

Рублевые корпоративные облигации

11 февраля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

- ТехноНиколь: рост продолжается » стр.2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ТМК: новый купон подогревает интерес к 3-му выпуску » стр.4

НОВОСТИ: Россельхозбанк разместит 6-й выпуск в конце февраля // ТГК-1 объявляет о новых планах заимствований // Кипрский суд снял запрет на продажу акций Росбанка » стр.6

ЭКОНОМИКА: Динамика ставок NDF неблагоприятна для рублевого рынка » стр.7

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 22 февраля планируется размещение выпуска Россельхозбанк-6 (5 млрд руб., оферта через 1 год)

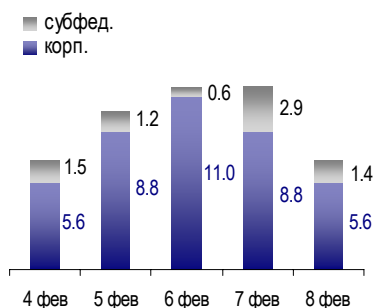
КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

12 фев	Размещение ВТБ-24-2 (10 млрд руб., годовая оферта)
13 фев	Размещение ТГК-10-2 (5 млрд руб., годовая оферта)
14 фев	Размещение Микояновский мясокомбинат-2 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
15 фев	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Размещение ОБР-4 (50 млрд руб., погашение 16 июня 2008 года)
20 фев	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (10 млрд руб., дюрация 4.7 года)

Индикаторы

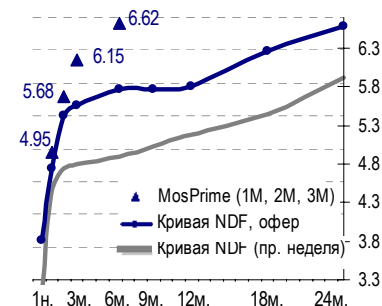
Долларов США за Евро	1.4509	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	24.7818	+ 0.6 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 91.94	+ 3.9 %
Москва-39, дох. % год.	7.02%	+ 24 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.43%	+ 9 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	178	+ 13 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	442.9	- 59.8
Остатки на д/с, млрд руб.	289.3	- 46.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 56.4	

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-7	100.20	+ 25	1.6	6.77%
РЖД-5	100.05	+ 15	0.9	6.72%
ФСК-5	99.90	+ 4	1.7	7.38%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-5	99.00	+ 27	0.6	*10.52%
Тюменьэн-2	97.25	+ 25	2.0	*9.34%
Кокс-1	99.65	+ 20	1.4	9.42%

Лидеры падения

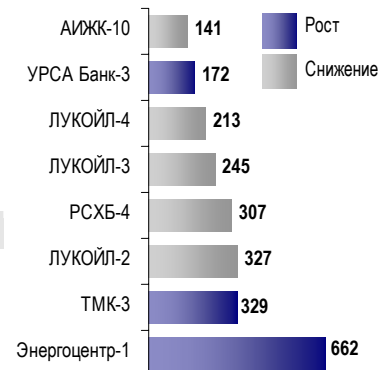
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	98.70	- 70	6.0	8.52%
ЛУКОЙЛ-4	100.25	- 65	4.8	7.48%
АИЖК-8	97.60	- 40	4.4	*8.44%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	102.25	- 35	1.6	8.76%
ЦентрТел-5	100.00	- 30	0.5	*8.24%
Промсвязьб-5	97.75	- 25	1.2	*10.13%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

ТехноНиколь: рост продолжается

По данным управленческой отчетности за 9мес2007 показатели ТН выглядят вполне достойно

Группа компаний ТехноНиколь (ТН) ознакомила нас с управленческой отчетностью за 9 месяцев 2007 года. Основные финансовые показатели выглядят вполне удовлетворительно: компания динамично развивается, выручка продолжает расти, рентабельность стабилизировалась. Несмотря на существенный рост долга в абсолютных величинах, долговая нагрузка компании остается весьма умеренной, а риск рефинансирования - невысоким.

Бум в строительной отрасли обеспечивает группу растущим спросом

Основная специализация ТН - производство и торговля кровельными и теплоизоляционными материалами. В этих сегментах компания занимает лидирующие позиции: более 50% рынка российских кровельных материалов и 4-5% рынка теплоизоляции, где ей приходится конкурировать в основном с иностранными производителями. Динамичный рост строительства в России обеспечивает ТН постоянно растущим спросом, что позволило компании увеличить годовую выручку в 2.3 раза за последние 3 года. Предварительные результаты за 2007 год – рост выручки с 22.0 до 28.1 млрд руб., показателя EBITDA – с 3.2 до 4.5 млрд руб. Для анализа других финансовых показателей мы используем неаудированную управленческую отчетность за 9 месяцев 2007 г.

Управленческая отчетность ГК ТехноНиколь (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	12 160	2 140	17.6%	631	0.3x	45.5x
2006	20 746	3 214	15.5%	2 935	0.9x	13.1x
3кв2007	22 011	3 460	15.7%	6 959	1.6x	7.4x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Основное направление развития – сегмент теплоизоляционных материалов

Производство кровли формирует около половины выручки группы, однако российский рынок кровельных материалов растет сравнительно медленно, и потенциал роста рентабельности в этом сегменте ограничен. Поэтому основное направление инвестиций группы – производство теплоизоляционных материалов. В 2007 году группа значительно нарастила мощности по производству минеральной ваты. Прежде всего, стоит отметить запуск нового завода в Заинске, а также запуск линии по производству каменной ваты в Рязани. Еще одно важное преимущество ТН – разветвленная торговая сеть в России и СНГ. Продажа материалов сторонних производителей составила в 2006-2007гг. около 30% от совокупного объема продаж группы.

Для финансирования инвестпрограммы компания наращивает долг...

Для постоянного увеличения объемов производства и расширения торговой сети требуются значительные капитальные затраты. В документах к размещению 2-го выпуска облигаций инвестпрограмма ТН на 2007-2009 гг. оценивалась примерно в 18.5 млрд руб. Реальный объем инвестиций только за 2007 год составит порядка 10 млрд руб., при этом основной объем затрат профинансирован за счет резкого увеличения финансового долга. В абсолютном выражении долг компании увеличился за 9мес2007 с 2.9 до 7.0 млрд руб. На краткосрочные обязательства приходится около 30% от совокупного объема, включая 1-й облигационный займ на 1.5 млрд руб., по которому группе предстоит пройти оферту в мае 2007 года.

...однако в терминах Долг/ЕБИТДА долговая нагрузка остается умеренной

Долговая нагрузка ТН в терминах Долг/ЕБИТДА остается невысокой – по итогам 9мес2007 данный показатель составил около 1.6x. Это достаточно консервативный уровень для быстрорастущей компании в перспективном бизнес-сегменте. Однако мы полагаем, что в 2008 году стоимость внешнего финансирования для компании возрастет из-за значительного объема краткосрочных обязательств и сложной ситуации на рынке публичных заимствований. Поэтому мы ожидаем некоторое снижение темпов роста компании в текущем году, а в среднесрочной перспективе – рост долговой нагрузки примерно до 3x Долг/ЕБИТДА.

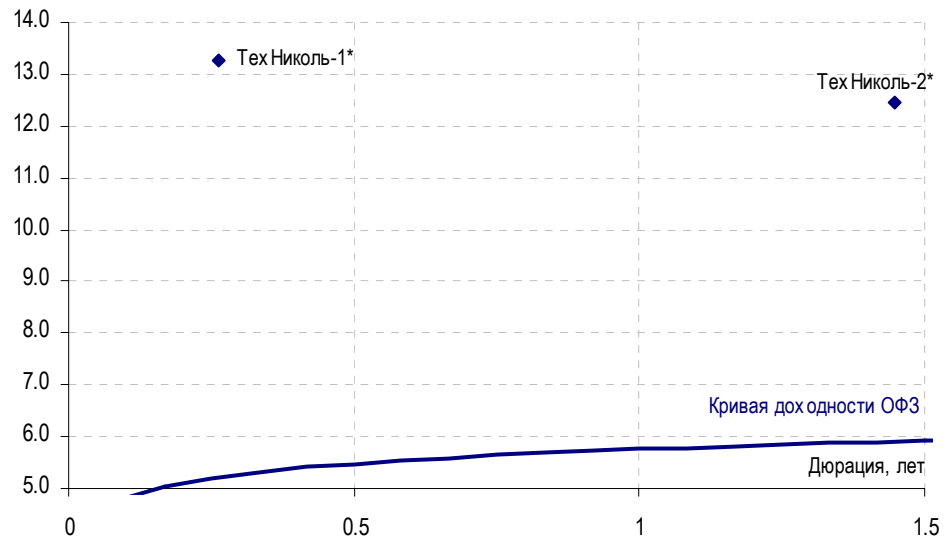
Невысокая рыночная оценка облигаций ТН частично обусловлена слабой структурой выпусков

Доходность короткого 1-го выпуска облигаций ТН в настоящее время находится на уровне 13.25-13.50%, в конце января котировки снижались до 99.00% от номинала, что соответствует доходности к оферте около 13.90%. На наш взгляд, невысокая рыночная оценка бумаг ТН в определенной степени связана со слабой структурой выпуска. В 2006 году компании-поручители генерировали лишь 5-7% от операционной прибыли ТН, при этом полная юридическая структура группы (включая компании-балансодержатели основных средств) не раскрываются. Соответственно, показатели управленческого учета по-прежнему невозможно подтвердить данными по РСБУ, а основные профит-центры группы не входят в кредитную базу облигационных займов.

Короткие обязательства ТН могут заинтересовать агрессивных buy-and-hold инвесторов

Нам представляется, что 1-й выпуск ТН может быть интересен для инвесторов, для которых структура выпуска и прозрачность эмитента не играет решающего значения, а аппетит к риску позволяет покупать короткие бумаги 3-го эшелона с целью держать до оферты. Исходя из финансовых показателей группы, рассчитанных по доступной управленческой отчетности, мы полагаем, что у ТН не возникнет существенных проблем с исполнением оферты в мае 2007 года.

Доходность облигаций на 8 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ТМК: новый купон подогревает интерес к 3-му выпуску

Новая ставка купона по третьему выпуску – 9.6%

В пятницу ТМК (S&P BB-/Moody's Ba3) объявила ставку 5-8-го купонов по 3-му выпуску облигаций в размере 9,6% годовых. Исходя из котировок ТМК-3, зафиксированных в последний день перед блокированием бумаг на выплату купона (около 100.75% от номинала), доходность выпуска после возобновления торгов составит около 9.39%, дюрация 1.86 года. Напомним, что бумаги компании включены как в ломбардный список ЦБ, так и в котировальный список А1, при этом по кредитным характеристикам облигации ТМК, на наш взгляд, относятся к числу лучших во 2-м эшелоне. Мы полагаем, что котировки 3-го выпуска могут кратковременно вырасти после прохождения оферты 22 февраля 2008 г., хотя из-за длинной дюрации потенциал роста бумаг ограничен.

Кредитный профиль ТМК – один из сильнейших во 2-м эшелоне

Финансовые результаты ТМК за 1-е полугодие 2007 г. выглядели позитивно: выручка увеличилась на 28%, EBITDA – на 27% по сравнению с аналогичным периодом 2006 года. В конце января компания также опубликовала операционные результаты за весь 2007 год. Рост физического объема продаж ТМК (+1.9% к 2006 году) не выглядит фантастическим на фоне результатов других производителей труб. Однако мы полагаем, что реализация инвестпрограммы позволит компании в ближайшие 1-2 года демонстрировать положительную динамику роста выручки и рентабельности.

Компании предстоит активно инвестировать в расширение мощностей

Основное направление инвестиций ТМК – расширение мощностей по производству бесшовных труб. В 2007 году данный сегмент продемонстрировал 4%-й рост, однако потенциал дальнейшего увеличения продаж ограничен практически полной загрузкой мощностей. Стоимость инвестпрограммы на 2007 составила порядка \$1 млрд, в 2008-2010 гг. планируется наращивать инвестиции в среднем на 11% ежегодно.

Мы считаем, что инвестиционная программа ТМК может быть профинансирована без существенного увеличения долга. Единственный фактор, который может в среднесрочной перспективе привести к увеличению долговой нагрузки – растущая активность компании в сфере слияний и поглощений.

Рост долговой нагрузки возможен в случае крупных сделок M&A

В октябре 2007 года ТМК закрыла сделку по приобретению компании «Трубопласт» – одного из крупнейших производителей изоляционных материалов для труб за \$24 млн. В ноябре ТМК также приобрела сервисные активы ТНК-ВР, сумма сделки – \$60-80 млн плюс инвестиционные обязательства примерно на \$25 млн. Стоимость сделок не принципиальна по сравнению с общим объемом инвестпрограммы ТМК и операционным денежным потоком компании (годовая EBITDA – около \$1 млрд). Однако, тогда же компания объявила, что рассматривает ряд возможностей в сфере M&A и не исключает проведения SPO и/или крупных заимствований на долговом рынке для финансирования будущих сделок.

Компания намерена привлечь крупный бридж-кредит – вполне возможно, средства требуются для поглощений

Насколько мы понимаем, ТМК сохраняет интерес к украинскому металлургическому концерну Интерпайп, и переговоры между компаниями могут быть возобновлены. На прошлой неделе была опубликована информация о подготовке к размещению 5-летних евробондов ТМК на \$600 млн. Кроме того, стало известно, что ТМК планирует привлечь бридж-кредит объемом около \$1.5 млрд на один год. Поскольку ТМК не уточнила, на какие цели планируется привлечь бридж-кредит в таком объеме, информация может быть воспринята как поиск источников финансирования возможных сделок M&A.

Мы полагаем, что ТМК стремится обеспечить гибкость в выборе источников финансирования

Мы не исключаем, что слияние с группой Интерпайп или другим игроком – вполне реальная перспектива. Однако мы склонны рассматривать последние сообщения о новых заимствованиях скорее как стремление ТМК обеспечить гибкость в выборе источников финансирования в неблагоприятных рыночных условиях. Если в прошлом году руководители компании говорили об SPO и крупных выпусках еврооблигаций как об основных вариантах

привлечения ресурсов в 2008 году, то в текущей ситуации вполне логично выглядит решение использовать альтернативные источники финансирования (в т.ч. и привлечение бридж-кредита «до прояснения ситуации» на финансовых рынках).

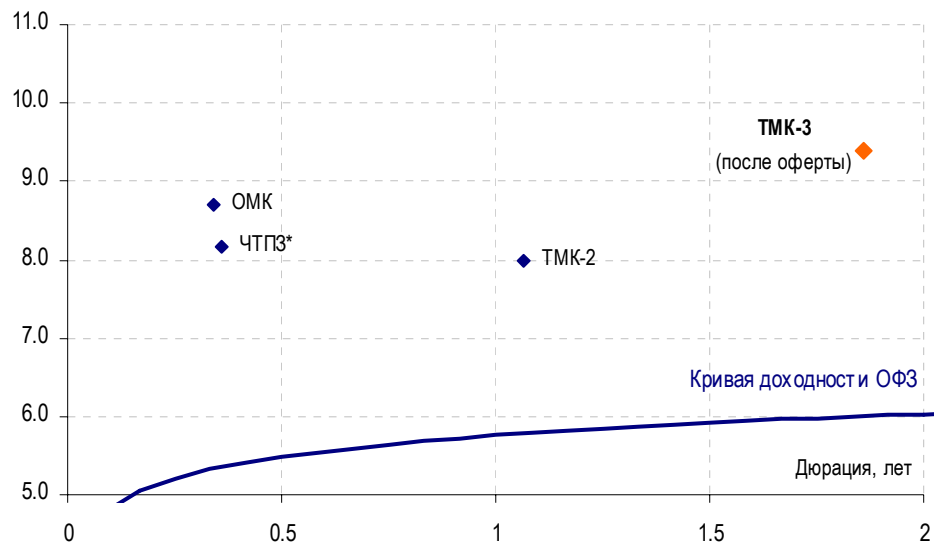
Планы по привлечению нового долга не приведут к ухудшению кредитного профиля ТМК

По нашему мнению, дополнительные \$1.5 млрд краткосрочного долга не приведут к существенной переоценке кредитного профиля ТМК, поскольку и в этом случае долговая нагрузка компании останется на приемлемом уровне – не выше 2.5x Долг/ЕБИТДА. Учитывая, что в предыдущие годы ТМК отличалась весьма консервативной инвестиционной политикой, мы по-прежнему считаем кредитный профиль компании очень сильным.

3-й выпуск интересен для спекулятивных покупок

С точки зрения фундаментальных характеристик, мы считаем облигации ТМК одним из лучших инструментов во 2-м эшелоне. Принимая во внимание, что бумаги ТМК входят в ломбардный список ЦБ и котировальный список А1, мы рекомендуем третий выпуск прежде всего институциональным инвесторам, ограниченным в выборе бумаг консервативными стратегиями. По нашему мнению, выпуск ТМК-3 может также представлять интерес для краткосрочных спекулятивных покупок (ориентир по цене – 101.20-101.40%), даже несмотря на длинную дюрацию. Второй выпуск, напротив, несколько переоценен, и его спрэды могут расширяться на 10-20 б.п.

Доходность облигаций на 8 февраля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

Россельхозбанк разместит 6-й выпуск в конце февраля

В пятницу Россельхозбанк (Moody's Baa2, S&P BBB+) объявил дату размещения 6-го выпуска десятилетних рублевых облигаций объемом 5 млрд руб. Аукцион состоится 22 февраля 2008 г. Ориентир организатора по ставке купона - в диапазоне 8.2-8.5%. По бумаге предусмотрена годовая оферта - соответственно, доходность к оферте составит 8.37 - 8.68%.

Учитывая большой объем публичного долга Россельхозбанка и общую неблагоприятную конъюнктуру, мы считаем, что ставка купона нового выпуска должна составлять не менее 9.0%, чтобы вызвать реальный интерес рынка.

ТГК-1 объявляет о новых планах заимствований

В интервью агентству Reuters гендиректор ТГК-1 сообщил, что компания собирается привлечь 7-8 миллиардов рублей через банковские кредиты до конца 2008 года. Ранее компания говорила о планах финансировать свою масштабную инвестпрограмму (29 млрд руб. до 2011 года) в основном за счет средств от допэмиссии, не прибегая к крупным заимствованиям.

На наш взгляд, изменение планов компании связано в первую очередь с технической задержкой проведения допэмиссии акций в пользу Газпрома и не окажет негативного влияния на кредитный профиль компании.

Кипрский суд снял запрет на продажу акций Росбанка

Сегодня, новостные ленты сообщают о том, что окружной суд Лимассола по ходатайству компании «КМ Инвест» (фонд, который владеет активами Владимира Потанина и Михаила Прохорова) снял запрет на продажу акций Росбанка. Таким образом, несмотря на продолжающийся спор о разделе остальных активов «КМ Инвест», больше не существует препонов со стороны российских акционеров для продажи Росбанка французской группе Сосьете Женераль.

Остается следить за процессом размещения акций французской группы на 5,5 млрд. евро, который начался сегодня, т.к., по нашему мнению, часть из этих денег будет направлена на сделку по покупке Росбанка. Как мы уже отмечали в нашем комментарии от 25 января 2008, мы не видим серьезных причин сомневаться в том, что сделка пройдет успешно, и не рекомендуем избавляться от облигаций Росбанка.

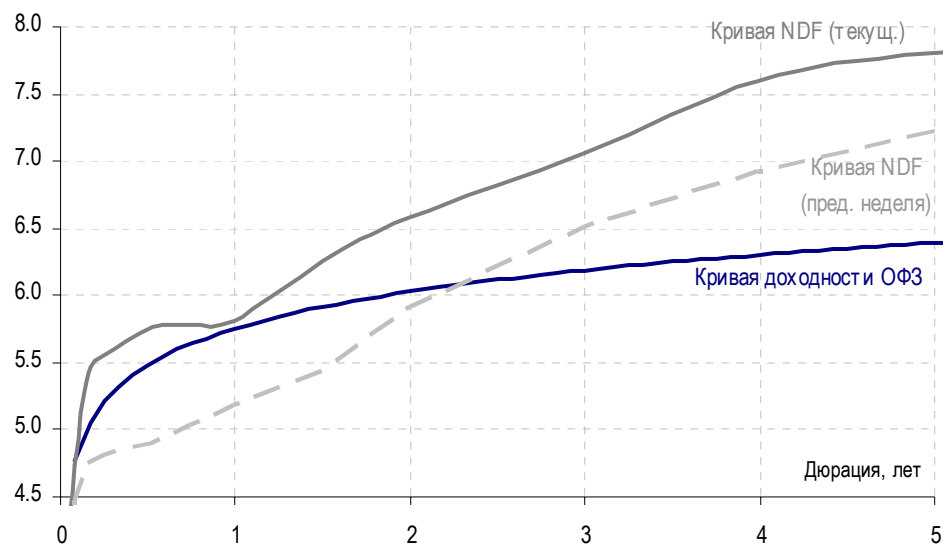
ЭКОНОМИКА

Динамика ставок NDF неблагоприятна для рублевого рынка

Всего за неделю (с 1 по 8 февраля) кривая NDF сдвинулась примерно на 50 б.п., отражая как возросшие ожидания относительно рыночных ставок, так и сомнения относительно перспектив укрепления рубля. Рост ставок затронул все участки кривой NDF, но мы обращаем внимание, прежде всего, на все более заметный разрыв между ставками NDF и доходностью ОФЗ.

На длинном конце кривой разрыв уже приближается к 1.5 п.п. Соответственно, вероятность возвращения иностранных инвесторов на рублевый рынок в среднесрочной перспективе остается низкой. Мы полагаем, что период повышенных ставок вполне может затянуться надолго. Поэтому мы рекомендуем крайне осторожно относиться к всему спектру облигаций с длинной дюрацией, включая корпоративный 1-й эшелон.

Динамика ставок NDF



Источник: Reuters, 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

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 9900

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.