

Рублевые корпоративные облигации

7 ноября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ТМК: долга много и не вовремя » стр. 2

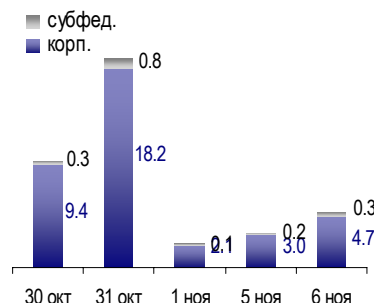
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2689	- 2.0 %
Рублей за доллар США	26.8935	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 57.20	- 6.8 %
Москва-39, дох. % год.	15.55%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	9.00%	+ 6 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	632.3	+ 42.4
Остатки на д/с, млрд руб.	294.0	+ 61.3
Сальдо операций с ЦБ	- 51.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

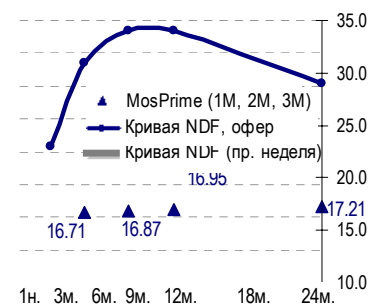


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

7 ноя	Оферта СорусКапитал-1 (1.2 млрд руб.) Оферта Пивдом-1 (1 млрд руб.)
10 ноя	Оферта Дымовское колбасное производство-1 (0.8 млрд руб.)
13 ноя	Погашение Атлант-М-1 (1 млрд руб.)
14 ноя	Оферта Технониколь-финанс-1 (1.5 млрд руб.) Оферта Мособлгаз-1 (2.5 млрд руб.)
17 ноя	Уплата акцизов, ЕСН

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-797.78	+ 378	1.0	9.42%
ВИА АИЖК-А94.85	+ 285	0.6	*18.83%
МГТС-597.50	+ 190	0.4	*13.79%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-278.00	+ 977	1.5	*27.64%
Белон-284.55	+ 957	0.8	*35.06%
Иркут-397.99	+ 850	1.7	10.18%

Лидеры падения

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-480.01	- 1 099	2.6	16.81%
Мосэнерго-189.00	- 870	0.8	*23.52%
ФСК-590.00	- 800	1.0	18.67%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русфинанс-380.00	- 1 075	0.5	66.07%
Магнит-263.00	- 1 002	2.9	26.62%
ЧТПЗ-171.00	- 700	1.4	37.35%

Лидеры по оборотам

Обороты	Изменение
7Континент-2	133 (Рост)
ВТБ-6	138 (Снижение)
Восточный Экспресс-1	142 (Снижение)
ВТБ 24-3	144 (Снижение)
Газпром-8	238 (Снижение)
Спорт мастер-1	240 (Снижение)
Газпром-6	254 (Снижение)
Вымпелком-1	337 (Снижение)

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ТМК: долга много и не вовремя

Как оказалось, ТМК крайне несвоевременно начала наращивать краткосрочный долг для финансирования инвестиций

Вчера группа ТМК опубликовала консолидированные результаты по МСФО за 1-е полугодие 2008 г. Отчетность показывает не только рост долговой нагрузки ТМК – вполне ожидаемое следствие привлечения крупных кредитов для финансирования M&A, но также проблемы с оборотным капиталом и рентабельностью. Операционный денежный поток компании перешел в отрицательную зону, что, в сочетании с резким ухудшением ценовой конъюнктуры на основных рынках сбыта, может привести к проблемам с рефинансированием краткосрочного долга. На наш взгляд, в нынешних условиях ТМК может стать одним из претендентов на получение финансовой помощи от государства (в т.ч. через программу ВЭБа), и скорее всего, такую поддержку получит.

Финансовые результаты ТМК по МСФО (\$ млн)

Период	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг/ЕБИТДА, Раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
1п2008	2 368.4	26.1%	409.2	17.3%	3 169.2	3.9x	4.8x
2007	4 178.6	30.8%	931.4	22.3%	1 539.3	1.7x	8.9x
1п2007	2 030.0	32.4%	499.5	24.6%	1 201.2	1.2x	11.1x
2006	3 402.3	30.8%	751.6	22.1%	1 031.1	1.4x	9.7x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Долговая нагрузка по итогам 1п2008 вышла далеко за пределы 3.5x Долг/ЕБИТДА

Опасения рейтинговых агентств относительно роста краткосрочного долга ТМК в 1п2008 полностью оправдались, а показатель Долг/ЕБИТДА значительно превысил наш прогноз и составил по итогам полугодия около 3.9x. С середины лета ситуация на финансовых рынках только ухудшалась, фактически лишив компанию возможности продемонстрировать инвесторам реальные варианты рефинансирования. По нашему мнению, это и стало основной причиной снижения рейтинга S&P с BB- до B+ в начале октября.

Рентабельность заметно снизилась, рост выручки не впечатляет

В пресс-релизе компания приводит ряд причин снижения прибыли – в частности, рост цен на сырье в 1-м полугодии и приостановку цеха на Тагмете в связи с модернизацией. Мы же обращаем внимание на тот факт, что доля затрат на сырье и материалы в себестоимости несколько уменьшилась по сравнению с 2007-м годом (так же как и доля расходов на электроэнергию). При этом заметное снижение рентабельности наблюдается в обоих ключевых производственных сегментах ТМК – бесшовных и сварных труб – и связано в первую очередь с сокращением спроса на продукцию компании.

Возможно, ситуация улучшится с учетом проформы IPSCO, но S&P уже отреагировало снижением рейтинга ТМК

Рост продаж ТМК в долларовом эквиваленте составил 15% (для сравнения, рост продаж по итогам 2007 года – 23%). Впрочем, ситуация должна измениться к лучшему по итогам 2008 года, когда будут полностью консолидированы результаты IPSCO Tubulars. В отчетности за 1п2008 ее продажи учтены менее чем за месяц, в то время как на балансе группы резко увеличился объем запасов материалов и готовой продукции, а также появились крупные обязательства, связанные с финансированием сделки.

Главная тема 2009 года – рефинансирование, инвестпрограмма сокращена в 5 раз

Если ЕБИТДА компании IPSCO за 2-е полугодие составит \$300 млн в соответствии с ожиданиями группы, то консолидированная долговая нагрузка ТМК по итогам 2008 года снизится, по грубым оценкам, до 3.0-3.5x Долг/ЕБИТДА. Привлечение нового долга на цели финансирования капзатрат в текущих условиях практически нереализуемо. К тому же, ТМК уже объявила о сокращении инвестпрограммы 2009 года в 5 раз по сравнению с программой текущего года (с \$780 млн до \$156 млн).

Таким образом, мы ожидаем скорее улучшения показателей долговой нагрузки ТМК до конца 2008 года, даже если операционные характеристики и рентабельность вновь продемонстрируют негативную динамику. Однако проблема рефинансирования краткосрочного долга компании, объем которого на конец 1п2008 составил почти \$2.5 млрд, актуальности не теряет.

Общий объем долговых обязательств ТМК со сроками погашения до 1 года составляет около \$2.5 млрд

Крупнейшие из краткосрочных финансовых обязательств ТМК:

- Бридж-кредит синдиката западных банков объемом \$600 млн (напомним, что 50% от первоначальной суммы кредита в \$1.2 млрд были рефинансированы в июле 2008 г. за счет размещения LPN на \$600 млн, ставка 10%, погашение в 2011 году). Кредит был предоставлен для финансирования сделки по приобретению IPSCO и должен быть погашен до конца мая 2009 года с возможностью пролонгации еще на 3 месяца (ставка Libor+2.85%).
- 2-й выпуск рублевых облигаций ТМК объемом 3 млрд руб с погашением в марте 2009 года.
- Еврооблигации объемом \$300 млн с погашением в сентябре 2009 года.
- Опционное соглашение с Evraz Group на выкуп оставшейся доли в IPSCO за \$511 млн: для Евраз это опцион «пут» с исполнением в любую дату, начиная с 22 октября 2009 г., поэтому и его имеет смысл рассматривать в составе краткосрочного долга ТМК.
- Краткосрочные кредиты российских банков на общую сумму примерно \$1.2 млрд

Собственный денежный поток не покрывает потребности в рефинансировании

Таким образом, краткосрочный долг ТМК, как и в середине 2008 года, составляет сейчас около \$2.5 млрд. Чистый операционный денежный поток ТМК (после капзатрат, но без учета про-форма результатов IPSCO) был в 1-м полугодии отрицательным, поэтому, даже с учетом свертывания инвестпрограммы 2009 года, у компании нет возможности аккумулировать средства для рефинансирования из операционных потоков.

Мы ожидаем, что ТМК обратится за поддержкой к государству в лице госбанков

Очевидно, что ТМК в следующем году потребует поддержку со стороны государства – в форме прямых кредитов госбанков либо в рамках программы рефинансирования ВЭБ. От того, насколько своевременно ТМК получит средства для рефинансирования, будет зависеть оценка кредитного профиля компании, в т.ч. рейтинговыми агентствами. Мы считаем, что государство заинтересовано в финансовой поддержке компании – ключевого поставщика российского нефтегазового сектора.

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
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
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

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.