

Рублевые корпоративные облигации

13 февраля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

- Росскат: пока не впечатляет » стр.2

КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

- ТГК-10 » стр.4

НОВОСТИ: Кубаньэнерго – досрочная оферта » стр.5

Индикаторы

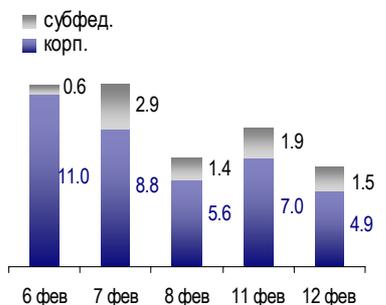
Долларов США за Евро	1.4581	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	24.6682	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 93.16	- 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.94%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.42%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	178	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	580.5	+ 79.1
Остатки на д/с, млрд руб.	189.6	- 44.6
Сальдо операций с ЦБ	- 3.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск ВТБ 24-2 (10 млрд руб.) размещен под 7.85% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

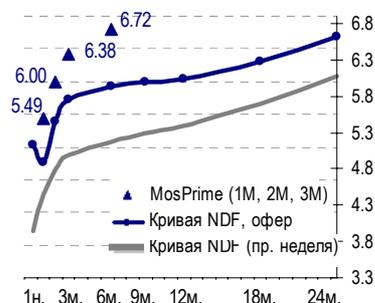


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

13 фев	Размещение ТГК-10-2 (5 млрд руб., годовая оферта) Доразмещение ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб.) и ОФЗ-АД 46022 (3.15 млрд руб.)
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)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-6	99.30	+ 80	2.0	*8.05%
РЖД-3	102.45	+ 20	1.7	6.97%
ФСК-2	102.10	+ 20	2.2	7.39%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РТК-Лизинг-4	100.05	+ 55	0.2	8.51%
РусСтандарт-5	98.80	+ 40	0.6	*10.94%
ВолгаТел-4	100.70	+ 39	1.5	*7.73%

Лидеры падения

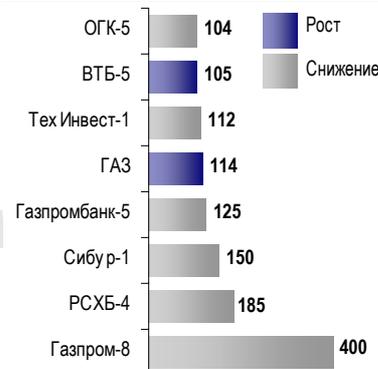
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	96.50	- 120	5.2	8.63%
АИЖК-8	96.55	- 105	4.4	*8.71%
Газпром-9	99.95	- 55	4.8	7.37%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	98.00	- 105	1.4	10.16%
ХКФБ-4	99.05	- 30	0.7	*11.92%
СевстАвто-2	97.40	- 25	2.3	*9.11%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

«ОТ 12 И СТАРШЕ»

Росскат: пока не впечатляет

Финансовые результаты Росската оцениваем по отчетности головной компании группы за 9мес2007

Росскат – один из ведущих российских производителей медной катанки и нефтепогружного кабеля. Первый выпуск облигаций компании был размещен в июле прошлого года, доходность бумаг находится на уровне 13% УТР (дюрация 0.92 года). На сегодня доступна отчетность по РСБУ поручителя по займу – ОАО «Росскат» - за 9 месяцев 2007 года. Мы обращаем внимание на замедление роста выручки, связанное, по всей видимости, с увеличением доли производства по давальческой схеме в 1-м полугодии 2007г. Исходя из публикуемых результатов Росската, мы не рекомендуем покупать его бумаги с целью держать до погашения.

Выручка снизилась на 23% по сравнению с 9мес2006, зато возросла рентабельность

Финансовые показатели ОАО «Росскат» в значительной степени зависят от доли давальческой переработки в общих объемах производства медной катанки. За 9 месяцев 2007 года совокупный физический объем производства катанки увеличился на 23% (годовой прирост – 24%), однако выручка компании при этом снизилась на те же 23% по сравнению с 9мес2006 – с 5.5 до 4.3 млрд руб. Интересно, что рентабельность компании (как валовая, так и на уровне прибыли от продаж) заметно возросла.

Результаты компании зависят от доли давальческой переработки: в 2007 году она резко увеличилась...

Мы связываем такую динамику показателей выручки и рентабельности именно с увеличением доли толлинга. В 2006 году доля производства по давальческой схеме возросла с 23% до 36% (в физических объемах), в 2007 году она может существенно превысить 50%. Крупный заказ на переработку сырья от аффилированного трейдера ООО «Волгамедь», по всей видимости, практически полностью загрузил мощности Росската в 1-м полугодии. Объем заказа (20.5 тыс тонн) составил около 30% от совокупного выпуска катанки Росската за 2007 год. С нашей точки зрения, давальческая обработка сырья по контрактам со связанными сторонами является негативным фактором для инвесторов, т.к. компании, вовлеченные таким образом в бизнес группы (в частности, Волгамедь), не входят в кредитную базу облигационного займа и могут иметь собственные долги.

...поэтому выручка и EBITDA ниже чем ожидалось

Поскольку при давальческой схеме в доход компании идет только комиссия за переработку сырья, увеличение доли толлинга влечет за собой снижение выручки и EBITDA. Мы полагаем, что годовой ориентир по выручке за 2007 год, обозначенный в материалах к размещению облигаций – 7.1 млрд – вряд ли будет выполнен, несмотря на существенный рост цен на медные катоды.

Финансовые результаты ОАО Росскат по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	3.1	0.3	9.1	0.9	3.4x	3.7x
2006	7.4	0.7	8.8	1.4	2.1x	6.2x
9М2007	4.3	0.5	11.6	2.9	3.7x	4.6x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Еще один важный момент: почти не растет выпуск кабельной продукции

Мы также обращаем внимание на слабую динамику объемов производства кабеля – ключевого и наиболее рентабельного бизнес-направления Росската. Прирост по сравнению с 2006 годом составил всего 4%, причем неудачным оказался IV-й квартал – выпуск на 37.5% меньше чем за аналогичный период 2006 года. Возможной причиной является ограниченность мощностей Росската и узкая специализация – кабели для погружных нефтенасосов.

Инвестпрограмма нацелена на развитие мощностей по производству силового кабеля

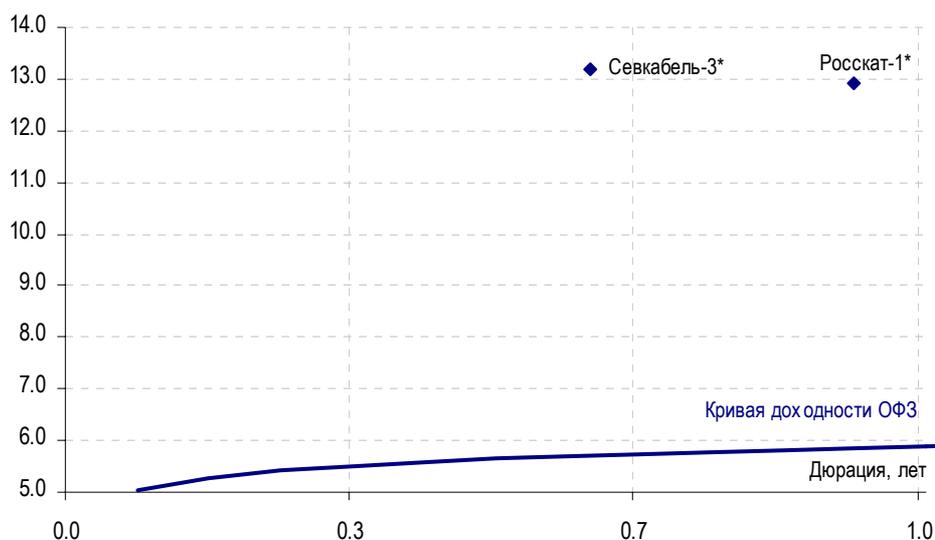
Инвестиционная программа Росската направлена, прежде всего, на наращивание производства кабеля и расширение спектра кабельной продукции. В настоящее время компания строит цех по производству силового кабеля проектной мощностью 11 тыс тонн в год. Компания оценивает стоимость проекта в 655 млн руб. Значительная часть инвестиций профинансирована за счет долговых источников, что привело к росту долговой нагрузки.

Инвестиции пока не дали эффекта с точки зрения операционных показателей, но привели к существенному росту долговой нагрузки

В соответствии с инвестмеморандумом, около 800 млн руб. из средств, полученных от размещения облигаций, должны были пойти на рефинансирование банковский кредитов. Однако валовый долг ОАО Роскрат увеличился с начала 2007 года на 1.5 млрд руб., что сопоставимо с объемом облигационного займа. По нашим оценкам, долговая нагрузка составила на конец октября 2007 года 3.7-4.0x Долг/ЕБИТДА.

На наш взгляд, текущий уровень долговой нагрузки не является комфортным для необеспеченных кредиторов и сопряжен с риском рефинансирования в случае, если операционные результаты компании существенно не улучшатся в 2008 году. В связи с этим мы не считаем бумаги Роскрат привлекательными для покупки в рамках стратегии «купить и держать до оферты».

Доходность облигаций на 12 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

ТГК-10

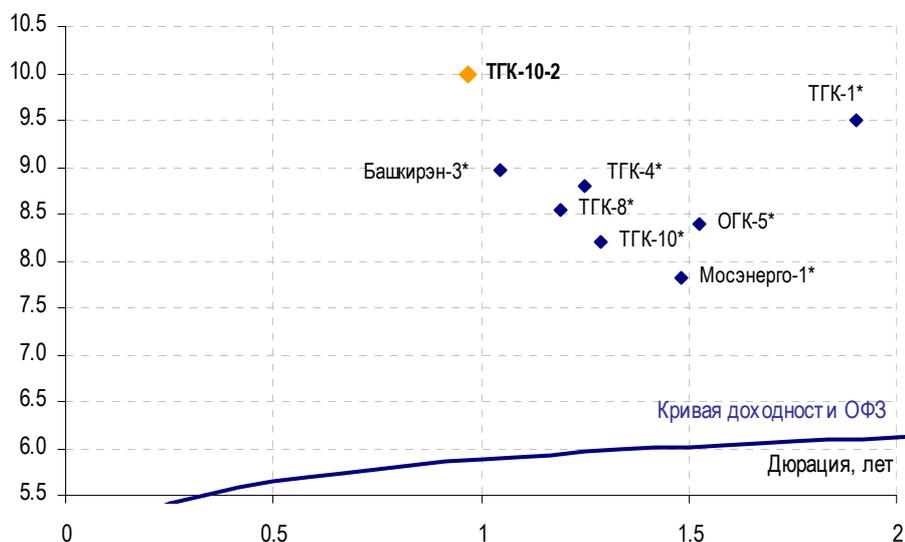
Вчера состоялось закрытие книги заказов по второму выпуску облигаций ТГК-10 (оферта через 1 год, купон 9.75%, доходность 9.99% УТР). Мы считаем, что предложенная рынку премия по доходности адекватно отражает «кризисное» расширение спрэдов, и считаем выпуск одним из наиболее привлекательных в сегменте электроэнергетики. Мы также отмечаем использование процедуры бук-билдинга при размещении выпуска – перспективной, хотя и имеющей ряд юридических ограничений, практики.

Несмотря на сильные фундаментальные характеристики ТГК-10, новый выпуск размещается с премией около 150 б.п. ко всей кривой генерирующих компаний. Фактически, компания создала новый ориентир для будущих размещений с точки зрения премии «за плохой рынок». Эта премия подталкивает инвесторов, которые не воспользовались возможностью предъявить облигации 1-го выпуска ТГК-10 к досрочному погашению в связи с реорганизацией, к продажам «старых» бумаг, но при этом способствует восстановлению первичного рынка на новых уровнях доходности.

Использование механизма бук-билдинга, на наш взгляд, также имеет ряд преимуществ для участников рынка. При использовании этой процедуры можно более полно учесть интересы разных категорий инвесторов, что обеспечит более эффективное ценообразование на вторичном рынке. Вместе с тем, размещение облигаций через процедуру бук-билдинга связано с юридическими рисками, обусловленными недостаточно четким нормативным регулированием в этой области.

Прежде всего, это касается статьи 24 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», которая запрещает (за исключением нескольких случаев, к которым размещение с использованием журнала заявок не относится) предоставление преимуществ одним потенциальным инвесторам перед другими, в т.ч. при первичном размещении. Процедура бук-билдинга дает возможность предварительного «отбора» покупателей бумаг, и соответственно, может быть классифицирована как предоставление преимущества конкретным приобретателям. Таким образом, у инвесторов, чьи заявки не были удовлетворены (или удовлетворены не в полном объеме), появляется возможность инициировать судебное разбирательство и оспорить итоги размещения.

Доходность облигаций на 12 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

Кубаньэнерго – досрочная оферта

5 февраля Кубаньэнерго выставило оферту на приобретение облигаций в связи с принятием акционерами решения о присоединении к ОАО «МРСК Юга». В соответствии с офертой, бумаги могут быть предъявлены к досрочному выкупу не позднее 18 марта 2008 года. Эмитент обязуется выкупить облигации, начиная с 22 февраля до 25 марта включительно.

Также МРСК Юга приняли решение о размещении облигационного займа по закрытой подписке путем конвертации облигаций Кубаньэнерго. Размещение состоится в дату реорганизации акционерных обществ, при этом параметры бумаг не изменяются. Судя по всему, основная часть облигаций Кубаньэнерго будет предъявлена к выкупу, это существенно ограничит ликвидность выпуска МРСК Юга.

Мы отмечаем, что в отличие от условий «досрочных оферт» генерирующих компаний, облигации Кубаньэнерго не блокируются в депозитарии на неопределенный срок, т.к сроки выкупа бумаг точно определены.

Текущие котировки на покупку/продажу бумаг Кубаньэнерго: 99.50 / 99.85, что соответствует доходности к оферте 9.30-12.67% годовых. С учетом короткой дюрации, Кубаньэнерго выглядит очень привлекательно на фоне других выпусков электроэнергетики. Мы рекомендуем облигации Кубаньэнерго к покупке с последующим предъявлением к оферте.

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.