

Рублевые корпоративные облигации

2 сентября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ТГК-2: комментарий к размещению » стр. 2
- Транскредитбанк – итоги полугодия по МСФО » стр. 4

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Ставки в сентябре – не ниже 5% » стр. 2

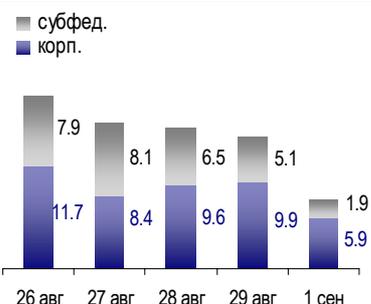
ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4672	- 0.2 %
Рублей за доллар США	24.5692	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 111.98	- 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	9.25%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.74%	- 1 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	670.7	+ 60.5
Остатки на д/с, млрд руб.	76.5	+ 2.3
Сальдо операций с ЦБ	- 138.8	

Объем торгов на ММВБ

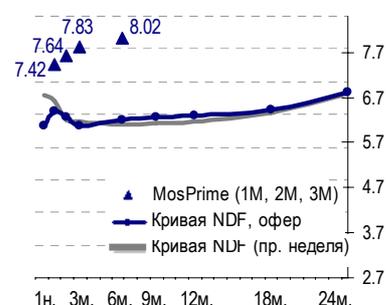


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

3 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года) Аукцион ОФЗ-АД 46022 (9 млрд руб., дюрация 9.1 года)
4 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
6 сен	Аукцион ОБР-6 (10 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
9 сен	Размещение НПО Лавочкина-1 (2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
10 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (9 млрд руб., дюрация 4.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.2 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	82.90	+ 40	5.5	11.96%
Газпром-8	95.25	+ 25	2.8	8.94%
ОГК-5	99.00	+ 20	1.0	*8.66%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Транскредит-1	95.45	+ 45	1.7	10.38%
ГАЗ	99.60	+ 10	0.4	*10.48%
Мечел-2	94.50	+ 5	1.7	*12.24%

Лидеры падения

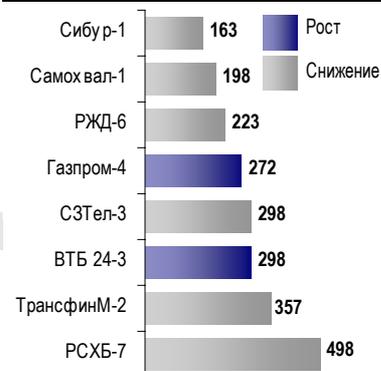
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-7	98.95	- 25	1.1	7.89%
ЛУКОЙЛ-4	92.25	- 15	4.3	9.51%
АИЖК-7	83.00	- 10	4.7	12.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-2	95.01	- 99	1.4	*12.73%
ЦентрТел-4	103.75	- 35	0.9	9.88%
МТС-3	99.71	- 29	1.7	*9.06%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ТГК-2: комментарий к размещению

ТГК-2 ориентирует на доходность 11.25% к годовой оферте

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций ТГК-2 (объем 4 млрд руб., оферта через 1 год). Ориентир по доходности выпуска – 10.75-11.25% УТР. Мы полагаем, что с учетом расширения спреда облигаций практически всех сравнимых энергокомпаний, а также относительно слабых финансовых и операционных показателей ТГК-2, привлекательный уровень доходности выпуска находится примерно на 100 б.п. выше ориентира организаторов.

В консорциум стратегических инвесторов ТГК-2 вошел германский холдинг RWE, однако на сегодняшний день не вполне понятна его роль в управлении компанией

В состав ТГК-2 включены энергоактивы 6 северных регионов России. По установленной электрической мощности (2.5 ГВт) компания занимает 10-е место среди всех тепловых генерирующих компаний. На завершающем этапе реформы РАО ЕЭС госпакет и акции допэмиссии ТГК-2 выкупил консорциум российской группы «Синтез» и германского холдинга RWE. Консорциум контролирует как минимум 43% акций холдинга, однако пока нет четкой информации о том, каким образом будет строиться сотрудничество партнеров по консорциуму. Насколько мы понимаем, допэмиссия и госпакет были оплачены «Синтезом», и на сегодняшний день именно он фактически распоряжается выкупленными акциями. Представители «Синтеза» занимают 5 из 11 мест в Совете директоров ТГК-2, еще одно место - у СП «Синтеза» и RWE («Корес Инвест»).

Показатель загрузки мощностей – на среднем для ТГК уровне, главная проблема – топливный баланс...

Показатели операционной эффективности ТГК-2 – чуть выше среднего для тепловых генкомпаний уровне, хотя и существенно уступают ТГК-10. Коэффициент загрузки установленных мощностей (КИУМ) составил в прошлом году 51%, по показателю топливной эффективности ТГК-2 также не особенно отличается от большинства теплогенераторов. В топливном балансе компании доминирует газ (64% в 2007 году), 23% приходится на мазут, 12% - на уголь.

...в котором значительную долю занимает мазут

Особенность структуры ТГК-2 – наличие слабого с точки зрения эффективности Архангельского филиала. Две из трех электростанций филиала работают на мазуте, причем до 2007 года тарифы не компенсировали резкое повышение цен на мазут, что стало одной из главных причин убыточности всей компании на операционном уровне в 2006 году. В рамках инвестпрограммы компания планирует постепенно довести долю угля до паритета с газом (до 2011 года на уголь должны быть переведены 4 ТЭЦ компании), одновременно будет осуществляться ввод парогазовых установок.

Финансовые результаты группы ТГК-2 по МСФО, млн руб

Год	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Долг/ЕБИТДА	ЕБИТДА / Проценты
2007	20 795	1 997	9.6%	6 679	3.3x	4.0x
2006	15 005	- 1 708	-	6 074	-	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Отчетность по МСФО показывает убыток на операционном уровне за 2006 год

Компания недавно опубликовала отчетность по МСФО за 2007 год, которая отражает финансовые показатели ТГК-2 с учетом консолидации Архангельской генерирующей компании (юридически присоединена в мае 2007 года). Мы исключили из расчета операционной прибыли ряд бухгалтерских корректировок, связанных с переоценкой активов и созданием/восстановления резервов. В результате мы получили отрицательное значение ЕБИТДА за 2006 год: по нашим оценкам, общие и административные расходы более чем вдвое превысили валовую прибыль компании.

Благодаря повышению тарифов рентабельность повысилась в 2007 году, однако в будущем во многом зависит от перевода станций с мазута на уголь

Отрицательная рентабельность была обусловлена в первую очередь убыточностью архангельской генерации, и ситуацию удалось переломить только в 2007 году после административного повышения тарифов в Архангельской области. По нашим расчетам, маржа ЕБИТДА компании в 2007 году составила около 9.6%, что в среднем соответствует отраслевой рентабельности теплогенераторов. В то же время, для обеспечения стабильного уровня рентабельности компании необходимо в ближайшие годы минимизировать долю мазута в топливном балансе. Доля продаж электроэнергии на рынке НОРЭМ в 2007 году составила лишь около 3% от общего объема продаж ТГК-2.

Стоимость инвестпрограммы ТГК-2 до 2011 года – 38,8 млрд руб., в 2008 году – около 14,5 млрд руб.

Первый этап инвестпрограммы ТГК-2 рассчитан на 4 года, к 2011 году планируется увеличить установленную электрическую мощность до 3.3 ГВт, объем финансирования составит 38.8 млрд руб. Компания также озвучила ориентир по стоимости второго этапа (до 2015 года) – около 110 млрд руб., хотя пока речь идет о самых приблизительных оценках. Как и для большинства генерирующих компаний, выбор источников финансирования инвестпрограммы будет в среднесрочной перспективе определяющим фактором кредитного профиля ТГК-2.

Ряд наблюдений относительно основных кредитных характеристик ТГК-2, исходя из данных отчетности по МСФО за 2007 год, а также отчетности по РСБУ за 1пол2008:

Долговая нагрузка на конец 2007 года – около 3.3х Долг/ЕБИТДА

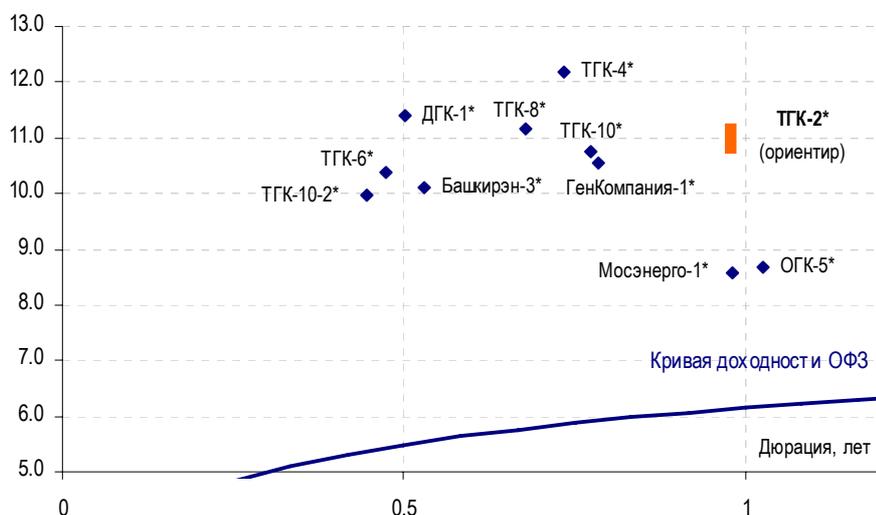
- Долговая нагрузка компании в 2007 году находилась на уровне 3.3х Долг/ЕБИТДА, причем около 90% от совокупного долга на конец 2007 года приходилось на краткосрочные банковские кредиты (эффективные ставки – в диапазоне 8.5-10.5%).
- Мы полагаем, что компания привлекала краткосрочный долг не столько для финансирования инвестиций, сколько для покрытия значительного разрыва между дебиторской и кредиторской задолженностью. По данным отчета ТГК-2 за 2кв2008, около трети от совокупной дебиторки приходится на просроченную задолженность, крупнейшими должниками являются Тверские коммунальные системы, Тверская ДЕЗ, Архангельская бытовая компания.
- В 1-м полугодии 2008 г. после проведения допэмиссии акций капитал компании увеличился примерно на 9 млрд руб. Отметим, что средства от допэмиссии имеют целевое назначение – финансирование инвестпрограммы. Тем не менее, после допэмиссии ТГК-2 получила достаточные средства для финансирования капвложений и текущих расходов без использования краткосрочных кредитов, в результате совокупный долг компании сократился вдвое (с 6.7 до 3.3 млрд руб.).
- В то же время, в отличие от других генкомпаний, на балансе ТГК-2 к концу 1-го полугодия остался совсем небольшой запас денежных средств – около 700 млн руб., т.к. компания уже приступила к активному финансированию первого этапа инвестпрограммы. Соответственно, ТГК-2 уже в ближайшее время вновь обратится к долговым источникам, включая облигационный займ на 4 млрд руб. Мы ожидаем, что долговая нагрузка ТГК-2 до конца 2008 года вернется как минимум на прошлогодний уровень (более 3х Долг/ЕБИТДА).

Средства от допэмиссии акций будут израсходованы довольно скоро, и долговая нагрузка вновь увеличится

ТГК-2 – далеко не лучшая среди тепловых генераторов по кредитным характеристикам

Таким образом, по основным кредитным характеристикам ТГК-2 в лучшем случае не превосходит другие тепловые генерирующие компании. При этом текущий состав акционеров, на наш взгляд, пока не обеспечивает безусловную поддержку кредитному профилю компании. Мы полагаем, что ориентир по доходности дебютного выпуска ТГК-2 не привлекателен на фоне растущей доходности бумаг других представителей сектора.

Доходность облигаций на 1 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Транскредитбанк – итоги полугодия по МСФО

Транскредитбанк опубликовал неубедительные результаты 1п2008 по МСФО –

Транскредитбанк (ВВ/Ва1) опубликовал отчетность по МСФО за 1п2008 г – за исключением увеличения капитала, результаты банка нельзя назвать впечатляющими. Основным критерием кредитного качества Транскредитбанка, по нашему мнению, остается его статус опорного банка РЖД, и опубликованные результаты не окажут существенного влияния на цены облигаций ТКБ.

Основные показатели Транскредитбанка по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала 1-го уровня (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	Проблемные кредиты / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
1п2008	6957	6.40	115	5.26	1.98	4.56	1.65	---	1.90
2007	5786	6.50	118	7.00	2.25	5.11	2.39	1.92	1.72

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Основной позитивный момент – увеличение капитала ТКБ

Основным позитивным моментом является увеличение капитала Транскредитбанка (ТКБ) на 50% в июле 2008 года, что открывает для банка значительные перспективы роста. Регистрация эмиссии произошла после 1 июля 2008 года, поэтому средства, поступившие от акционеров в счет оплаты акций, еще не были отражены в капитале банка на отчетную дату. Дополнительная эмиссия была выкуплена НПФ «Благосостояние» (акционерами которого являются сам Транскредитбанк и другие структуры аффилированные с РЖД), и доля прямого участия РЖД в капитале банка снизилась до 55%.

Потенциал роста рейтингов ТКБ в среднесрочной перспективе исчерпан -...

Как мы отмечали в нашем предыдущем обзоре (12.05.2008), в связи разрешением вопроса касательно участия РЖД в капитале ТКБ, он вполне мог рассчитывать на повышение международных рейтингов. Позднее в мае агентство S&P повысило прогноз по рейтингам банка по указанным причинам. Агентство Moody's заняло более консервативную позицию и подтвердило рейтинги ТКБ в августе 2008 года, оговорившись, что их ограничивает неопределенность в отношении того, как долго РЖД останется контролирующим акционером банка. В таком случае неоднократно озвученные намерения провести IPO могут привести к понижению рейтингов ТКБ, хотя мы все же считаем такой сценарий маловероятным.

...- отчасти из-за растущего объема бизнеса со связанными сторонами

Объем операций ТКБ со связанными сторонами заметно увеличился в 1п2008 года. Рост ресурсов, предоставленных структурами РЖД (+14 млрд. рублей), профинансировал порядка половины прироста активов банка (+29 млрд. рублей). Однако объем кредитования связанных сторон также существенно возрос и превысил капитал ТКБ более чем в 2.5 раза. Такая динамика не говорит в пользу повышения диверсификации и снижения объемов бизнеса со связанными сторонами, которые указываются обоими рейтинговыми агентствами как необходимые условия для пересмотра рейтингов вверх.

Несмотря на некоторое ухудшение, финансовые показатели все еще достаточно крепкие

В остальном, финансовые показатели ТКБ выглядят достаточно сильно, несмотря на некоторую тенденцию к «ослаблению» в 1п2008 года. Показатели прибыльности (RoAA и чистая процентная маржа) снизились в основном за счет дорожающего фондирования банка – соотношение процентных расходов и платных пассивов возросло до 5.27% с 4.22% на конец 2007 года. Эффективность в 1п2008 года несколько возросла (cost-to-income снизился до 58% с 59.5%). Объем просрочки банком не раскрывается, но рост провизий может указывать на незначительное ухудшение качества кредитного портфеля.

Результаты не окажут влияния на котировки облигаций

Мы по-прежнему считаем, что публикация финансовых результатов «квази-суверенных» банков может оказать лишь опосредованное влияние на котировки их бумаг. Все три выпуска рублевых облигаций ТКБ характеризуются довольно низкой ликвидностью, и мы не видим существенного потенциала роста их цены на основании опубликованной отчетности.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ставки в сентябре – не ниже 5%

Ситуация на денежном рынке продолжает оставаться сложной: по нашим оценкам, дефицит банковской ликвидности составляет сейчас около 300 млрд. руб. Однако мы прогнозируем, что за счет плановых интервенций Банка России и расходов бюджета к середине сентября напряжение на денежном рынке несколько снизится и объем РЕПО с ЦБ уменьшится до незначительной величины. В то же время, мы считаем, что значительного падения краткосрочных ставок все равно не произойдет: банки будут держать избыток свободных денежных средств на корсчетах для целей усреднения обязательных резервов.

В настоящее время большую часть дефицита банковской ликвидности компенсируют бюджетные средства, размещенные на депозитах: после сегодняшнего аукциона это около 210 млрд. руб., оставшуюся часть закрывают РЕПО с ЦБ. Мы считаем, что Минфин позволит кредитным организациям осуществить пролонгацию этих депозитов еще на месяц. Что же касается операций РЕПО с ЦБ, то, по нашему мнению, их объем начнет постепенно снижаться и к середине месяца достигнет 20-30 млрд. руб., в первую очередь за счет расходования средств бюджета, характерных для начала месяца, а также плановых интервенций Банка России (по нашим оценкам, \$200-300 млн. в день).

Однако мы не считаем, что в середине сентября краткосрочные ставки снизятся до уровня ставок по депозитам ЦБ, поскольку банки не будут направлять свободные денежные средства на депозиты Банка России, а скорее разместят их на корсчетах для выполнения нормативов обязательного резервирования. Напомним, что с 1 сентября произошло очередное повышение норм резервирования и коэффициента усреднения, в связи с чем банкам придется в среднем увеличить размещаемый на корсчетах объем денежных средств. По нашим оценкам, теперь естественный уровень средней величины корсчетов будет находиться у отметки 630-650 млрд. руб.

Как только процентные ставки в сентябре начнут снижаться, многие банки, использующие усреднение, начнут накапливать ликвидность на корсчетах (их уровень может превысить 700 млрд. руб.) для того, чтобы в конце месяца, в период выплаты налогов и повышения процентных ставок, иметь возможность снизить объем средств на корсчетах до минимально возможного уровня. Мы считаем, что такое поведение банков предотвратит падение краткосрочных процентных ставок в середине месяца ниже 5%. К концу сентября ставки опять поднимутся до 7%-8%.

Динамика корсчетов в 2008 году, млрд. руб.



Источник: Банк России

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
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	npatrahin@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.