

Рублевые корпоративные облигации

19 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ТГК-1: не просто «одна из многих» » стр. 3
- Краткосрочные идеи в первом эшелоне » стр. 5

Индикаторы

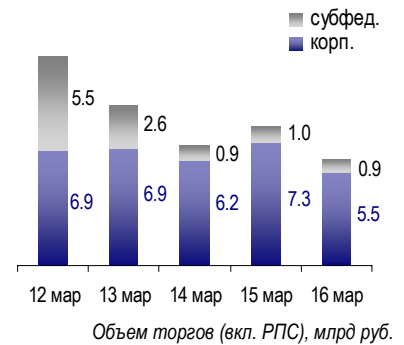
Долларов США за Евро	1.3311	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	26.0445	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 60.14	- 0.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.67%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	109	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	611.5	+ 18.9
Остатки на д/с, млрд руб.	72.0	- 0.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 6.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ЗАВТРА

- Размещение КМПО-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

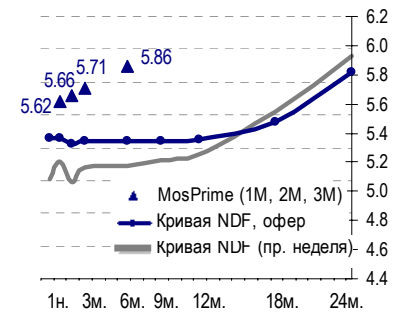
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 20 мар Уплата НДС
- 21 мар Размещение Восточный экспресс банк-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1 год)
- 22 мар Размещение Кокс-2 (5 млрд руб., оферта через 3 года)
- 26 мар Уплата акцизов, НДС
- 27 мар Размещение МОИТК-2 (4 млрд руб., оферта через 2 года)
- 28 мар Размещение Кировский завод-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	100.40	+ 10	5.3	7.45%
Газпром-4	104.10	+ 9	2.6	6.75%
ФСК-1	102.05	+ 5	0.7	6.07%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	103.55	+ 27	3.0	7.71%
ХКФБ-4	100.50	+ 10	1.5	*9.95%
МОЭСК-1	100.60	+ 10	3.8	8.04%

Лидеры падения

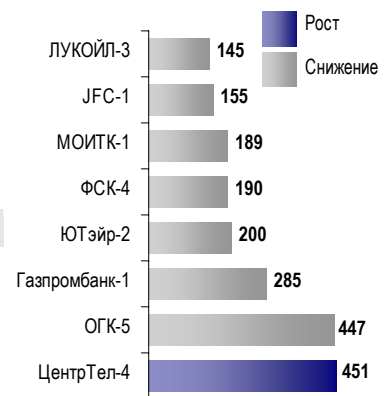
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	99.25	- 5	3.4	7.46%
ЛУКОЙЛ-3	99.72	- 5	4.0	7.30%
РЖД-5	99.90	- 5	1.8	6.83%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	102.37	- 17	2.4	7.64%
Копейка-2	98.95	- 15	1.8	*9.63%
Зенит-2	99.80	- 15	1.8	8.68%

Лидеры по оборотам



*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	100.45	7.51	0.91	174	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.70	7.91	1.18	204	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.25	102.05	7.72	1.19	184	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.35	7.99	0.89	223	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.45	9.19	2.01	310	350	↑ 40
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.73	1.20	285	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.55	100.25	8.06	3.85	171	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.55-99.65	8.71	1.43	276	290-300	↑ 15-25
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	99.90-100.30	8.68	2.27	254	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.35	100.75	7.52	2.25	139	120	↓ 20
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.84	231	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.10	100.65	7.80	2.38	164	140	↓ 25
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.05	8.87	3.43	257	300	↑ 45
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	100.95	100.20-100.40	10.44	1.23	455	505-520	↑ 50-65
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.30	-	9.13	2.01	304	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.65	-	9.82	3.66	350	-	↑

ТГК-1: не просто «одна из многих»

**«Справедливая»
доходность ТГК-1:
7.90-8.10 УТР**

Завтра состоится размещение дебютного выпуска облигаций ТГК-1 (4 млрд руб., оферта через 3 года) – одной из крупнейших территориальных генерирующих компаний, сформированных в ходе реформы РАО ЕЭС. Высокая операционная эффективность, значительная доля гидрогенерирующих мощностей, работа в энергодефицитном регионе, имеющем высокую стратегическую значимость, позволяют оценить кредитное качество на одном уровне с ОГК и сильнейшими ТГК. Райффайзенбанк как организатор выпуска оценивает «справедливую» доходность облигаций ТГК-1 в 7.90-8.10% УТР.

ТГК-1 объединяет генерирующие активы в северо-западном регионе России (СПб, Ленинградская обл., Мурманская обл., республика Карелия). Суммарная установленная электрическая мощность компании составляет 6.2 ГВт. РАО ЕЭС контролирует 55.7% акций компании, блокпакет принадлежит финскому энергетическому концерну Fortum. На июль 2007 года намечена допэмиссия акций компании, в результате которой доля РАО опустится ниже контрольной, а ТГК-1 получит средства на финансирование инвестпрограммы.

Подробное описание компании приведено в нашем специальном обзоре от 15 марта, а в сегодняшнем комментарии мы хотим сосредоточиться на ряде ключевых моментов, определяющих кредитное качество компании.

**Особенности региона
создают ряд
преимуществ для
компании**

При анализе кредитного качества всех ТГК имеет смысл обращать внимание на характеристики региона, в котором работает компания: именно от них зависят финансовые результаты каждой отдельной ТГК. С этой точки зрения, Северо-Западный регион, в котором работает ТГК-1, является исключительно благоприятным для будущего компании:

- Петербург наравне с Москвой имеет стратегическое значение, поэтому этому региону гарантировано повышенное внимание властей, а следовательно, вероятность финансовой поддержки для ТГК-1 особенно высока;
- Петербургская энергосистема является дефицитной, что отражается в положительном значении сальдо перетока мощности в региональной системе. Наша оценка текущего дефицита электрической мощности в энергосистеме Петербурга и Ленинградской области – 2ГВт;
- Помимо ТГК-1 в СПб регионе присутствует всего 1 крупный генератор – Ленинградская АЭС (Росэнергоатом), крупные станции ОГК отсутствуют. Поскольку в ближайшее время расширения мощностей ЛАЭС не планируется, роль ТГК-1 в энергосистеме региона будет возрастать;
- Регионы присутствия ТГК-1 расположены в приграничной зоне, поэтому компания может получать дополнительные доходы от экспорта энергии по более высоким ценам, чем установленные тарифы для внутреннего рынка.

**Конкурентные
преимущества ТГК-1:
географическое
расположение и...**

Таким образом, мы считаем возможным говорить о том, что расположение ТГК-1 является важным конкурентным преимуществом компании. По мере либерализации рынка электроэнергии оно будет создавать предпосылки для опережающего роста рентабельности компании по сравнению со среднеотраслевыми показателями.

**...высокая доля
гидрогенерирующих
мощностей**

Еще одна особенность ТГК-1, которая выделяет ее среди всех остальных ТГК – высокая доля гидрогенерирующих мощностей: около 50% от совокупной установленной мощности компании. Основные гидростанции ТГК-1 расположены в энергодостаточных Карелии и Мурманской области, поэтому текущий тариф на их энергию относительно невысок: 5-11 копеек за 1КВт электроэнергии (по сравнению с 30-40 копейками для энергии, вырабатываемой на тепловых мощностях ТГК-1).

**Цены на электроэнергию
будут расти по мере
либерализации рынка**

Мы предполагаем, что по мере либерализации рынка электроэнергии, средняя цена отпускаемой гидростанциями ТГК-1 энергии будет расти: цены будут формироваться на свободном рынке с учетом стоимости энергии, выработанной на тепловых станциях. Уже сейчас есть возможность получить подтверждение этой гипотезы: на «свободном» сегменте рынка гидростанции ТГК-1 продают энергию по ценам в 5-10 раз превышающим установленные ФСТ тарифные ставки.

Аналогичная ситуация складывается и в энергосистеме СПб и Лен.области: оценочная цена продажи энергии на свободном сегменте рынка в 2007 году составляет 63 копейки за 1 кВт по сравнению с со средней ставкой регулируемого тарифа в 36 копейки за 1 кВт.

Ожидаем существенного роста рентабельности компании в 2008-2010 гг.

По нашим оценкам, сочетание дефицита региональных энергосистем и высокой доли гидромо мощностей в структуре выработки, позволяет достаточно уверенно прогнозировать рост операционной эффективности компании в 2008-2010 гг. Мы не беремся приводить точных прогнозов по рентабельности ТГК-1 на ближайшие годы. Однако по нашему мнению, к середине 2009 года показатель EBITDA Margin наиболее эффективных Тепло-ОГК и ТГК может достигнуть 20%.

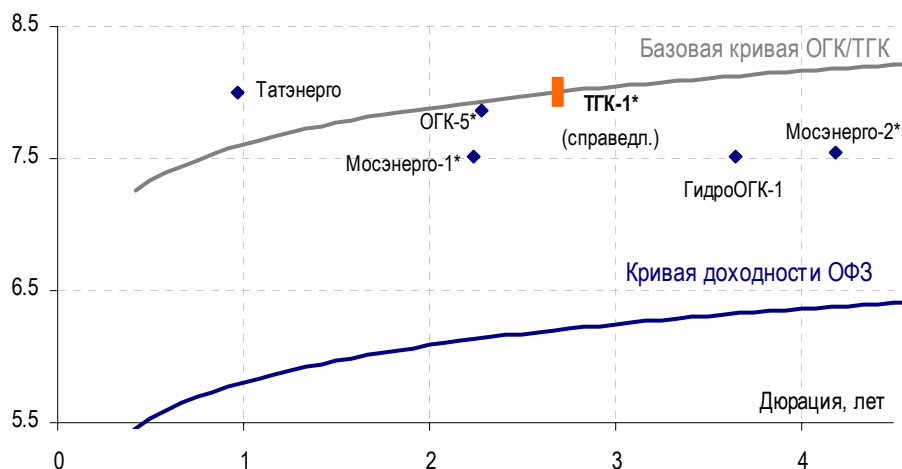
Долговая нагрузка – на среднеотраслевом уровне

Долговая нагрузка всех генкомпаний в течение ближайших лет будет относительно высокой. По нашим прогнозам, среднеотраслевой показатель Долг/EBITDA ОГК и ТГК вырастет до 3х к 2008 году. Показатели долговой нагрузки ТГК-1 по нашим расчетам также должны укладываться в этот диапазон. Значительная инвестиционная программа компании приведет не только к росту долга, но и к повышению эффективности, поэтому долговая нагрузка в средне- и долгосрочной перспективе будет оставаться сбалансированной.

Финансирование основной части инвестпрограммы – за счет средств от доэмиссии

Значительную часть инвестиционной программы ТГК-1 будет финансировать за счет средств, вырученных от доэмиссии акций. Первая часть доэмиссии должна быть осуществлена в середине 2007 года. Пока у нас нет точных сведений о том, будут ли акции компании размещены на публичном рынке, или дополнительные акции будут проданы стратегическому инвестору. Однако стратегическая значимость компании позволяет предположить, что государство и его представители будут уделять особое внимание составу новых акционеров компании.

Доходность облигаций на 16 марта



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

По данным Коммерсанта Газпром может претендовать на покупку доли в капитале ТГК-1

Сегодня Коммерсант со ссылкой на источники в Газпроме опубликовал данные о планах газового гиганта по расширению присутствия в электроэнергетической отрасли. ТГК-1 вошла в список активов, которыми интересуется Газпром (по данным Коммерсанта). Не делая выводов о достоверности этой информации, мы отмечаем, что она в целом хорошо укладывается в логику наших рассуждений: Газпром выглядит вполне логичным инвестором для эффективной компании в стратегически важном регионе.

Спрэд ТГК-1: на одном уровне с сильнейшими ТеплоОГК

По нашему мнению, значительные масштабы бизнеса, выгодное территориальное расположение, высокая операционная эффективность вполне позволяют сравнивать ТГК-1 с наиболее эффективными Тепло-ОГК. Мы предполагаем, что «базовая» кривая доходностей наиболее эффективных генерирующих компаний сформируется на уровне около 180 б.п. к ОФЗ. Мы оцениваем «справедливый» спрэд облигаций ТГК-1 в 170-190 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности в 7.90-8.10% к трехлетней оферте.

Краткосрочные идеи в первом эшелоне

Мосэнерго-1 недооценена относительно Мосэнерго-2, премия: около 20 б.п.

Заметная «деформация» доходностей облигаций Мосэнерго сохраняется: несмотря на двухлетнюю разницу в дюрации, короткий выпуск Мосэнерго-1 предлагает доходность на уровне длинного второго выпуска. При этом Мосэнерго-2 выглядит оцененным вполне адекватно: его текущий спрэд к ОФЗ (116 б.п.) соответствует нашей оценке в 110-120 б.п.

Покупать Мосэнерго-1 с ориентиром: 100.70-100.80%

Выпуск Мосэнерго-1 продолжает оставаться, пожалуй, самой недооцененной бумагой в 1ом эшелоне: его спрэд к ОФЗ составляет около 140 б.п., что на 20 б.п. превышает «справедливый» уровень. Поэтому мы сохраняем рекомендацию покупать облигации Мосэнерго с ориентиром по цене в 100.70-100.80% (текущая цена: 100.35%).

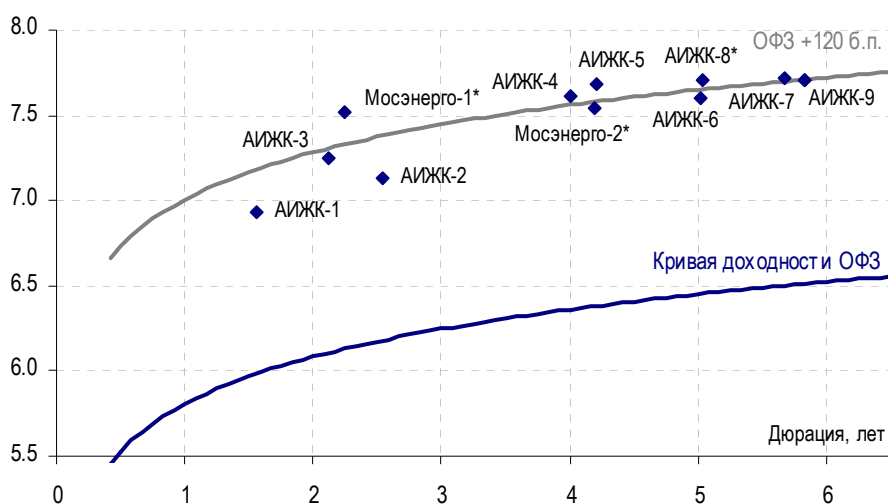
АИЖК-5, 8: наиболее недооцененные выпуски эмитента

Существенный перекосяк в доходностях присутствует и в облигациях АИЖК: относительно короткие 5ый и 8ой выпуски торгуются на одном уровне доходности с более длинными 7ой и 9ой бумагами. По нашему мнению, с течением времени все выпуски АИЖК должны «выстроиться» в кривую со спрэдом в 120 б.п. к ОФЗ. С этой точки зрения спрэды АИЖК-5 (130 б.п. к ОФЗ) и АИЖК-8 (126 б.п. к ОФЗ) выглядят наиболее привлекательно среди всех выпусков Агентства.

Наши ценовые ориентиры по этим бумагам:

- АИЖК-5: 99.90-100.00% (текущая цена: около 99.50%);
- АИЖК-8: 100.90-101.00% (текущая цена: около 100.65%).

Доходность облигаций на 16 марта



Источник: ММВБ, 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.