

Рублевые корпоративные облигации

16 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Комментарии к первичному размещению:
 - ЮГК ТГК-8 » стр. 3
 - Русфинанс Банк » стр. 5

Индикаторы

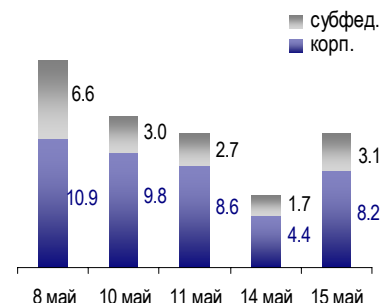
Долларов США за Евро	1.3590	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	25.7939	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 67.40	+ 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.49%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	94	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	450.3	+ 5.4
Остатки на д/с, млрд руб.	1010.0	- 18.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 117.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 25 мая состоится размещение дебютного выпуска Спортмастера (3 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- Размещение Атомстройэкспорт-Финанс-1 (1.5 млрд руб., оферта через 2 года) планируется 29 мая
- Размещение выпуска Промсвязьбанк-5 (4.5 млрд руб., 2-летняя оферта) планируется 24 мая

Объем торгов на ММВБ

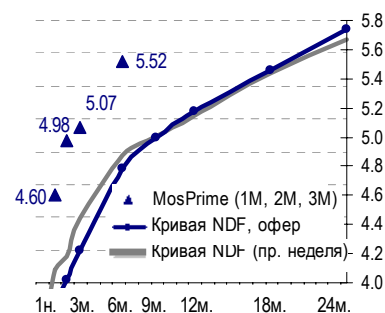


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 16 мая Размещение Русфинанс Банк-3 (4 млрд руб., 2 года)
Аукцион ОФЗ-АД 46021 (15 млрд руб., дюрация 7.8 лет)
- 17 мая Размещение дебютного выпуска ЮГК ТГК-8 (3.5 млрд руб., 2-летняя оферта)
Размещение Мособлгаз-1 (2.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
- 21 мая Уплата НДС
- 22 мая Размещение Сэтл Групп-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	100.74	+ 4	3.9	6.92%
АИЖК-7	102.30	+ 2	5.7	7.48%
Газпром-4	104.41	+ 1	2.5	6.54%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВБД-2	103.86	+ 36	3.0	7.89%
Кокс-2	100.50	+ 5	2.5	*8.67%
ЦентрТел-4	113.67	+ 5	2.0	7.28%

Лидеры падения

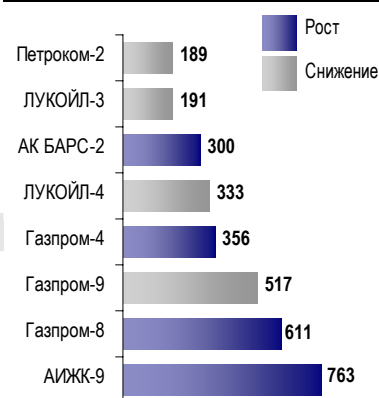
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	101.20	- 15	5.4	7.12%
РЖД-7	102.75	- 15	4.4	7.06%
ЛУКОЙЛ-4	101.50	- 14	5.2	7.24%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-7	101.30	- 20	1.7	*7.76%
ХКФБ-3	100.55	- 15	1.3	*9.32%
Зенит-2	100.80	- 10	1.6	8.04%

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-2	05/09	Держать	100.50	100.10	7.43	1.75	157	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.55	7.17	0.75	167	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.95	7.51	1.01	188	180	↓ 10
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.30	102.25	7.40	1.03	176	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.45	99.85	9.05	1.85	316	350	↑ 35
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.45	100.75	7.79	3.69	161	180	↑ 20
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.85-99.95	8.75	1.27	303	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.90	101.05	7.24	2.17	128	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.40	7.30	4.04	107	120	↑ 15
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	8.00	1.71	214	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.50	101.00	7.61	2.30	163	140	↓ 25
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.55	8.82	3.27	269	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.60	100.20-100.40	9.86	1.06	421	540-560	↑ 120-140
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.70	1.84	281	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.50	-	8.99	3.68	281	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.10	109.65	8.13	2.51	211	190	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.00	104.45	8.15	3.03	205	190	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.20-103.55	7.62	1.74	176	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связынвеста должна составлять 40-60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	103.05-103.35	7.60	1.41	183	210-230	↑ 25-45

ТГК-8: комментарий к размещению

Ориентир по доходности облигаций ТГК-8: 8.10-8.25% УТР

Завтра состоится размещение дебютного выпуска облигаций ТГК-8 (объем 3.5 млрд руб., оферта через 2 года) – крупнейшей электрогенерирующей компании Юга России. Как и большинство других ТГК, компания находится на ключевом этапе реструктуризации, и ее производственные и финансовые показатели изменяются по мере формирования организационной структуры. Мы полагаем, что важнейшими факторами кредитного профиля ТГК-8 являются стратегические позиции компании в перспективном регионе, операционный контроль со стороны РАО ЕЭС и наличие сильного стратегического инвестора. Райффайзенбанк как организатор размещения оценивает «справедливую» доходность облигаций ТГК-8 в 8.10-8.25% УТР.

Объем установленной электрической мощностей ТГК-8 составляет 3.6ГВт, или 27% от всей установленной мощности энергосистемы юга России. Контрольный пакет акций ТГК-8 принадлежит РАО ЕЭС. Компания ЗАО «Промрегион Холдинг», стратегический партнер ЛУКОЙла по проектам в области энергетики, владеет 32% пакетом акций. На осень 2007 года намечена допэмиссия акций компании, в результате которой доля РАО опустится ниже контрольной, а ТГК-8 получит значительные средства на финансирование инвестпрограммы.

Подробное описание компании приведено в нашем специальном обзоре «ЮГК ТГК-8: Олимпийская энергетика» от 10 мая, а в сегодняшнем комментарии мы хотим сосредоточиться на важнейших факторах, определяющих нашу оценку «справедливого» уровня доходности выпуска.

Особенность ТГК: низкая рентабельность по сравнению с ОГК

Мы считаем, что прямое сравнение ТГК и ОГК по финансовым показателям не совсем корректно в силу различий, обусловленных общей идеологией реформы электроэнергетики:

- установленные мощности ТГК гораздо меньше, поскольку, в отличие от ОГК, они обслуживают потребности одного региона;
- ТГК уступают ОГК и по рентабельности (2-3% против 15% по EBITDA), что объясняется прежде всего особенностями производственного цикла ТЭЦ;
- тарифы на тепло регулируются на региональном уровне и в меньшей степени зависят от экономически обоснованных затрат.

В то же время, ТГК играют системообразующую роль для социальной инфраструктуры и, как следствие, могут рассчитывать на поддержку региональных властей.

Перспективы ТГК зависят от характеристик «домашнего» региона

При анализе кредитного качества ТГК, на наш взгляд, имеет смысл обращать большее внимание на характеристики региона, в котором работает компания, т.к. именно от них в значительной степени зависят будущие финансовые результаты каждой отдельной ТГК. С этой точки зрения, расположение активов ТГК-8 на Юге России является одним из важных конкурентных преимуществ:

- регион обладает большим потенциалом, связанным с развитием добычи и переработки нефти на Каспийском шельфе;
- реализация масштабной программы развития туристического и курортного комплекса предполагает реконструкцию всей инфраструктуры.

Потенциал Юга России является конкурентным преимуществом ТГК-8

Очевидно, что интенсивное развитие региона будет сопровождаться увеличением потребностей в энергетических мощностях. Уже сейчас Юг России соизмерим по темпам роста потребления электроэнергии с Москвой, Санкт-Петербургом, Екатеринбург, Тюмень (5-7% в год).

Масштабные проекты ЛУКОЙла – стимул к развитию ТГК-8

Мы отдельно выделяем крупный проект ЛУКОЙла по геологоразведке и добыче нефти и газа на шельфе Каспия. В начале мая 2007 года ЛУКОЙл и ТГК-8 пришли к предварительному соглашению об обеспечении газом новых электростанций региона. В настоящее время до 85% поставок газа на станции ТГК-8 обеспечиваются Газпромом. Каспийский проект ЛУКОЙла фактически позволит ТГК-8 диверсифицировать поставки газа – основного топлива тепловых станций. Кроме того, ЛУКОЙл рассматривает проект строительства завода по переработке углеводородов на территории Астраханской области или Ставропольского края.

ТГК-8 вполне может сыграть важную роль в обеспечении этого инвестиционного проекта электроэнергией и теплом.

Инвестиционная программа: 35 млрд руб до 2010г.

В рамках инвестиционной программы объемом 35 млрд руб. ТГК-8 планирует к 2010 г. почти на 20% увеличить свои генерирующие мощности. Мы надеемся, что инвестиционная программа в сочетании с ростом энергетических потребностей региона не только увеличит выручку компании, но и повысит эффективность и позитивно повлияет на финансовые показатели. В соответствии с прогнозами ТГК-8, по итогам 2007г. выручка должна составить порядка 16.8 млрд руб. Средняя рентабельность EBITDA увеличится до 4-5%.

Высокая долговая нагрузка - следствие внепланового роста затрат

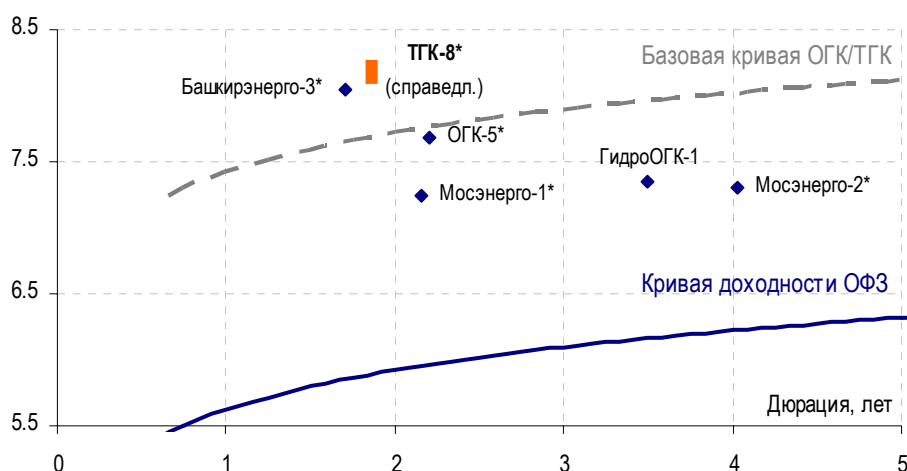
Основным негативным фактором кредитного профиля ТГК-8 является высокая долговая нагрузка (около 10x по результатам 2006 г.). Мы полагаем, что основной причиной столь высокого показателя Долг/EBITDA являлось увеличение затрат, вызванных внеплановым расходом топлива (мазута и сверхлимитного газа). Кроме того, ТГК-8 начала функционировать как единая операционная компания только с июня 2006 г., поэтому финансовая отчетность ТГК-8 за 2006 г. не в полной мере отражает состояние компании.

В 2007 г. Долг/EBITDA должен снизиться до 5-6x

Мы также обращаем внимание на тот факт, что основная часть инвестиционной программы будет профинансирована за счет средств дополнительной эмиссии акций, намеченной на осень 2007 года. На финансирование инвестиционных проектов будет также направлено около 60% размещаемого облигационного займа, оставшаяся часть пойдет на рефинансирование кредитного портфеля. На конец 2007г. долговая нагрузка должна существенно снизиться: долг не должен превысить 4.6 млрд руб., с учетом облигационного займа. Показатель Долг/EBITDA должен снизиться до 5-6x.

Исходя из фундаментальных показателей, мы оцениваем кредитное качество ТГК-8 примерно на одном уровне с большинством региональных ТГК (за исключением ТГК-1 и Мосэнерго) и ниже, чем качество тепловых ОГК. По нашему мнению, спрэд базовой кривой доходностей облигаций генерирующих компаний должен составлять порядка 180 б.п. к кривой доходности ОФЗ. В зависимости от кредитного качества той или иной компании, доходности их облигаций должны лежать в пределах 150 б.п. от базовой кривой ТГК/ОГК. Мы оцениваем спрэд ТГК-8 к базовой кривой ТГК/ОГК в 40-55 б.п. и 220-235 б.п. к ОФЗ, что эквивалентно «справедливой» доходности ТГК-8 в 8.10-8.25%.

Доходность облигаций на 15 мая



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Русфинансбанк-3: комментарий к размещению

**«Справедливый» спред:
170-180 б.п. к ОФЗ**

Сегодня состоится размещение выпуска облигаций Русфинансбанк-3 (4 млрд руб., погашение через 2 года, рейтинг S&P BB-). По нашему мнению, облигации 100%-й «дочки» крупной европейской банковской группы будут привлекательными для консервативных инвесторов. Наша оценка «справедливого» спреда нового выпуска – около 170-180 б.п. к ОФЗ, что эквивалентно ставке купона в 7.60-7.70%.

**Русфинанс банк – часть
розничной сети группы
Societe Generale**

В отличие от других иностранных банковских групп, Societe Generale имеет несколько дочерних компаний в России (Банк Сосьете Женераль Восток, Банк ДельтаКредит, Русфинанс Банк, Банк СКТ, ООО «Русфинанс»), каждая из которых специализируется на отдельном направлении бизнеса. Русфинанс Банк является частью розничного сегмента группы и специализируется в авто- и потребительском кредитовании. Материнская структура финансирует бизнес дочерних компаний как в форме предоставления долгосрочных займов, так и в виде взносов в капитал.

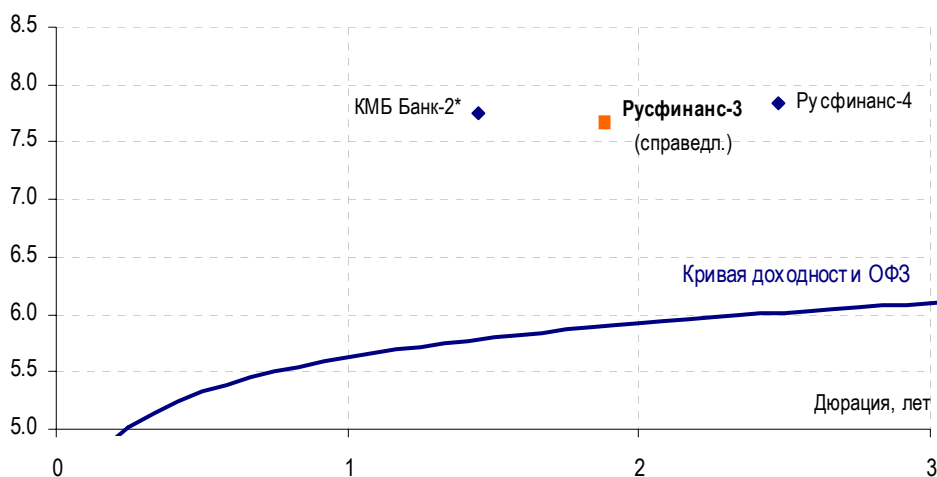
**Оценка кредитного риска
базируется на поддержке
со стороны материнского
банка**

Поддержка со стороны Societe Generale играет главную роль для кредитного качества всех дочерних компаний. Несмотря на отсутствие ковенант по сохранению контрольного пакета группы в Русфинансбанке, мы оцениваем вероятность поддержки со стороны материнского банка как очень высокую, что определяет уровень доходности бумаг.

Доходности первых двух выпусков Русфинанса формируются с учетом поручительства IFC на 40-50% от номинального объема. Эти бумаги не отличаются высокой ликвидностью и, по всей вероятности, «осели» в портфелях консервативных инвесторов. Мы считаем, что новый выпуск имеет смысл позиционировать по отношению к выпуску Русфинансбанк-4, который был размещен в феврале 2007 г. и не имеет кредитной поддержки от IFC.

Исходя из текущего спреда облигаций Русфинансбанк-4, мы оцениваем «справедливый» спред нового выпуска мы оцениваем примерно в 170 б.п. к ОФЗ, что соответствует ставке купона в 7.60-7.70%. Мы не видим существенного спекулятивного потенциала в облигациях банка.

Доходность облигаций на 15 мая



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
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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	npekшева@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

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) 225 9114

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.