

Рублевые корпоративные облигации

19 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- МСФО Интегры: успехи очевидны » *стр. 3*
- Протон-ПМ: космический долг, близкий к государству » *стр. 4*
- Транскредитбанк: производная от риска РЖД » *стр. 6*

Индикаторы

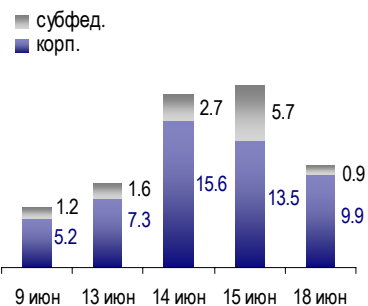
Долларов США за Евро	1.3413	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	25.9586	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.60	+ 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.42%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.12%	- 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	95	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	460.8	+ 1.8
Остатки на д/с, млрд руб.	1198.9	+ 1.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 8.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Размещение ИКС 5 Финанс-1 (9 млрд руб., 7 лет) планируется 10 июля
- 25 июня планируется размещение Сибирский Берег-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

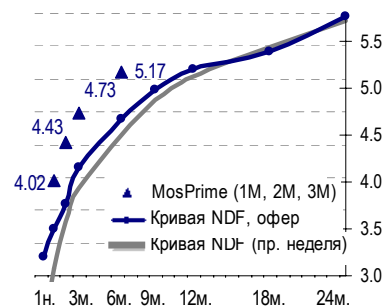


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 19 июн Размещение Транскредитбанк-1 (3 млрд руб., 3 года) и Транскредитбанк-2 (3 млрд руб., 2-летняя оферта)
Размещение Протон-ПМ-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- 20 июн Размещение Москоммерцбанк-3 (5 млрд руб., оферта через 2 года)
Размещение ТехноНИКОЛЬ-2 (3 млрд руб., оферта через 2.5 года)
Размещение Московский Кредитный Банк-3 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Уплата НДС
- 21 июн Размещение Седьмой Континент-2 (7 млрд руб., оферта через 3 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	101.00	+ 20	2.1	*7.17%
ГидроОГК-1	103.17	+ 17	3.4	7.31%
РЖД-7	103.00	+ 15	4.5	6.99%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-5	102.97	+ 32	2.0	*7.44%
Копейка-3	101.55	+ 20	1.1	*7.80%
ЮТК-4	104.30	+ 15	1.6	7.53%

Лидеры падения

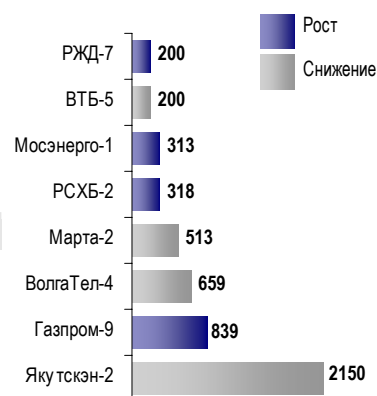
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
--	--------------	-----------------	--------------	-----------

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СЗТел-2	99.95	- 10	0.3	7.89%
МиГ-1	99.70	- 5	1.8	8.18%
ТГК-1	100.15	- 5	2.5	*7.83%

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	100.75	100.25	7.26	1.66	150	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.60	7.12	0.66	180	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.90	7.34	0.96	184	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.15	102.20	7.37	0.94	188	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.00	8.95	1.84	314	350	↑
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.20	101.00	7.86	3.59	174	180	↑
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.70	99.95-100.10	8.85	1.18	325	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.00	101.20	7.17	2.07	130	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.65	7.29	3.95	113	120	↑
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	7.97	1.62	223	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.70	101.15	7.51	2.21	161	140	↓
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.70	99.80	8.75	3.17	269	300	↑
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.75	100.45-100.65	9.71	0.97	420	540-560	↑
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.65	1.83	285	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.82	3.59	271	-	↑
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.10	103.25-103.55	7.62	1.65	186	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.10	103.20-103.50	7.66	1.62	191	230-250	↑
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.60	99.95-100.15	8.15	2.43	222	240-250	↑

МСФО Интегры: успехи очевидны

Главный результат: рост объемов бизнеса и выручки

Вчера Интегра отчиталась по МСФО за 2006 год, также руководители компании в ходе телеконференции дали существенные комментарии относительно будущих планов. Мы очень позитивно оцениваем достигнутые Интегроей результаты, главным из которых является очень динамичный рост объемов бизнеса и выручки. После проведения IPO чистый долг компании на текущий момент минимален, однако активная инвестиционная политика, по нашим ожиданиям, приведет к росту долговой нагрузки до уровня 2-3х.

Успехи Интегры на рынке акций поддерживают облигации компании

Мы считаем, очень сильные результаты Интегры являются достаточным обоснованием для текущих цен облигаций компании. По мере подтверждения позитивной динамики, мы ожидаем продолжения роста котировок этих бумаг. Одним из факторов, которые существенно влияют на цены облигаций Интегры, является динамика котировок акций компании. В связи с публикацией сильных результатов, мы считаем, что риск снижения цен облигаций Интегры в настоящий момент минимален.

Основные финансовые результаты за 2006 год:

- Выручка: \$547 млн (рост к 2005 г. – более, чем в 5 раз);
- EBITDA: \$79 млн, рентабельность по EBITDA: 14.4%;
- Долг на конец года: \$586 млн, Долг/EBITDA: 7.4х.

При этом необходимо учитывать, что аудированная отчетность Интегры не в полной мере включает в себя результаты компаний, консолидированных в течение 2006 года. Оценочная pro-forma выручка группы (если бы все приобретения были консолидированы с начала года) составила бы около \$730 млн.

Долговая нагрузка на конец года – непоказательна, сейчас Интегра – практически бездолговая компания

Высокий уровень долговой нагрузки является вполне естественным результатом и объясняется высокой инвестиционной активностью Интегры в 2006 году: на оборудование было потрачено около \$160 млн, еще \$210 млн было направлено на приобретения. В связи с ростом бизнеса 2006 году выросла и дебиторская задолженность компании, что также привело к увеличению долга. Однако к текущему моменту компания уже решила проблему высокой долговой нагрузки: после проведения IPO чистый долг на начало июня составлял около \$30 млн. Таким образом, в настоящий момент Интегру можно считать «условно бездолговой» компанией.

Высокая инвестиционная активность потребует новых долгов

В ходе вчерашней телеконференции руководители компании сообщили ориентир по капитальным затратам на 2007 г. (\$200 млн) и 2008 г. (\$250-300 млн). Рассказывая о планах по M&A сделках, г-н Любашевский дал понять, что компания, судя по всему, продолжит активную политику приобретений и в 2007-2008 гг. С учетом ожидаемого роста оборотного капитала, мы оцениваем суммарную потребность Интегры в новом долге на 2007 г. в \$300-500 млн. То есть текущая нулевая долговая нагрузка, судя по всему, сохранится недолго.

Главный позитивный факт: высокий объем заказов на 2007 г., бизнес Интегры действительно бурно растет

Однако главным раскрытым вчера результатом стала публикация ожидаемого объема заказов на 2007 год (т.е. объема контрактов, по которым компания уже выиграла тендеры, и выручка должна поступить уже в 2007 году). Эта сумма составляет чуть меньше \$1.2 млрд, и ее с определенной степенью условности можно считать ориентиром по выручке на текущий год. Мы считаем такой результат блестящим: компания на деле демонстрирует способность выигрывать заказы на проведение проектно-изыскательских, бурильных и других работ, а также на поставку техники. Таким образом, одно из наших прежних ключевых опасений относительно низкого спроса на услуги Интегры, оказалось развеянным.

Прогноз долговой нагрузки на конец 2007 г.: 2-3х Долг/EBITDA

С учетом позитивного прогноза по выручке и ориентиров по инвестиционным потребностям, мы оцениваем долговую нагрузку Интегры на конец года в 2-3х Долг/EBITDA, что уже является весьма умеренным показателем. Мы полагаем, что в течение ближайших лет показатели долговой нагрузки компании будут находиться вблизи этих уровней, т.к. инвестиционная и M&A активность Интегры, скорее всего, останется достаточно высокой.

Мы переоцениваем наше отношение к кредитному риску Интегры

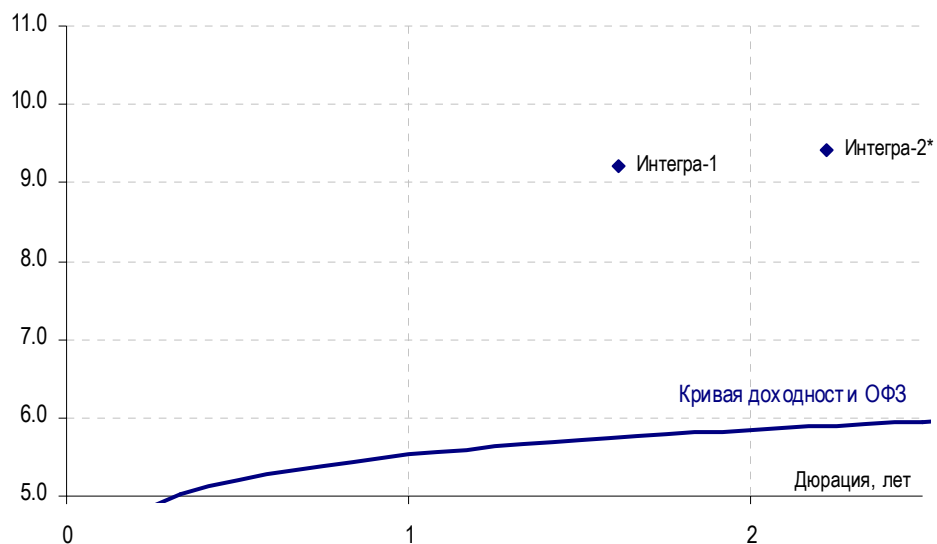
Публикация отчетности за 2006 год позволяет говорить о том, что есть основания для переоценки кредитного риска Интегры: компания перешла из разряда «start-up» проектов в класс эмитентов, которые продемонстрировали существенный рост бизнеса. Проведение IPO также существенно повысило прозрачность компании. Определяющим фактором для кредитного качества Интегры в ближайшие годы, на наш взгляд, будет оставаться достаточно высокая потребность в долге. Однако она уже не является столь критичной, как это было в момент размещения 1го и 2го выпусков облигаций. Получив высокую рыночную оценку в ходе IPO, Интегра имеет возможность занимать на комфортных условиях.

Мы ожидаем дальнейшего сужения спредов облигаций Интегры в течение 2007 г.

Текущие спрэды бумаг Интегры составляют около 350 б.п. к ОФЗ. На наш взгляд, с учетом реального подтверждения сильных результатов компании, это вполне адекватная оценка. По мере того, как прогнозы относительно позитивных финансовых результатов компании будут подтверждаться, мы ожидаем дальнейшего сужения спредов компании. Наш прогноз спредов Интегры на конец 2007 года: 280-300 б.п. к ОФЗ, что соответствует ценам:

- Интегра-1: 103.00-103.30%;
- Интегра-2: 104.40-104.80%.

Доходность облигаций на 18 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Протон-ПМ: космический долг, близкий к государству

Основная проблема кредитного качества Протона – долговая нагрузка

Сегодня состоится размещение первого выпуска Протон - Пермские Моторы (1 млрд руб., оферта через 1.5 года). Кредитный профиль Протон-ПМ наиболее близок к крупным двигателестроителям (НПО Сатурн, ПМЗ) и характеризуется высокой долговой нагрузкой. При этом мы считаем, что в случае Протона фактор стратегической значимости и господдержки действительно имеет приоритетное значение перед финансовыми показателями. Наша оценка «справедливой» доходности Протона: 9.72-10.25% (купон: 9.50-10.00%, спред к ОФЗ: 450-500 б.п.).

Основной продукцией Протон-ПМ являются двигатели для космической ракеты-носителя (РН) «Протон» (73% выручки в 2006 году). Они относятся к классу наиболее мощных РН и позволяют доставлять большие спутники (до 4.5 тонн) на геостационарную орбиту. Спрос на ракеты-носители формируется главным образом за счет компаний телекоммуникационной отрасли, также РН используются в военных целях. В классе тяжелых ракет «Протон» занимает долю 30-40% на мировом рынке, уступая только американским Atlas-5.

Прямая конкуренция двигателям Протона отсутствует, спрос стабилен

Важной особенностью ракетно-космической отрасли является отсутствие конкуренции между производителями внутри страны. Так, класс тяжелых РН в России представлен только «Протоном», при этом Протон-ПМ – единственный поставщик двигателей первой ступени. С учетом узкой специализации компании, результаты ее деятельности в первую очередь определяются спросом на запуски РН «Протон». Спрос на запуски РН относительно стабилен: текущий портфель заказов на 2007-2008 г. составляет 13 запусков, в 2005-2006 гг. было запущено 12 РН.

Протон должен войти в состав ракетостроительного госхолдинга

По данным меморандума, крупнейшим акционером Протон-ПМ является ФГУП ГКНПЦ им. Хруничева, которое консолидировало 87% акций предприятия. Центр им. Хруничева занимается разработкой и производством ракет-носителей, а также контролирует все запуски своих ракет. Предполагается, что на базе Центра в 2007 г. будет создан госхолдинг, специализирующийся на производстве тяжелых ракет-носителей (соответствующий указ уже подписан Президентом РФ). В результате, Протон-ПМ приобретает статус важного звена в производственной цепи крупного стратегически значимого госхолдинга, поэтому, в случае необходимости, он может рассчитывать на финансовую поддержку со стороны государства.

Финансовые результаты Протон-ПМ по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТ	Рентабельность по ЕБИТ	Валовый долг	Долг / ЕБИТ, раз	ЕБИТ / Проценты, раз
2005	1 919	274	14.2%	999	3.6	2.6
2006	2 238	285	12.7%	2 056	7.2	2.0
1 кв. 2007	520	24		2 098	xxx	

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Не ожидаем существенного роста выручки компании

Как мы уже отмечали, объем заказов на запуски РН «Протон», и, соответственно, двигатели производства Протон-ПМ на ближайшие 2 года относительно стабилен. Поэтому не следует ожидать динамичного роста выручки и финансовых результатов компании. Как и для всех двигателестроителей, отчитывающихся только по РСБУ, для Протона характерна проблема неравномерного поступления выручки, которая связана со стандартами российского бухучета. Поэтому снижение рентабельности в 1ом квартале 2007 г. мы склонны связывать с «бухгалтерскими» эффектами.

Долговая нагрузка в 2006 г. выросла до агрессивного уровня 7х Долг/ЕБИТ

В 2006 г. долг Протона вырос более чем в 2 раза (на 1.06 млрд руб.), а долговая нагрузка по итогам 2006 г. находилась на достаточно агрессивном уровне 7.2х Долг/ЕБИТ. Одной из важных причин увеличения долга является необходимость финансировать оборотный капитал, т.е. строительство двигателей, по которым еще не поступила выручка. Прирост по статье «незавершенное производство» составил около 200 млн руб. Мы не считаем такую ситуацию проблематичной, т.к. спрос на продукцию Протона вполне стабилен, и нет оснований полагать, что компания может столкнуться с проблемами сбыта.

Основная причина роста долга – выкуп акций Протона структурами Центра им. Хруничева

Однако главным фактором роста долга в 2006 г. стала финансовая сделка, в результате которой дебиторская задолженность компании выросла на сумму около 0.4 млрд руб. Судя по всему, за счет кредитов, привлеченных Протоном, была профинансирована сделка выкупа акций компании, которые в итоге перешли к Центру им. Хруничева. Влияние этой сделки на финансовые показатели компании носит явно негативный характер, но оно в значительной мере компенсируется «политической» составляющей. В любом случае, мы отмечаем определенный элемент непрозрачности такого рода сделок.

Ожидаем, что в течение 2007 г. долговая нагрузка останется весьма агрессивной

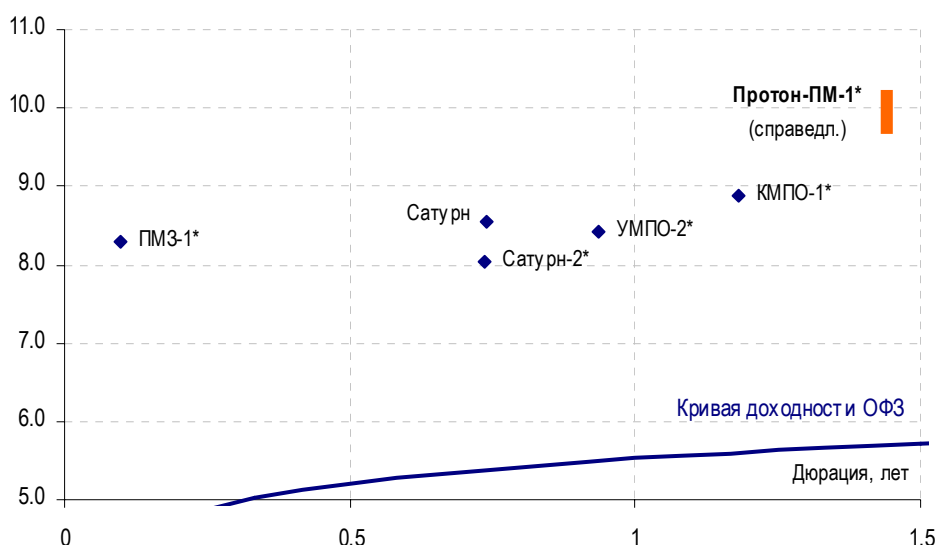
Снижение долговой нагрузки компании может быть связано с завершением расчетов по сделке leveraged buyout, однако подробности о том, когда они должны быть завершены в материалах к размещению облигаций отсутствуют. Около 200 млн руб. из привлекаемых от размещения облигаций средств компания планирует направить на инвестиции, поэтому не исключено, что по итогам 2007 года долговая нагрузка окажется даже выше прошлогоднего уровня. При таких долговых коэффициентах основная часть заработков компании будет расходоваться на уплату процентов, что также является негативным моментом с точки зрения кредитного качества.

Ожидаем, что Протон все же может получить поддержку от государства

При текущих финансовых показателях, единственный фактор, который может позволить Протону занять относительно дешевые необеспеченные деньги на рынке облигаций, является господдержка. Мы полагаем, что высокая политическая значимость космической отрасли, делает эту поддержку весьма вероятной. Она может быть оказана как за счет включения Протона в состав госхолдинга, так и в виде финансирования от госбанков.

Протон-ПМ существенно уступает другим двигателестроителям по размеру бизнеса – его выручка за 2006 г. ниже, чем у НПО Сатурн и ПМЗ более чем в 3 раза. Однако это различие в значительной мере компенсируется монопольным положением компании на российском рынке и отсутствием конкуренции со стороны иностранных концернов. Поскольку перспективы перехода Протона под прямой контроль государственной корпорации пока неочевидны, а долговая нагрузка очень высока, мы считаем, что бумаги Протона должны предлагать премию к облигациям Сатурна и ПМЗ в размере 50-100 б.п. Исходя из этой предпосылки, «справедливый» спрэд Протона к ОФЗ мы оцениваем в 400-450 б.п. (УТР: 9.70-10.20% годовых, купон: 9.50-10.00%).

Доходность облигаций на 18 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Транскредитбанк: производная от риска РЖД

Одновременно размещаются два выпуска – равные по объему, но с разной дюрацией

Сегодня состоится размещение двух облигационных займов Транскредитбанка (ТКБ, Moody's Ba3, S&P BB-, объем каждого выпуска 3 млрд руб., срок – 3 и 2 года соответственно). Ключевым фактором кредитного профиля банка является его принадлежность к группе РЖД, поэтому ориентиры по купонным ставкам (7.10-7.30% по 2-му выпуску; 7.35-7.55% по 1-му), судя по всему, определяются как производная от стоимости риска госмонополии.

Ориентир базируется на доходности бумаг РЖД

Учитывая, что развитие банка по-прежнему в значительной степени зависит от группы РЖД, этот фактор будет определяющим для цен облигаций ТКБ в среднесрочной перспективе. Ориентир в целом соответствует нашей оценке «справедливой» доходности по облигациям банка, хотя мы не видим существенного потенциала роста цены этих бумаг.

75%-ая госдоля в капитале ТКБ будет в ближайшие месяцы передана РЖД

Транскредитбанк с момента основания фактически является дочерним предприятием группы РЖД. Неопределенность относительно статуса банка была устранена в феврале 2007г. после подписания Указа Президента о передаче 75%-й госдоли в капитале банка в уставный капитал ОАО «РЖД». Формальная передача акций будет завершена до конца 2007 г., в результате статус банковского крыла группы будет закреплён за ТКБ юридически.

IPO планируется, но в обозримом будущем маловероятно

Стратегия развития ТКБ предполагает проведение IPO, однако в среднесрочной перспективе мы считаем гораздо более реальной продажу небольшой доли стратегическому инвестору. ТКБ может быть интересен западным банкам в качестве стартовой площадки для развития розничного бизнеса, особенно в регионах России. Вместе с тем, мы полагаем, что для повышения инвестиционной привлекательности ТКБ менеджменту предстоит серьезно изменить бизнес-профиль банка. Эти изменения должны касаться, прежде всего, снижения концентрации активов и обязательств в железнодорожной и транспортной отраслях.

Отчетность по МСФО за 2006 г. выглядит позитивно

Мы отмечаем достаточно хорошие результаты ТКБ за 2006 год. Банку удалось существенно повысить рентабельность при высоких темпах роста кредитного портфеля, особенно в розничном сегменте. Качество активов остается высоким: рассчитанная по МСФО доля просроченных кредитов близка к нулю. Достаточность капитала также выглядит вполне удовлетворительно, хотя и может потребовать дополнительных взносов в капитал в случае продолжения быстрого роста активов.

Основной негативный фактор – высокая концентрация бизнеса на группе РЖД

Основным негативным фактором кредитного профиля банка остается зависимость от РЖД – причем как со стороны фондирования, так и по размещению средств. На наш взгляд, сравнительно высокая степень концентрации бизнеса ТКБ на группе связанных компаний снижает его потенциальную стоимость, а с точки зрения кредитного качества – ограничивает потенциал повышения рейтинговых оценок.

Основные показатели Транскредитбанка по МСФО

Год	Совокупные активы, млрд руб	Кредитный портфель, млрд руб	Капитал, млрд руб	Достаточность капитала (Базель), %	ROAE, %	Чистая процентная маржа, %	Опер.расходы / опер.доходы, %
2004	40.6	22.5	2.7	12.0	11.9	5.6	72.6
2005	55.9	37.4	3.9	11.7	43.4	5.0	67.4
2006	83.7	57.4	6.2	12.7	47.3	6.6	57.8

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Доля связанных сторон в кредитном портфеле снизилась за счет ритэйла...

В соответствии с отчетностью по МСФО за 2006г., доля группы РЖД в корпоративной части кредитного портфеля снизилась с 22% до 8%, а совокупная доля железнодорожной и транспортной отрасли – с 18% до 15%. Формальное снижение концентрации портфеля достигнуто, главным образом, за счет бурного роста розничной составляющей – в 3.6 раза. Однако порядка 75% от совокупного розничного портфеля (20 млрд руб. на конец 2006г.) пришлось, по данным отчетности, на сотрудников группы РЖД.

...однако ¼ розничных кредитов приходится на сотрудников РЖД

Большинство розничных кредитов выдавались в рамках спецпрограммы потребительского и ипотечного кредитования персонала РЖД. В отчетности также говорится, что существенная часть кредитов обеспечена поручительством РЖД, а необеспеченные ссуды в большинстве случаев выдаются против права безакцептного списания по зарплатному счету. Хотя обслуживание зарплатных проектов на предприятиях группы является для ТКБ вполне естественным каналом продаж, мы полагаем, что явное доминирование «внутригрупповых» кредитных продуктов в розничном портфеле косвенно увеличивает концентрацию активов. С учетом потребительского и ипотечного кредитования доля группы РЖД и ее работников в кредитном портфеле банка достигает 30%.

Концентрация остается очень высокой со стороны фондирования

Доля РЖД в обязательствах банка остается стабильно высокой на уровне 40% от клиентских депозитов. Никаких оснований ожидать оттока этих средств в обозримом будущем нет, особенно после завершения процедуры перехода банка под юридический контроль РЖД. Более того, банк может фонтировать кредиты связанным сторонам за счет ресурсов железнодорожного холдинга, выступая в роли корпоративного казначейства.

**«Фактор РЖД»
определяет оценку
кредитного качества
банка...**

Однако такая модель, по нашему мнению, существенно ограничивает привлекательность ТКБ как самостоятельного бизнеса. Кредитное качество банка является в такой ситуации производной от кредитного качества группы. При отсутствии явного негатива, финансовые результаты банка вообще играют второстепенную роль в оценке его кредитного риска. Это подтверждается оценками рейтинговых агентств, чьи решения по ТКБ во многом базируются на вероятности поддержки со стороны РЖД.

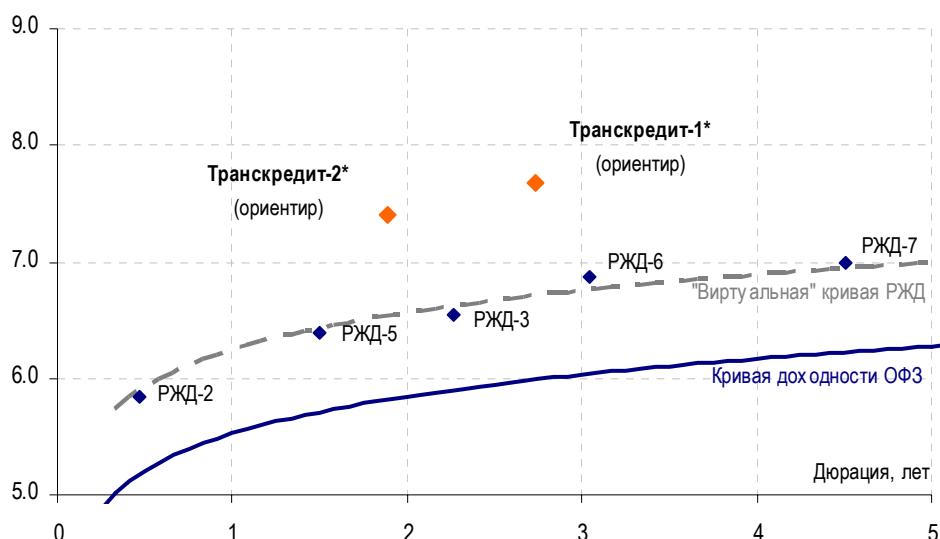
**...поэтому доходность
облигаций ТКБ
определяется по
доходности бумаг РЖД**

Размещаемые сегодня облигационные займы должны улучшить диверсификацию пассивов банка. Выпуски рублевых облигаций являются для ТКБ дебютными на внутреннем рынке, а одновременное размещение двух выпусков разной дюрации позволит получить сразу две точки на кривой доходности. Доходность облигаций ТКБ, очевидно, будет определяться исходя из доходности рублевого долга РЖД.

**Спрэд к РЖД –
около 90 б.п.**

Ориентиры по доходности (7.49-7.69% к погашению через 3 года по 1-му выпуску и 7.23-7.43% к двухлетней оферте по 2-му) соответствуют спреду к кривой РЖД около 70-90 б.п. На наш взгляд, данный спред отражает специфические риски ТКБ и соответствует нашей оценке «справедливого» уровня. Мы также ожидаем значительный спрос на бумаги со стороны иностранных инвесторов, которым ТКБ достаточно хорошо известен по рынку еврооблигаций и синдицированным займам. В то же время, в случае размещения по нижней границе мы не видим потенциала роста в бумагах ТКБ.

Доходность облигаций на 18 июня



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.