короткую дюрацию, поэтому мы не ожидаем существенного изменения цен в ближайшие месяцы. Текущие спреды выпуска ТМК-2 составляют около 150-200 б.п. к ОФЗ, что также не позволяет рассчитывать на существенный спекулятивный рост цены.

Доходность облигаций на 28 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Черкизово: крупные инвестиции и долговая нагрузка

**Финансовые результаты
1-го полугодия в целом
нейтральны**

Группа Черкизово в пятницу раскрыла промежуточные финансовые результаты по US GAAP за 1 полугодие 2007 г. Отчетность отражает существенные успехи компании с точки зрения операционной эффективности бизнеса. Однако для оценки кредитного профиля группы результаты нейтральны, т.к. долговая нагрузка Черкизово остается сравнительно высокой как следствие инвестиционной активности.

**Компания
сфокусировалась на
высокодоходных
сегментах**

Мы отмечаем рост рентабельности компании, который обеспечен, прежде всего, сегментами мяса птицы и свиноводства. При этом производство птицы уже приносит компании более половины от консолидированной EBITDA, а доля свиноводства (самого рентабельного бизнеса группы после птицы) быстро увеличивается, превысив 20% по итогам 6 месяцев. На этом фоне продажи в сегменте мясопереработки фактически стагнируют. В результате доля мясопереработки в совокупной выручке компании сократилась с 73% до 64%, а после консолидации компании «Куриное царство», по всей видимости, снизится ниже 50%.

**Долговая нагрузка
остается сравнительно
высокой**

Мы полагаем, что стратегия, направленная на рост, прежде всего, в высокомаржинальных сегментах, должна обеспечить дальнейшее увеличение рентабельности группы в целом. Однако данная стратегия связана с активным привлечением долговых источников финансирования.

Результаты Группы Черкизово по US GAAP (\$ млн)

Год	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA, %	Валовый долг	Валовый долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	544.9	66.0	12.1	230.9	3.4x	4.2x
2006	630.0	75.3	12.0	366.5	4.9x	4.3x
1пол2007	343.1	44.0	12.8	411.2	4.6x	6.1x

* Источник – данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Инвестиционный план
2007 года: \$110 млн без
учета M&A**

В прошлом году реализация инвестиционной программы компании несколько отставала от графика: группа потратила на инвестиции около \$120 млн из запланированных \$160 млн. При этом компания не использовала значительную часть средств, вырученных от IPO: на конец года на счетах Черкизово находилась сумма в \$107 млн. Ситуация изменилась в 1-м полугодии 2007 г., т.к. часть инвестиций была фактически перенесена на 2007 год. Кроме того, компании необходимы значительные средства на финансирование M&A.

**Долговая нагрузка может
увеличиться еще на \$100-
150 млн за счет
финансирования покупки
«Куриного царства»**

Долговая нагрузка компании, рассчитанная по валовому долгу осталась на уровне 4.6x, по чистому долгу – 3.4x к EBITDA. По информации руководства компании, объем инвестиций в текущем году будет не ниже прошлогоднего даже без учета финансирования сделок M&A. В 2007 г. инвестиции группы, по оценкам менеджмента, должны составить около \$110 млн, при этом валовый долг увеличится еще на \$100-150 млн. Большая часть заемных средств будет привлечена на финансирование сделки по покупке «Куриного царства» (сделка завершена в конце августа, т.е. уже после отчетной даты).

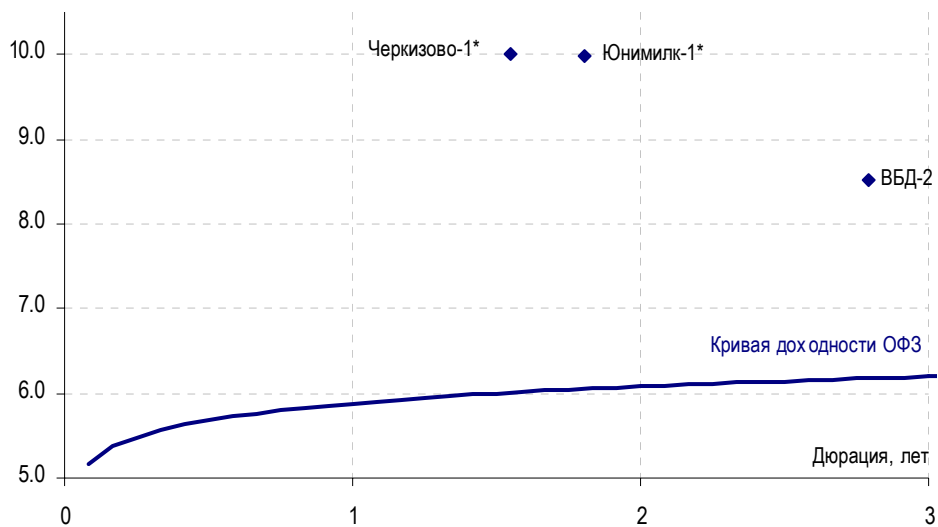
**Ориентир по показателю
Валовый долг/EBITDA: 5x**

Мы полагаем, что вероятность новых сделок по поглощению региональных компаний достаточно высока. Поэтому долговая нагрузка Черкизово, по нашему мнению, в ближайшие 1.5-2 года останется агрессивной (ориентир 5x ВаловыйДолг/EBITDA). При этом эффективность инвестиций будет в значительной мере определяться рыночной конъюнктурой, поэтому мы пока не видим существенных оснований для снижения долговой нагрузки.

**Облигации Черкизово не
обладают существенным
потенциалом роста цены**

В целом мы оцениваем финансовые результаты Черкизово за 1-е полугодие как нейтральные для оценки кредитного качества группы. Доходность рублевого выпуска (дюрация 1.6 года) возросла за последний месяц на 90-100 б.п. Мы полагаем, что по мере восстановления ликвидности на рынке облигаций спреда бумаг Черкизово могут сузиться. Однако потенциал роста котировок существенно ограничен из-за высокой долговой нагрузки и отсутствия кредитных рейтингов. В текущей рыночной ситуации мы не считаем облигации Черкизово интересными для покупки.

Доходность облигаций на 28 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	npatrachin@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.