

Рублевые корпоративные облигации

20 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- МОЭСК предлагает новые долги, ждите еще » *стр. 3*
- МКБ: скромные успехи в ритейле » *стр. 4*
- Москоммерцбанк: комментарий к размещению » *стр. 6*
- ТехноНИКОЛЬ: низкая прозрачность хорошего бизнеса » *стр. 7*

Индикаторы

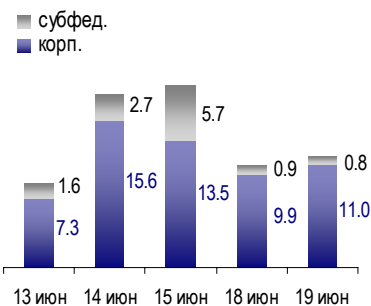
| | | |
|---------------------------|----------|----------|
| Долларов США за Евро | 1.3426 | + 0.1 % |
| Рублей за доллар США | 25.9367 | - 0.1 % |
| Нефть Brent, USD/барр. | \$ 72.31 | - 0.3 % |
| Москва-39, дох. % год. | 6.40% | - 2 б.п. |
| Россия-30, дох. % год. | 6.07% | - 4 б.п. |
| EMBI+ Russia спрэд, б.п. | 97 | + 2 б.п. |
| Остатки на к/с, млрд руб. | 476.2 | + 15.4 |
| Остатки на д/с, млрд руб. | 1195.0 | - 3.9 |
| Сальдо операций с ЦБ | + 477.5 | |

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Размещены следующие выпуски облигаций:
 - Транскредитбанк-1 (3 млрд руб.) под 7.42% годовых к погашению через 3 года
 - Транскредитбанк-2 (3 млрд руб.) под 7.41% годовых к 2-летней оферте
 - Протон-ПМ-1 (1 млрд руб.) под 8.68% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

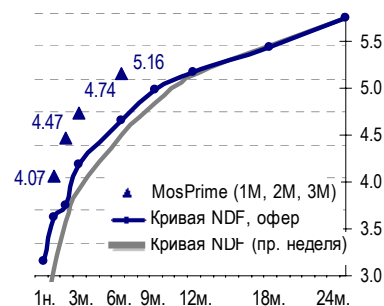


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 20 июня
- 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)
 - Аукцион по доразмещению выпуска ОФЗ-АД 46018 (12.3 млрд руб., дюрация 8.6 лет)
 - Уплата НДС
- 21 июня
- Размещение Седьмой Континент-2 (7 млрд руб., оферта через 3 года)
 - Размещение дебютного выпуска ТГК-10 (3 млрд руб., 2-летняя оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|--------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| РЖД-6 | 102.00 | + 25 | 3.0 | 6.79% |
| АИЖК-9 | 102.00 | + 20 | 5.7 | 7.33% |
| АИЖК-7 | 103.10 | + 15 | 5.7 | 7.33% |

2 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| ВолгаТел-2 | 101.50 | + 30 | 1.4 | *7.22% |
| Петроком-2 | 101.05 | + 25 | 2.0 | 8.12% |
| ТГК-1 | 100.34 | + 14 | 2.5 | *7.75% |

Лидеры падения

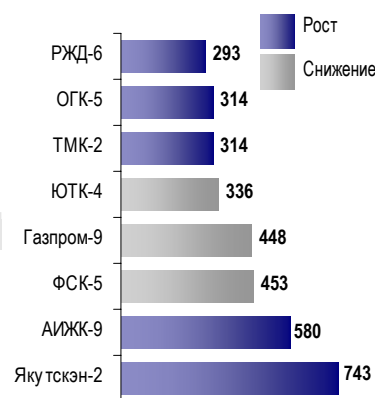
1 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-----------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| Газпром-4 | 104.80 | - 10 | 2.4 | 6.32% |
| ЛУКОЙЛ-4 | 101.60 | - 5 | 5.2 | 7.21% |
| Газпром-9 | 101.32 | - 5 | 5.3 | 7.10% |

2 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| ВолгаТел-3 | 102.70 | - 40 | 2.2 | 7.40% |
| Кокс-2 | 101.20 | - 15 | 2.4 | *8.36% |
| Копейка-3 | 101.40 | - 15 | 1.1 | *7.94% |

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 | 100.30 | 7.26 | 1.66 | 152 | 180 | ↔ |
| ТМК-3 | 05/09 | Держать | 100.60 | 100.60 | 7.12 | 0.65 | 182 | 180 | ↔ |
| ОМК | 10/04 | Держать | 101.85 | 101.90 | 7.34 | 0.96 | 186 | 180 | ↔ |
| ЧТПЗ | 17/04 | Держать | 102.15 | 102.25 | 7.36 | 0.93 | 190 | 180 | ↔ |
| Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х | | | | | | | | | |
| Белон-1 | 20/09 | Фиксировать прибыль | 100.60 | 100.05 | 8.95 | 1.83 | 316 | 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 | 175 | 180 | ↑ |
| ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга | | | | | | | | | |
| ТАИФ-1 | 09/01 | Фиксировать прибыль | 99.70 | 100.00-100.10 | 8.85 | 1.17 | 328 | 290-300 | ↔ |
| Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома | | | | | | | | | |
| Мосэнерго-1 | 19/04 | Держать | 101.00 | 101.25 | 7.17 | 2.07 | 132 | 120 | ↔ |
| Мосэнерго-2 | 19/04 | Фиксировать прибыль | 101.90 | 101.65 | 7.29 | 3.95 | 114 | 120 | ↑ |
| Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям | | | | | | | | | |
| Башкирэнерго-3 | 18/01 | Купить и держать | 100.90 | - | 7.97 | 1.62 | 224 | 210-230 | ↔ |
| Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п. | | | | | | | | | |
| Сибур-1 | 15/02 | Покупать | 100.70 | 101.20 | 7.51 | 2.21 | 163 | 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 | 271 | 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 | 422 | 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 | 286 | - | ↑ |
| Собакадем-5 | 07/03 | Фиксировать прибыль | 105.00 | - | 8.82 | 3.59 | 272 | - | ↑ |
| НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга | | | | | | | | | |
| НКНХ-4 | 02/04 | Фиксировать прибыль | 104.10 | 103.25-103.60 | 7.62 | 1.65 | 188 | 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 | 1.61 | 193 | 230-250 | ↑ |
| Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности | | | | | | | | | |
| УЭМ-1 | 04/06 | Фиксировать прибыль | 100.70 | 100.00-100.20 | 8.11 | 2.42 | 219 | 240-250 | ↑ |
| Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г. | | | | | | | | | |
| Интегра-1 | 19/06 | Покупать | 102.50 | 103.10-103.40 | 9.11 | 1.61 | 338 | 280-300 | ↓ |
| Интегра-2 | 19/06 | Покупать | 103.15 | 104.35-104.80 | 9.45 | 2.22 | 357 | 280-300 | ↓ |

МОЭСК предлагает новые долги, ждите еще

МОЭСК секьюритизирует лизинговые обязательства, ждем дальнейшего роста долга

Вчера предположение о том, что МОЭСК в течение 2007-2008 г. будет активно наращивать предложение долга, которое мы неоднократно высказывали, получило подтверждение: компания секьюритизирует портфель своих лизинговых обязательств на сумму 8.8 млрд руб. И хотя предлагаемый рынку инструмент не является прямым аналогом рублевых облигаций, мы все же полагаем, что новые долги компании «оттянут» часть спроса на себя. В любом случае, момент можно говорить о существенном росте долговой нагрузки компании.

Мы не считаем, что такая ситуация наносит существенный ущерб кредитному качеству МОЭСК, которое остается фундаментально очень сильным, но полагаем, что рост долга все же должен привести к расширению спредов облигаций компании.

Главная причина активных заимствований – недобор платы за подключение

Основной причиной, которая подталкивает МОЭСК к новым заимствованиям, является существенный недобор платы за подключение (подробнее см. наш обзор от 4 июня). Предварительные финансовые планы МОЭСК на 2007 г. (по данным меморандума к выпуску рублевых облигаций, июль 2006 г.) выглядели следующим образом:

- сбор платы за подключение: 26.5 млрд руб.;
- инвестпрограмма: 36.7 млрд руб.;
- долговое финансирование инвестиций: 10.6 млрд руб. (за счет выпуска облигаций).

Потребность в долге на 2007 г.: 16-18 млрд руб., ждем дальнейшего роста предложения

Мы полагаем, что использование лизингового механизма финансирования связано именно с «недобором» платы за подключение. С учетом долга по лизингу, мы оцениваем потребность МОЭСК в новом долге в 16-18 млрд руб. Соответственно, помимо предлагаемого в настоящий момент инструмента, следует ожидать дополнительного предложения долга.

Рост долга не критичен для кредитного качества...

Мы не склонны считать рост предложения долга существенной проблемой для кредитного качества компании, т.к. увеличении долговой нагрузки пока носит не критичный характер (наш прогноз консолидированного Долг/ЕБИТДА на конец года: 2.5-3.0х, с учетом лизинга). Однако мы полагаем, что высокая потребность в долге сохранится в течение ближайших лет. Поэтому мы считаем, что рынок будет постепенно пересматривать отношение к финансовому профилю компании.

Фундаментально кредитное качество МОЭСК остается очень сильным: компания является операционно эффективной (низкий уровень потерь в сетях) и может рассчитывать на поддержку со стороны московских властей. Однако именно высокая зависимость от властей региона подталкивает компанию к активным инвестициям даже в ситуации низкой собираемости платы за технологическое присоединение.

... но текущий спред МОЭСК представляется нам слишком узким

По нашему мнению, «справедливый» спред бумаг МОЭСК составляет около 180 б.п. к кривой ОФЗ (текущий спред: 172 б.п., YTM: 7.84%). Мы ожидаем, что по мере роста предложения долга, спреды МОЭСК будут постепенно расширяться, однако в силу высокого кредитного качества компании, потенциал падения цен облигаций относительно невысок. В настоящий момент «справедливая» цена МОЭСК, по нашим оценкам, составляет 101.00% (текущая цена: 101.20-101.30%).

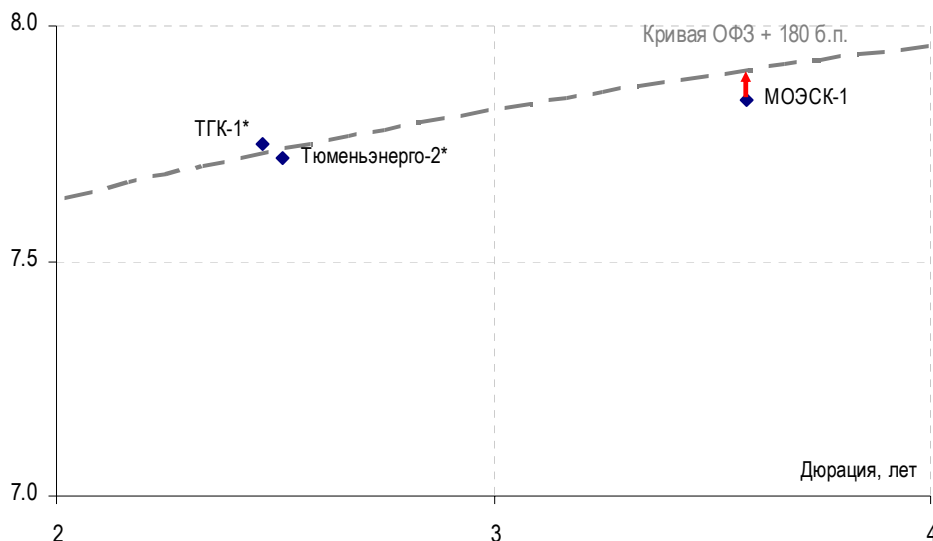
Среди распределительных сетей мы предпочитаем Тюменьэнерго

Среди сетевых компаний мы предпочитаем кредитный риск Тюменьэнерго, для которой проблема сбора платы за подключение менее актуальна. Текущая премия облигаций Тюменьэнерго чуть выше, чем у МОЭСК (178 б.п. к ОФЗ), что делает их более привлекательными.

Еще один недооцененный эмитент отрасли – ТГК-1

В целом среди компаний электроэнергетики нашим фаворитом остается ТГК-1: потенциально самая рентабельная среди ТГК, с высокой степенью государственной поддержки. Мы ожидаем, что рынок радикально пересмотрит свое отношение к кредитному риску ТГК-1 после допэмиссии акций компании, намеченной на июль.

Доходность облигаций на 19 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

МКБ: скромные успехи в ритейле

**«Справедливая»
доходность –
не ниже 10.25%.**

Сегодня состоится размещение третьего выпуска облигаций Московского кредитного банка (МКБ, Moody's B1, Fitch B-, объем 2 млрд руб., оферта через 1.5 года). Мы полагаем, что выпуск может быть интересен со ставкой купона от 10%, что соответствует доходности к оферте на уровне 10.25% и спреда к ОФЗ не менее 450-460 б.п.

Более низкий уровень доходности будет, по нашему мнению, недооценивать бизнес-риски МКБ как типичного среднего банка, отличающегося относительно невысокой рентабельностью. На наш взгляд, потенциал сужения спредов по бумагам МКБ определяется в основном перспективами частичной или полной продажи банка стратегическому инвестору.

**Динамика розничного
бизнеса МКБ выглядит не
блестяще**

МКБ входит в Топ-60 российских банков по размеру активов. После спада, вызванного банковским кризисом 2004 года, МКБ удалось восстановить темпы роста активов. Однако банк выбыл из двадцатки лидеров по размеру портфеля автокредитования и пока не смог завоевать сильные позиции в других сегментах рынка розничных банковских услуг. Отчетность банка по US GAAP показывает, что основным фактором роста в 2005-2006гг. являлся вовсе не ритейл, а кредитование корпоративного бизнеса.

**Финансовая поддержка
банка со стороны других
компаний группы Россиум
вряд ли возможна**

В настоящее время единственным бенефициаром банка является председатель его Наблюдательного совета Роман Авдеев, которому также принадлежит многопрофильный Концерн Россиум. Структура нового облигационного займа банка включает поручительство ОАО «Концерн «Россиум». Однако мы считаем, что МКБ значительно превосходит по стоимости бизнеса все остальные компании холдинга и является ключевым активом г-на Авдеева. Поэтому поручительство холдинговой компании, с нашей точки зрения, не может считаться дополнительным комфортом для держателей облигаций.

Основные показатели МКБ по US GAAP

| Год | Совокупные активы, \$ млн | Кредитный портфель, \$ млн | Капитал, \$ млн | Достаточность капитала (Базель), % | ROAE, % | Чистая процентная маржа, % | Опер.расходы / опер.доходы, % |
|------|---------------------------|----------------------------|-----------------|------------------------------------|---------|----------------------------|-------------------------------|
| 2004 | 399 | 275 | 95 | 28.0 | 6.7 | 6.2 | 69.4 |
| 2005 | 654 | 426 | 103 | 19.0 | 10.1 | 4.4 | 76.9 |
| 2006 | 1 095 | 741 | 154 | 17.7 | 8.6 | 3.9 | 71.2 |

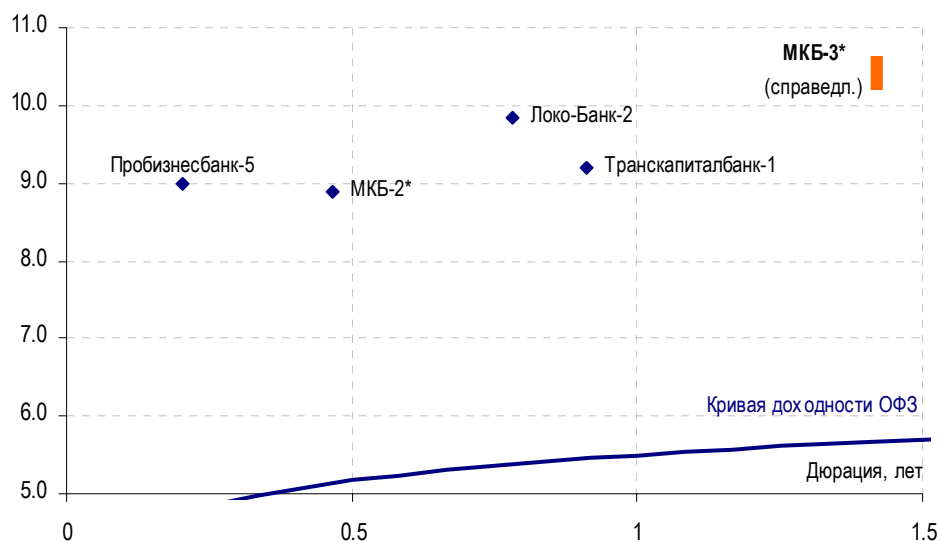
Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Показатели рентабельности рассчитаны без учета результатов валютной переоценки

| | |
|---|---|
| <i>Розничный портфель на конец 2006г. - \$170 млн; прирост за 5мес2007 – всего 5%</i> | Несмотря на запуск ипотечной программы и значительные инвестиции в открытие новых отделений, объем розничных кредитов не превысил на конец 2006г. \$170 млн. Согласно отчетности по РСБУ, за январь-май 2007г. розничный портфель увеличился лишь на 5%. Доля ритейла в совокупном кредитном портфеле банка остается на уровне чуть выше 20%. |
| <i>Просрочка по «экспресс-автокредитам» невысока...</i> | Портфель автокредитов (\$125 млн) делится приблизительно в пропорции 60/40 на т.н. «экспресс-кредиты» и менее рискованные «классические». Уровень просроченной задолженности по розничному портфелю находится на приемлемом уровне 3-4%. Поскольку автокредитование по упрощенной схеме в любом случае подразумевает залог автомобиля, а доля необеспеченных потребительских кредитов пока очень мала, мы не ожидаем быстрого роста просрочки по розничной части портфеля. |
| <i>... однако существенная доля экспресс-кредитов и ссуд на подержанные авто увеличивает риски и сужает возможности по рефинансированию</i> | В то же время, значительная доля экспресс-автокредитов сужает возможности банка по привлечению финансирования под этот портфель. Мы полагаем, что ликвидность автокредитов, выданных без подтверждения доходов заемщика, ограничена по сравнению с «классическими» кредитами, хотя они и могут приносить более высокий доход. Кроме того, активная работа МКБ в сегменте подержанных машин приближает его по уровню риска к обычному беззалоговому потребительскому кредитованию. |
| <i>Рост корпоративного портфеля во многом обеспечивается за счет сотовых ритейлеров</i> | В корпоративном сегменте МКБ также сфокусирован на собственной «нише» - комплексном обслуживании торговых компаний, среди которых выделяются сети бытовой электроники. На конец 2006 г. доля этого сегмента в корпоративном кредитном портфеле банка составляла порядка 25%. По данным меморандума к дебютному выпуску LPN, среди крупнейших заемщиков МКБ были Евросеть, Максус, ИОН и Альт-Телеком. |
| <i>Доля просрочки в корп. сегменте близка к нулю</i> | Качество кредитного портфеля сравнительно высокое: после списания в 2006г. просроченного кредита АПК «Великий Новгород» на \$6 млн, совокупная доля просрочки уменьшилась в корпоративном сегменте почти до нуля. |
| <i>Рентабельность – низкая из-за опережающего роста расходов</i> | Несмотря на устойчивый рост кредитного портфеля, финансовые результаты МКБ выглядят довольно слабо. Отношение операционных расходов к доходам превышает 70%, а рентабельность капитала находится на уровне ниже 10%. По нашему мнению, основной причиной низкой рентабельности являлся опережающий рост операционных затрат, в т.ч. связанных с расширением сети и запуском новых продуктов. Кроме того, существенную роль сыграл рост стоимости пассивов. |
| <i>Затраты на развитие сети могут повысить привлекательность банка для потенциального стратега</i> | Активизация банка на новых для него направлениях (прежде всего, в ипотечном кредитовании, кредитовании малого бизнеса и факторинге), на наш взгляд, может отражать усилия менеджмента по повышению стоимости МКБ. Мы полагаем, что примеры Абсолют Банка и Оргрэсбанка задали определенную модель предпродажной подготовки для средних банков, которой может последовать и МКБ. По нашему мнению, открытие в 2006 г. сразу 23 отделений в Москве и области (всего у банка сейчас 36 отделений) также вполне соответствует стратегии создания привлекательной для потенциальных инвесторов сети продаж. Затраты на развитие способствуют поддержанию высоких темпов роста бизнеса, однако их влияние на рентабельность бизнеса МКБ пока негативно. |
| <i>Включение в список А1 не изменит реального кредитного качества, но вызовет спрос на бумаги</i> | Фактором, который безусловно привлечет инвесторов к бумагам МКБ является их ожидаемое включение в список А1, после чего они будут пользоваться повышенным спросом среди управляющих компаний. Однако, по сути это не меняет нашего сдержанного отношения к кредитному качеству банка и стоимости его риска. |

Наша оценка «справедливого» уровня доходности к 1.5-годовой оферте 3-го выпуска облигаций МКБ – 10.20-10.60%, что соответствует ставке купона в диапазоне 9.95-10.35%.

Доходность облигаций на 19 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Москоммерцбанк: комментарий к размещению

Основной фактор кредитного качества – принадлежность к группе Казкоммерцбанка

Сегодня состоится размещение третьего выпуска облигаций Москоммерцбанка (5 млрд руб., оферта на 2 года). Для оценки «справедливой» доходности облигаций банка, основным фактором является поддержка со стороны казахского Казкоммерцбанка (BB+/Ba1/BB+). Ориентир организаторов по Москоммерц-3 составляет 8.6-8.8% УТР, что соответствует ставке купона 8.4-8.6%. По нашему мнению, такой уровень доходности является адекватной оценкой кредитного качества банка, однако мы не видим существенного потенциала роста в этой бумаге.

Основная часть активов – ипотечные кредиты

Основным продуктом банка являются ипотечные кредиты (около 90% от общего объема кредитов физ.лицам на конец 2006 г. или почти половина активов), причем ипотечный портфель был почти полностью сформирован за один год. Стратегия развития Москоммерца предусматривает быстрый рост и в других розничных сегментах – прежде всего, в автокредитовании. По мере развития более рискованных направлений (например, кредитных карт) доля проблемных кредитов может увеличиваться, однако на сегодняшний день качество активов Москоммерца достаточно высокое.

До конца 2007 г. розничный кредитный портфель банка может достичь \$1.5 млрд. Мы полагаем, что финансирование со стороны материнской структуры вполне позволяет Москоммерцу поддерживать высокие темпы роста активов. Кроме того, качественный портфель сам по себе может являться средством рефинансирования: на 2007 г. запланирована первая сделка по секьюритизации ипотечных кредитов Москоммерца ориентировочным объемом до \$200 млн. В дальнейшем секьюритизация должна стать основным источником финансирования кредитного портфеля.

Основные показатели Москоммерцбанка по МСФО

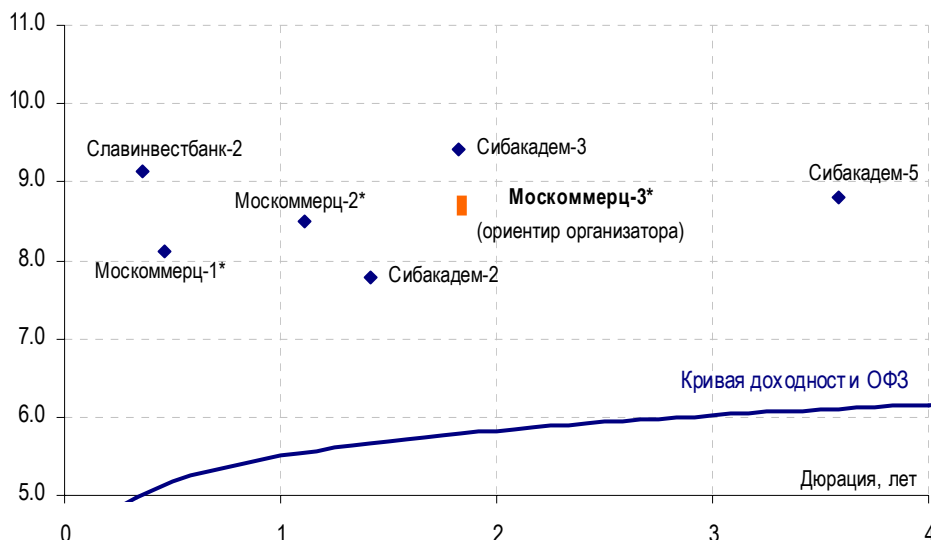
| Год | Совокупные активы, млрд руб | Кредитный портфель, млрд руб | Капитал, млрд руб | Ипотечные кредиты, млрд руб | ROAE, % | Достаточность капитала (ЦБ), % |
|------|-----------------------------|------------------------------|-------------------|-----------------------------|---------|--------------------------------|
| 2004 | 8 408 | 4 485 | 1 068 | - | 23.4 | 13.1 |
| 2005 | 10 780 | 6 453 | 1 308 | 14 | 20.3 | 10.6 |
| 2006 | 31 739 | 24 548 | 2 923 | 15 845 | 14.3 | 12.5 |

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

В настоящий момент идет процесс оформления прямого владения Казкоммерцбанком 57% в капитале Москоммерца, остальные доли останутся в доверительном управлении. Средства материнской группы являются основным источником финансирования для Москоммерцбанка, хотя размещение крупных облигационных займов без гарантий от Казкоммерца позволяет постепенно диверсифицировать фондирование.

Мы полагаем, что ориентир организаторов по доходности выпуска Москоммерц-3 (8.6-8.8% УТР) уже учитывает переход контрольного пакета под прямой юридический контроль Казкоммерцбанка, поэтому мы не видим существенного потенциала роста цены данного выпуска.

Доходность облигаций на 19 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ТехноНИКОЛЬ: низкая прозрачность хорошего бизнеса

Ориентир доходности ТН представляется нам заниженным

Сегодня состоится размещение 2го выпуска облигаций ТехноНИКОЛЬ (ТН, 3 млрд руб., оферта – через 2.5 года). Бизнес-профиль, стратегия и перспективы компании выглядят весьма позитивно, однако кредитное качество бумаг, на наш взгляд, очень сильно страдает из-за низкой финансовой прозрачности и слабой структуры облигационного займа. Мы не считаем предлагаемый организаторами ориентир (УТР: 9.83-9.99%, спред к ОФЗ: 390-405 б.п.) привлекательным и не рекомендуем участвовать в размещении.

Группа ТН специализируется на производстве и торговле кровельными и теплоизоляционными материалами. ТН является одним из лидеров российского рынка, по основным направлениям бизнеса ее позиции очень сильны, компания активно развивается и инвестирует в развитие производства.

Главные «плюсы»: динамичный рост бизнеса, высокий спрос, сильные позиции на рынке...

Главным позитивным фактором для ТН является динамичный рост строительства в России, который обеспечивает компанию высоким спросом на ее продукцию. Благодаря такой ситуации выручка ТН выросла более чем в 3 раза за последние 3 года и достигла 22 млрд руб в 2006 году. Компания рассчитывает, что в 2007 г. рост выручки несколько замедлится, однако в целом есть все основания ожидать, что в ближайшие годы ТН будет развиваться весьма динамично.

... но есть существенные проблемы «кредитного» характера

Все эти позитивные моменты, на наш взгляд, вполне могли бы стать определяющими для акций компании. Однако мы акцентируем внимание на ряд негативных аспектов кредитного профиля, которые, на наш взгляд, перевешивают благоприятные перспективы развития ТН.

1. Низкая финансовая прозрачность, слабая структура займа:

- компании-поручители практически не генерируют операционных потоков, их рентабельность несопоставима с «управленческими» показателями;
- орг.структура группы не раскрывается, центры консолидации прибыли и активов не являются поручителями и не публикуют отчетность;
- консолидированная отчетность не является аудированной, по сути инвесторам предлагается «поверить» в управленческие результаты.

2. Изменчивость финансовой политики:

При размещении первого займа компания планировала, что ее долг к концу 2007 г. составит 5.8 млрд руб., текущий ориентир по долгу увеличен более чем на 45%. Компания ожидает, что по итогам 2007 г. ее долговая нагрузка составит около 2.1x Долг/EBITDA и не будет увеличиваться в будущем. Однако, компания вполне может изменить этот прогноз.

Судя по данным «управленческой» отчетности, финансовые показатели выглядят вполне достойно: высокая рентабельность (EBITDA Margin 15.5%), низкая долговая нагрузка (менее 1x Долг/EBITDA на конец 2006 г.). Подтвердить эти результаты официальной отчетностью в настоящий момент невозможно.

Покупка облигаций ТН по сути является выдачей кредита «под имя» (name lending). Нам представляется, что такие инструменты сопряжены с достаточно высокими рисками и, поэтому, они должны предлагать более существенную премию, особенно – с учетом довольно длинной дюрации инструмента. Ориентир организатора по доходности ТН на уровне ниже 10.00% , на наш взгляд, является непривлекательным.

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.