

Рублевые корпоративные облигации

26 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ТГК-6: комментарий к размещению » *стр. 3*
- ЮТК: хорошие прогнозы не оправдывают текущих цен » *стр. 4*

Индикаторы

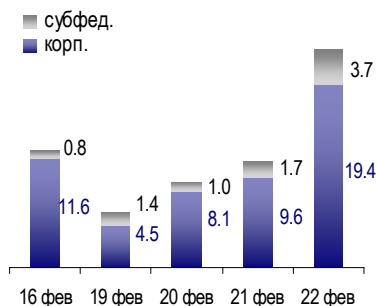
Долларов США за Евро	1.3166	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	26.2425	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 59.94	+ 0.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.64%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	- 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	407.6	+ 23.5
Остатки на д/с, млрд руб.	92.5	- 8.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 50.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

В ЧЕТВЕРГ

- Размещен выпуск Россельхозбанк-3 (10 млрд руб.) под 7.47% годовых к оферте через 3 года
- ЦБ разместил ОБР-3 на 14.7 млрд руб. из 30 млрд руб. под 4.73% годовых к выкупу 15 июня 2007 года

Объем торгов на ММВБ

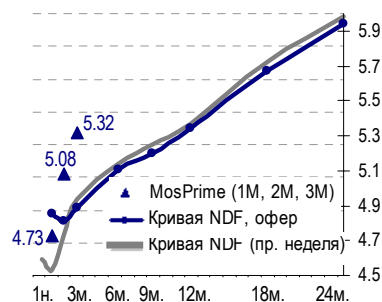


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

26 фев	Уплата акцизов, НДС
27 фев	Размещение дебютного выпуска ТГК-6 (2 млрд руб., годовая оферта) Размещение ОИЖК-1 (1 млрд руб., 5 лет, с амортизацией)
28 фев	Уплата налога на прибыль
1 мар	Размещение Белон-2 (2 млрд руб., оферта через 2.5 года)
2 мар	Размещение Амурметалл-2 (2 млрд руб., 3 года)
7 мар	Уплата ФОР

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	101.00	+ 20	2.3	6.61%
Газпромбанк-1	99.50	+ 12	3.5	7.38%
Газпром-4	104.25	+ 11	2.7	6.73%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	103.65	+ 12	3.0	7.69%
ЦентрТел-5	101.05	+ 10	1.4	*7.48%
МОЭСК-1	100.90	+ 8	3.8	7.96%

Лидеры падения

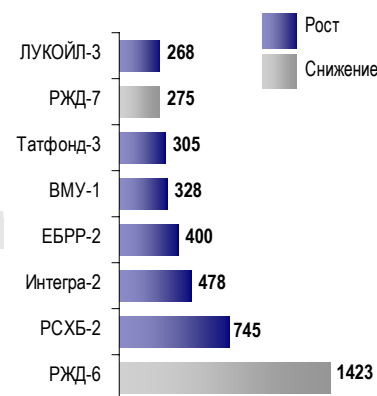
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-6	101.51	- 11	3.3	7.00%
ФСК-4	100.45	- 10	3.9	7.31%
ОГК-5	99.95	- 5	2.3	*7.66%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	103.72	- 13	1.6	7.92%
УРСИ-4	101.93	- 12	0.7	7.17%
ХКФБ-4	100.61	- 9	1.5	*9.89%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.50	7.55	0.97	179	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.80	7.85	1.24	200	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.20	7.76	1.25	190	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.00	102.75	7.41	3.72	113	120	↑ 5
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.35	8.04	0.95	229	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.50	9.22	2.07	316	350	↑ 35
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.77	1.26	290	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.45	7.96	3.76	167	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.55-99.70	8.74	1.44	282	290-300	↑ 10-20
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.00-100.40	8.68	2.23	259	240-260	↓ 20
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию в 25 б.п. относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.55	100.60	7.43	2.31	133	130	↓ 5
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.85	9.29	1.48	336	380	↑ 45
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.90	234	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.25	100.75	7.73	2.44	161	140	↓ 20
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.20	8.84	3.35	259	300	↑ 40
ОГК									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	99.95	99.50	7.66	2.35	155	175	↑ 20

ТГК-6: комментарий к размещению

*«Справедливая»
доходность ТГК-6:
7.80-8.10% к годовой
оферте*

Завтра состоится размещение дебютного выпуска облигаций ТГК-6-Инвест (2 млрд руб., оферта через 1 год). Райффайзенбанк как один из организаторов данного займа оценивает «справедливый» спрэд ТГК-6 к «базовой» кривой ТГК/ОГК компаний в 30-60 б.п., что соответствует доходности в 7.80-8.10% и ставке купона в 7.55-7.85%.

ТГК-6 – одна из 14 территориальных генерирующих компаний, сформированных в ходе реформирования РАО ЕЭС. Компания объединяет станции, расположенные в Нижегородской, Владимирской, Ивановской, Пензенской областях и республике Мордовия. Суммарная установленная электрическая мощность ТГК-6 составляет 3.1ГВт. С 1 марта 2007 года ОАО «ТГК-6» (оферент по облигационному займу) начнет работу в качестве единой операционной компании для всех входящих в нее станций. С более подробной информацией о деятельности компании можно ознакомиться в нашем специальном обзоре «ТГК-6: тепло и свет Нижнего Новгорода» от 19 февраля 2007 г.

*В течение года РАО ЕЭС
будет оставаться
контролирующим
акционером ТГК-6*

Основной причиной, по которой для дебютного займа ТГК-6 был выбран столь короткий срок до оферты, стали корпоративные изменения, происходящие в структуре РАО ЕЭС. В настоящий момент достоверно известно, что в течение 2007 г. РАО не будет уменьшать свою долю в капитале компании ниже контрольной (компания не входит в список, утвержденный на заседании Совета директоров РАО 9 февраля). К моменту оферты в феврале 2008 года у инвесторов будет четкое понимание относительно дальнейшей судьбы ТГК-6. Исходя из этой информации, инвесторы смогут сформировать свое отношение к риску компании и определить требуемый уровень доходности.

*Особенность ТГК:
совместная выработка
тепла и электричества
приводит к более низкой
рентабельности по
сравнению с ОГК*

В качестве одной из ключевых характерных особенностей региональных ТГК мы выделяем высокую долю тепловой энергии в структуре выручки (40-50%) по сравнению с показателем 5-10% у тепловых ОГК. В среднем производство тепла является менее рентабельным, чем электроэнергия, т.к. тарифы на тепло регулируются на региональном уровне и в меньшей степени зависят от экономически обоснованных затрат. Таким образом, «средняя» ТГК в настоящий момент будет оставаться несколько менее рентабельной чем «средняя» ОГК.

*Но у низкой
рентабельности есть и
преимущества*

Однако оборотной стороной относительно невысокой рентабельности производства тепла является ряд преимуществ ТГК перед ОГК:

- приоритетная загрузка тепловых станций в режиме когенерации перед ГРЭС (только генерация электроэнергии), что позволяет ТГК иметь несколько более высокий уровень использования установленных мощностей;
- высокая социальная значимость ТГК и, как следствие, существенно более высокая вероятность поддержки со стороны региональных властей.

*Выработка тепла
является фактором
стабильности для всех
ТГК: возможна поддержка
со стороны
региональных властей*

Доля ТГК-6 в производстве тепловой энергии в своих регионах составляет около 68%, поэтому компания является, бесспорно, системообразующей для социальной инфраструктуры. На примере региональных распределительных сетевых компаний мы неоднократно отмечали высокую степень их поддержки со стороны властей регионов, в которых они работают (допэмиссии МОЭСК и Ленэнерго в пользу местных властей). Мы предполагаем, что при необходимости ТГК также могут рассчитывать на финансовую поддержку в силу их высокой социальной значимости.

*Рентабельность в 2006 г.
упала из-за аномально
холодной погоды*

Финансовые показатели ТГК-6, как и большинства теплогенерирующих компаний, в 2006 году в значительной мере пострадали из-за аномально холодной погоды. В период зимних холодов поставки газа в регионы оказались недостаточными для покрытия потребностей в тепле и электричестве, поэтому станции были вынуждены жечь более дорогое резервное топливо – мазут. В результате рентабельность ТГК-6 за 2006 г. по EBITDA снизилась с 15.9% по итогам 2005 года до 3.7% в 2006 году. В 2007 году за счет более высоких тарифов на электроэнергию ТГК-6 в значительной мере сможет компенсировать потери прошлого года.

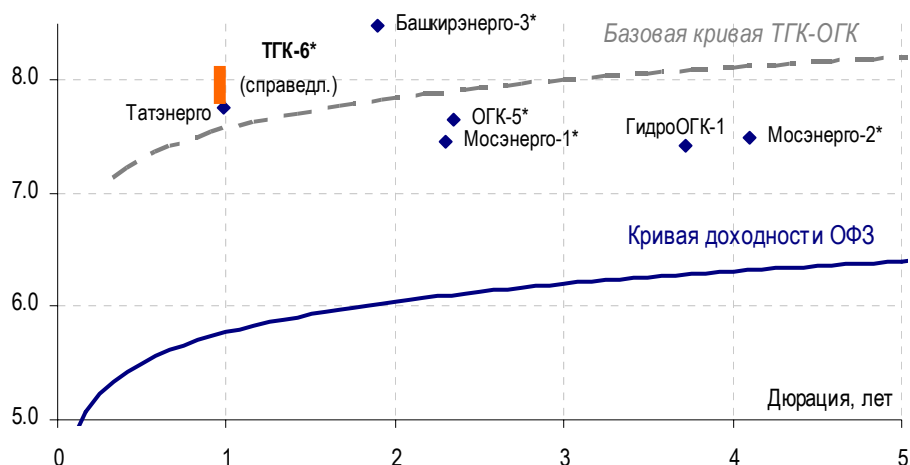
Снижение рентабельности в 2006 г. привело к тому, что долговая нагрузка оказалась достаточно высокой: 3.9x Долг/ЕБИТДА. Однако если предположить, что маржа ЕБИТДА в 2006 г. составляла бы 9% (нормальный уровень для ОГК – около 15%, для ТГК – 8-12%), то показатель долговой нагрузки составил бы около 1.6x.

*Относительно
небольшая
инвестпрограмма на
ближайшие 2 года*

Инвестиционная программа ТГК-6 в отличие от большинства других ТеплоОГК и ТГК относительно невелика: 5.5 млрд руб. на ближайшие 2 года. Она не подразумевает крупных вводов новых генерирующих мощностей, а направлена в основном на повышение эффективности и надежности действующих станций. По прогнозам компании, по итогам 2007 года долговая нагрузка ТГК-6 составит около 2.7x Долг/ЕБИТДА.

Мы оцениваем кредитное качество ТГК-6 примерно на одном уровне с большинством региональных ТГК (за исключением ТГК-1, Мосэнерго и т.п.) и чуть ниже, чем качество тепловых ОГК. По нашему мнению, спрэд облигаций ТГК-6 к «базовой» кривой сильнейших ОГК/ТГК должен составлять 30-60 б.п. Сама «базовая» кривая, по нашему мнению, должна сформироваться на уровне около 180 б.п. к кривой ОФЗ. Таким образом, мы оцениваем «справедливый» спрэд ТГК-6 в 210-240 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности в 7.80-8.10% и ставке квартальных купонов на уровне 7.55-7.85%.

Доходность облигаций на 22 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЮТК: хорошие прогнозы не оправдывают текущих цен

Сегодня утром ЮТК опубликовала предварительные оценки финансовых результатов за 2006 год. Они практически полностью продолжили позитивные тенденции I полугодия и 9М2006: сохранение высокой рентабельности и умеренные инвестиционные расходы. Долговая нагрузка на конец 2006 г. по МСФО, по нашим оценкам, составит около 3.3-3.5x Долг/ЕБИТДА (по сравнению с 4.8x по состоянию на конец 2005 г.).

*Долговая нагрузка ЮТК
будет оставаться самой
высокой среди МРК еще
как минимум 3 года*

Мы отмечаем, что несмотря на значительные успехи ЮТК в 2006 году, долговая нагрузка компании на сегодняшний день остается самой высокой среди МРК Связьинвеста. В течение ближайших лет ЮТК планирует более активно инвестировать, поэтому долговая нагрузка будет снижаться достаточно медленно – в большей степени за счет роста доходов, а не за счет уменьшения абсолютного размера долга. По нашему мнению, облигации ЮТК на сегодняшний день несколько переоценены: их спрэд (около 200 б.п. к ОФЗ) в недостаточной мере отражает сравнительно высокую долговую нагрузку компании.

Основные финансовые результаты ЮТК за 2006 г. (предварительные оценки компании):

- выручка: 17.7 млрд руб. (ускорение в 4 квартале: +11% к среднему за 9М2006);
- ЕБИТДА: 5.96 млрд руб., маржа ЕБИТДА: 33.7% (33.8% за 6М2006);
- инвестиции за 2006 г.: 2.1 млрд руб.

Оценка Долг/ЕВITDA на конец 2006 года: 3.3-3.5x

ЮТК пока не опубликовала ориентиров по долговой нагрузке за 2006 г. Однако, с учетом того, что все инвестиции 2006 г. были осуществлены за счет собственных источников (т.е. без увеличения долга), мы оцениваем показатель Долг/ЕВITDA по МСФО на конец года в 3.3-3.5x с учетом обязательств по лизингу.

Основное достижение 2006 года: снижение процентного бремени

Как мы уже неоднократно отмечали, основным достижением новой команды менеджеров ЮТК в 2006 году стало заметное облегчение бремени процентных расходов за счет снижения эффективной ставки по кредитам. Так, по итогам 6М2006 отношение процентных расходов к ЕВITDA составило 0.32x по сравнению с 0.57x в 2005 году. Таким образом, основная задача компании – возвращение к рентабельной деятельности и положительному операционному денежному потоку была решена.

Долг/ЕВITDA опустится ниже 3x только к середине 2008 года

Финансовые планы ЮТК на ближайшие 3 года подразумевают достаточно активные инвестиции: суммарный объем капвложений запланирован на уровне 9 млрд руб. Таким образом, общий размер долга компании будет снижаться достаточно плавно. Сама компания прогнозирует, что уровень долговой нагрузки опустится ниже 3x Долг/ЕВITDA только в 2009 г. Такая оценка представляется нам достаточно консервативной: мы ожидаем, что это произойдет к середине 2008 года.

«Справедливый» спрэд ЮТК к другим МРК: не менее 60 б.п.

В любом случае, долговая нагрузка ЮТК в течение ближайших 3 лет будет оставаться самой высокой среди МРК Связьинвеста, а значит ждать, что рейтинги компании будут повышены до уровня «сильнейших» телекомов также не приходится. По нашим оценкам, адекватный спрэд ЮТК к кривой остальных МРК должен составлять не менее 60 б.п. В настоящее время этот спрэд заметно меньше – около 40 б.п.

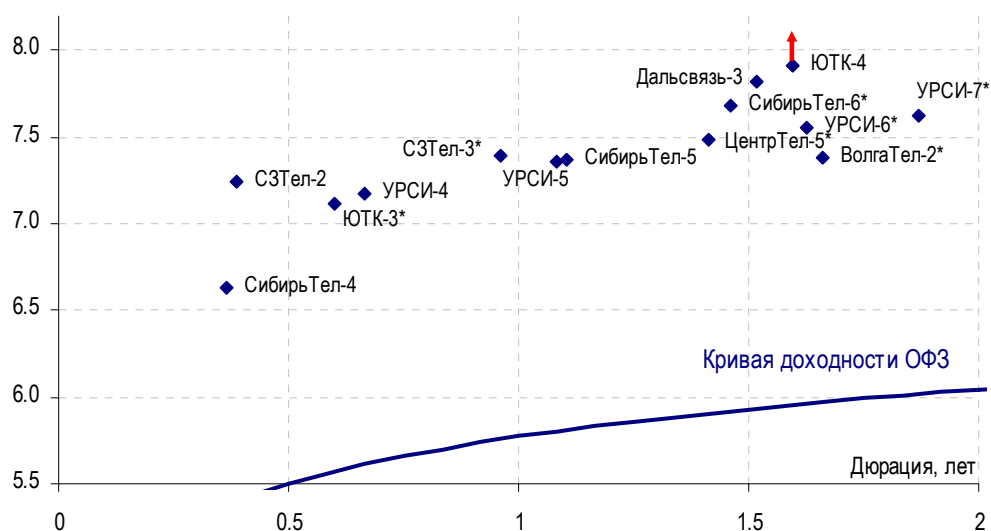
Спрэд к ОФЗ: 220-240 б.п.

Мы ожидаем, что с размещением нового выпуска ЮТК, запланированного на 2 квартал 2007 года спрэды бумаг компании несколько расширятся по сравнению с текущим уровнем в 200 б.п. к ОФЗ. Наша оценка «справедливого» спреда облигаций ЮТК: 220-240 б.п. к ОФЗ.

Не рекомендуем наращивать позиций в переоцененном выпуске ЮТК-4

По текущим ценам выпуск ЮТК-4 (103.70%, доходность 7.92%, дюрация: 1.6 года) представляется нам переоцененным. Мы не рекомендуем наращивать позиции в этой бумаге, т.к. потенциал сужения спрэдов в ней практически отсутствует. Наша оценка «справедливой» цены ЮТК-4: 103.20-103.30%.

Доходность облигаций на 22 февраля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

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) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

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.