

Рублевые корпоративные облигации

20 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ТВЗ: в ожидании расчетов с заказчиком » *стр. 2*
- Свободный Сокол: обзор результатов по РСБУ за 9мес2007 » *стр. 4*

Индикаторы

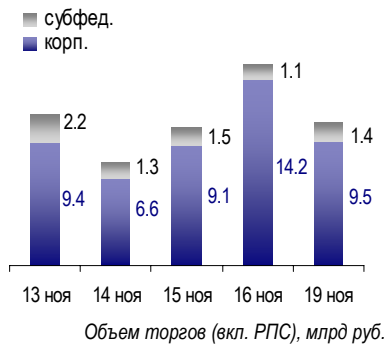
Долларов США за Евро	1.4662	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	24.4942	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 92.39	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.36%	+ 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	163	+ 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	507.3	- 20.5
Остатки на д/с, млрд руб.	96.1	- 1.1
Сальдо операций с ЦБ	- 69.8	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Юниаструм Банк-3 (2 млрд руб., 5 лет)

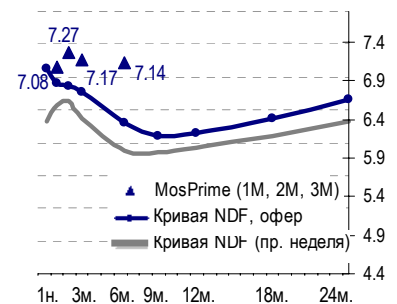
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

20 ноя	Уплата НДС
21 ноя	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.7 года)
22 ноя	Размещение Газпромбанк-4 (20 млрд руб., 5 лет)
26 ноя	Уплата НДС, ½ суммы акцизов
28 ноя	Уплата налога на прибыль
6 дек	Заседание ЕЦБ по ставкам
11 дек	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-3	99.40	+ 40	2.1	*7.77%
Газпром-9	101.70	+ 19	5.0	7.01%
РЖД-6	101.15	+ 14	2.7	7.03%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кубаньэн-1	99.35	+ 43	1.8	8.39%
РусСтандарт-4	99.09	+ 39	0.3	11.78%
ГАЗ	100.15	+ 6	0.2	*7.89%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	99.75	- 40	1.7	*7.83%
ФСК-4	100.70	- 20	3.4	7.21%
АИЖК-8	101.80	- 15	4.5	*7.43%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	98.75	- 75	1.7	*9.90%
ЧТПЗ	100.60	- 29	0.6	*8.57%
Магнит-2	97.60	- 25	3.7	9.07%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ТВЗ: в ожидании расчетов с заказчиком

Результаты ТВЗ не принесли сюрпризов, за исключением существенного увеличения долга

Результаты Тверского Вагоностроительного Завода по РСБУ за 9М2007 были в целом предсказуемы: выручка сохранила наметившиеся с начала года темпы роста, рентабельность практически не изменилась. Единственным значимым изменением в структуре баланса ТВЗ стало увеличение долга (+31% за III квартал), при этом показатель Долг/ЕБИТДА вырос с 2.9х до 4.1х. Привлечение долга связано с особенностями операционной модели ТВЗ и не вызывает у нас существенных опасений. Ключевыми факторами кредитного качества ТВЗ, на наш взгляд, остаются высокий спрос на продукцию предприятия в ближайшие несколько лет и статус монопольного производителя пассажирских вагонов локомотивной тяги.

Кредитное качество крупных вагоностроителей, представленных на долгом рынке – ВКМ и Уралвагонзавода, на наш взгляд, сопоставимо с ТВЗ. В настоящее время мы не видим существенных оснований для переоценки рисков компаний вагоностроительной отрасли. С учетом низкой ликвидности выпусков ТВЗ и ВКМ, мы рекомендуем инвесторам держать бумаги до оферты/погашения.

Финансовые результаты ТВЗ определяются спросом на вагоны со стороны РЖД

ТВЗ является монопольным производителем пассажирских вагонов локомотивной тяги и занимает 90% этого рынка. Частные операторы пассажирских перевозок в стране практически не представлены, поэтому основным заказчиком вагонов ТВЗ – РЖД. В I полугодии 2007 на госмонополию пришлось 87% общего объема поставок новых вагонов ТВЗ. Поэтому динамика объемов производства и финансовых показателей ТВЗ определяется в первую очередь заказами РЖД.

РЖД не планирует снижать заказы на пассажирские вагоны в ближайшие несколько лет

В 2007 году госкомпания увеличила планы по закупкам продукции ТВЗ на 12% до 780 вагонов. Принимая во внимание высокий износ текущего парка, а также важную социальную роль пассажирских перевозок на дальние расстояния, РЖД не планирует снижать заказы ТВЗ в среднесрочной перспективе. На сегодняшний день выпуск пассажирских вагонов ограничен лишь техническими возможностями предприятия. Поэтому ТВЗ реализует инвестиционную программу, направленную на увеличение производственных мощностей на 20% (до 1200 вагонов в год) к 2010 г.

Финансовые результаты ТВЗ по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	11 376	913	8.0%	3 478	3.8	3.5
2006	15 307	1 037	6.8%	3 148	3.0	3.2
I п/г 2007	8 461	583	6.9%	3 416	2.9	3.6
9М2007	12 379	822	6.6%	4 478	4.1	3.4

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка выросла на 8% по сравнению с 9М2006 – в соответствии с бизнес-планом

Доходы ТВЗ за 9М2007 выросли на 8% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, что в целом соответствует увеличению физических объемов производства вагонов. Мы ожидаем, что в IV квартале компании удастся несколько ускорить темпы роста выручки за счет реализации продукции, которая числилась на балансе ТВЗ в конце сентября. Поэтому собственные планы предприятия по выручке в 16.6 млрд руб. в 2007 году представляются вполне реалистичными.

Привлеченные долговые средства направлены в основном на увеличение оборотного капитала

Важным изменением в структуре баланса ТВЗ в III квартале стало существенное увеличение долга (+31% до 4.5 млрд руб.). Привлеченные средства были направлены в основном на финансирование оборотного капитала: запасы материалов и готовой продукции увеличились на 760 млн руб., разрыв между дебиторской и кредиторской задолженностью – на 696 млн руб. В масштабах бизнеса ТВЗ колебания объемов оборотных средств выглядят достаточно ощутимыми: в то время как операционные показатели практически не изменились, долговая нагрузка Долг/ЕБИТДА выросла в III квартале до 4.1х.

Увеличение оборотных средств компенсируется стратегическим партнерством с РЖД

Нестабильный уровень оборотного капитала несколько ослабляет финансовый профиль ТВЗ, но не приводит к заметному ухудшению кредитного качества компании. Необходимость дополнительного финансирования текущей деятельности, судя по всему, связана с особенностями расчетов с РЖД. На наш взгляд, зависимость ТВЗ от графика финансирования расходов РЖД отчасти компенсируется стратегическим характером партнерства между двумя компаниями.

Ожидаем некоторого снижения долговой нагрузки по итогам 2007 года

Мы ожидаем, что к концу года потребность ТВЗ в оборотных средствах снизится за счет реализации части продукции, отраженной на балансе на конец III квартала. Принимая во внимание достаточно скромные масштабы инвестиционной программы (770 млн руб. на 2007 г.), долговая нагрузка Долг/ЕБИТДА, по нашим оценкам, не должна превысить 4.0x по итогам 2007 года.

Кредитный профиль ТВЗ характеризуется теми же ключевыми недостатками, которые мы отмечали у Рузхиммаша:

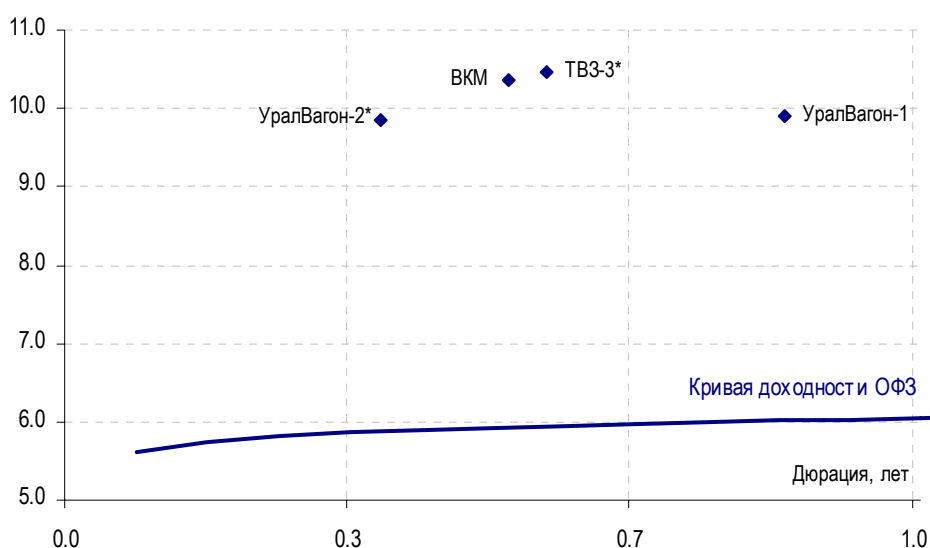
- *невысокая финансовая прозрачность*: ТВЗ осуществляет значительный объем внутригрупповых операций, поэтому данные отчетности по РСБУ не позволяют получить полное представление об эффективности компании;
- *существенный объем забалансовых обязательств*: по состоянию на 30.09 компания предоставила обеспечение по займам третьих лиц на сумму более чем 2 млрд руб.

Кредитное качество ТВЗ сопоставимо с Уралвагонзаводом и ВКМ

Крупные вагоностроительные компании представленные на долговом рынке (ТВЗ, Уралвагонзавод, ВКМ) имеют, по нашему мнению, сопоставимое кредитное качество. Ключевыми факторами являются высокий спрос на основную продукцию и относительно высокая долговая нагрузка (Долг/ЕБИТДА до 5.2x). При этом облигации ВКМ, на наш взгляд, должны предлагать небольшую премию к Уралвагонзаводу и ТВЗ из-за меньших масштабов бизнеса.

Облигации ВКМ и ТВЗ имеют невысокую ликвидность в результате относительно небольшого объема выпуска (1 млрд руб.) и короткой дюрации. По этой причине, публикация финансовых результатов не окажет существенного влияния на цены бумаг.

Доходность облигаций на 19 ноября



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Свободный Сокол: обзор результатов по РСБУ за 9 мес 2007

Рост выручки и рентабельности ЛМЗ опережает прогнозы, однако высокая долговая нагрузка пока не дает повода для изменения оценки кредитного риска

Липецкий металлургический завод Свободный Сокол (ЛМЗ) опубликовал отчетность по РСБУ за январь-сентябрь 2007 г. Компании удалось превзойти прогнозные показатели роста выручки и рентабельности. Мы связываем эти успехи с позитивной ценовой конъюнктурой и достаточно осторожно оцениваем перспективы продолжения роста в последние 3 месяца 2007 года.

Физический объем выпуска продукции относительно стабилен...

Ключевым фактором кредитного риска ЛМЗ остается высокая долговая нагрузка. В ближайшие дни компании предстоит погасить 2-й выпуск облигаций на 600 млн руб. Мы полагаем, что ЛМЗ рефинансирует облигации за счет банковских кредитов. С учетом дорогостоящей инвестпрограммы ЛМЗ, мы не видим причин для снижения долговой нагрузки в 2007-2008 гг., и соответственно, для переоценки кредитного качества компании.

ЛМЗ специализируется на выпуске товарного чугуна и чугунных труб, причем на производство чугуна приходится до 90% от общего объема продукции завода в натуральном выражении. В свою очередь около 90% от суммарного объема продаж чугуна приходится на экспортные поставки. За 9 месяцев 2007 г. ЛМЗ реализовал 548 тыс тонн чугуна, что вполне позволяет компании рассчитывать на то, что годовой объем экспорта будет не ниже прошлогоднего (726 тыс тонн).

... а рост выручки связан главным образом с благоприятной ценовой конъюнктурой

Позиции ЛМЗ на российском рынке значительно слабее – компания занимает около 6% рынка по объемам отгрузки товарного чугуна на внутренний рынок. Физические объемы продаж ЛМЗ растут медленно: по итогам 2007 года мы прогнозируем не более чем 5%-й рост. При этом позитивная динамика роста выручки определяется внешней конъюнктурой. В январе-сентябре 2007 г. благоприятная ситуация на внешнем рынке позволила ЛМЗ увеличить выручку на 25% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г., рентабельность EBITDA возросла почти на 3 п.п., валовая маржа – на 2 п.п.

Основные показатели ЛМЗ по РСБУ за 9 месяцев 2007 г.:

- Выручка: 5.3 млрд руб. (+25% к 9мес2006);
- EBITDA: 591 млн руб., маржа EBITDA: 11.2%
- Долг: 4.4 млрд руб., Долг/EBITDA: 5.5x

Мы полагаем, что рост показателей рентабельности не будет носить долгосрочный характер, поскольку компания зависит от цен на железорудное сырье. Тем не менее, рентабельность по итогам 2007 года на уровне 9-10% EBITDA будет соответствовать прогнозным показателям, раскрытым в инвестмеморандуме к 3-му выпуску облигаций компании.

Основное направление диверсификации – трубы из высокопрочного чугуна для коммунальных систем

Рентабельность ЛМЗ также поддерживается за счет второго ключевого направления деятельности – производства чугунных труб для коммунальных объектов, в т.ч. труб из высокопрочного чугуна (ВЧШГ). На долю труб ВЧШГ приходится лишь около 8% от товарного выпуска в натуральном выражении, при этом доля сегмента в совокупной выручке составляет около 20%. Поэтому развитие трубного направления с более высокой добавленной стоимостью является для ЛМЗ приоритетным: компания планирует увеличить объем выпуска труб ВЧШГ до 180 тыс тонн в год (за 9 месяцев 2007 г. – около 50 тыс тонн).

Запуск нового трубного производства и реконструкция доменных цехов обойдутся ЛМЗ примерно в 1.6 млрд руб. в 2007-2008гг.

Инвестпрограмма ЛМЗ на 2007-2010 гг. выглядит достаточно амбициозно. Пик капитальных вложений компании приходится на 2007 и 2008 годы (более 800 млн руб ежегодно). Практически весь объем инвестиций 2007 года направлен на строительство нового комплекса по производству труб ВЧШГ. В отчетности нет данных по фактическому объему затрат за 9 месяцев. Известно лишь, что 1-м полугодии велись работы по подготовке площадки под основное оборудование и монтажные работы; запуск новой линии запланирован на февраль 2008 г. Мы полагаем, что значительная часть капитальных затрат текущего года приходится на последний квартал.

По итогам 9мес2007
Долг/ЕБИТДА: 5.5x

Инвестпрограмма ЛМЗ финансируется за счет средств 3-го облигационного займа, размещенного в мае 2007 г. Уровень долговой нагрузки остается высоким – около 5.5x Долг/ЕБИТДА (5.2x на начало 2007 г.). У компании практически не было свободных денежных средств на конец октября, а объем краткосрочных кредитов увеличился с начала года примерно на 300 млн руб. Учитывая, что в ближайшие дни ЛМЗ предстоит погасить 2-й выпуск облигаций на 600 млн руб., мы полагаем, что объем банковских кредитов только возрастет в связи с необходимостью рефинансирования.

Долговая нагрузка может
увеличиться до 6-7x
Долг/ЕБИТДА...

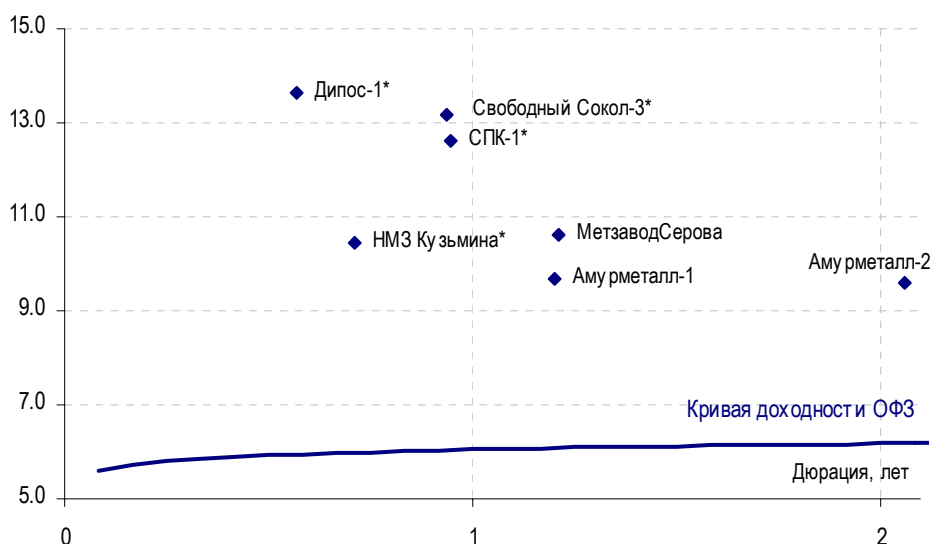
Поскольку в следующем году объем инвестиций вновь должен превысить 800 млн руб., мы ожидаем продолжения роста долговой нагрузки. При условии успешного запуска нового трубного производства, показатель ЕБИТДА в следующем году может составить 750-800 млн руб. Принимая во внимание быстрый рост оборотного капитала (дебиторская задолженность увеличилась в 1.8 раза по сравнению с октябрём 2006 г.), мы считаем, что собственный операционный поток компании вряд ли будет достаточен для финансирования инвестпрограммы.

... и останется ключевым
фактором кредитного
профиля ЛМЗ

По нашим прогнозам, совокупный долг ЛМЗ превысит 5 млрд руб. в 2008 году. В результате долговая нагрузка ЛМЗ будет в течение ближайших 1.5-2 лет находиться в диапазоне 6.0-7.0x. Затраты на обслуживание долга, по нашим оценкам, составят около 50% от ЕБИТДА (отношение ЕБИТДА к процентным выплатам за 9мес 2007: 1.97x).

Таким образом, высокая долговая нагрузка по-прежнему является определяющим фактором кредитного профиля Свободного Сокола. По нашему мнению, текущий уровень доходности 3-го выпуска облигаций ЛМЗ (около 13% УТР, дюрация 0.9 лет, спрэд к ОФЗ порядка 700 б.п.) адекватен кредитному риску компании. Ликвидность бумаг ЛМЗ невысока, и мы пока не видим существенных причин для сужения спрэдов.

Доходность облигаций на 19 ноября



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.