

Рублевые корпоративные облигации

20 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Стройтрансгаз: комментарий к размещению » стр. 3

Индикаторы

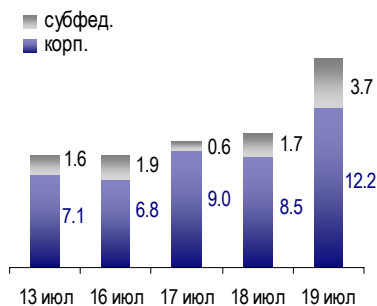
| | | |
|---------------------------|----------|----------|
| Долларов США за Евро | 1.3796 | - 0.1 % |
| Рублей за доллар США | 25.4188 | - 0.1 % |
| Нефть Brent, USD/барр. | \$ 79.08 | + 0.8 % |
| Москва-39, дох. % год. | 6.30% | + 0 б.п. |
| Россия-30, дох. % год. | 6.05% | + 2 б.п. |
| EMBI+ Russia спрэд, б.п. | 101 | - 2 б.п. |
| Остатки на к/с, млрд руб. | 452.5 | - 11.4 |
| Остатки на д/с, млрд руб. | 656.7 | - 21.3 |
| Сальдо операций с ЦБ | + 89.6 | |

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск Моторостроитель-2 (1 млрд руб.) размещен под 10.25% годовых к оферте через 1.5 года
- ЛСР-Инвест-2 (3 млрд руб.) размещен под 8.52% годовых к 2-летней оферте
- ЦБ разместил ОБР-2 на 5.50 млрд руб. из 20 млрд руб. под 4.21% годовых к обратному выкупу 13 декабря 2007 года

Объем торгов на ММВБ

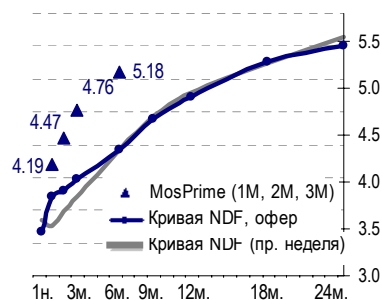


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

| | |
|--------|---|
| 20 июл | Размещение Стройтрансгаз-2 (5 млрд руб., 5 лет) Уплата НДС |
| 24 июл | Размещение Авиакомпания Сибирь-1 (2.3 млрд руб., 1.5-годовая оферта) |
| 25 июл | Размещение Северсталь-Авто-2 (3 млрд руб., 3-летняя оферта) Размещение Кубаньэнерго-1 (3 млрд руб., 3 года, с амортизацией) Размещение Роскат-1 (1.2 млрд руб., оферта через 1.5 года) Уплата акцизов, НДС |

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-----------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| Газпром-7 | 101.30 | + 30 | 2.1 | 6.26% |
| Газпром-9 | 103.31 | + 21 | 5.2 | 6.71% |
| Газпром-6 | 101.00 | + 20 | 1.9 | 6.52% |

2 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| ТГК-1 | 101.11 | + 26 | 2.4 | *7.41% |
| ТГК-4 | 100.50 | + 20 | 1.8 | *7.44% |
| ВолгаТел-2 | 101.95 | + 15 | 1.3 | *6.80% |

Лидеры падения

1 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|--------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| РСХБ-2 | 103.05 | - 25 | 3.1 | 7.06% |

2 эшелон

| | Цена, % ном. | Изм. цены, б.п. | Дюрация, лет | Доходн. % |
|-------------|--------------|-----------------|--------------|-----------|
| ХКФБ-3 | 100.75 | - 25 | 1.1 | *9.06% |
| ЮТК-4 | 104.32 | - 18 | 1.5 | 7.38% |
| Промсвязь-5 | 100.00 | - 8 | 1.7 | *8.14% |

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 | 101.10 | 100.55 | 7.01 | 1.58 | 143 | 180 | ↔ |
| ТМК-3 | 05/09 | Держать | 100.80 | 100.70 | 6.63 | 0.57 | 160 | 180 | ↔ |
| ОМК | 10/04 | Держать | 101.65 | 101.90 | 7.39 | 0.88 | 212 | 180 | ↔ |
| ЧТПЗ | 17/04 | Держать | 102.10 | 102.20 | 7.21 | 0.90 | 194 | 180 | ↔ |
| Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х | | | | | | | | | |
| Белон-1 | 20/09 | Фиксировать прибыль | 100.70 | 100.25 | 8.87 | 1.75 | 324 | 350 | ↑ |
| МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ | | | | | | | | | |
| МОЭСК-1 | 04/06 | Фиксировать прибыль | 101.80 | 101.40 | 7.67 | 3.51 | 167 | 180 | ↑ |
| Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям | | | | | | | | | |
| Башкирэнерго-3 | 18/01 | Купить и держать | 101.00 | - | 7.88 | 1.57 | 231 | 210-230 | ↔ |
| Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п. | | | | | | | | | |
| Сибур-1 | 15/02 | Покупать | 100.90 | 101.45 | 7.39 | 2.12 | 166 | 140 | ↓ |
| УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента | | | | | | | | | |
| Сивакадем-3 | 07/03 | Фиксировать прибыль | 102.00 | - | 8.59 | 1.75 | 297 | - | ↑ |
| Сивакадем-5 | 07/03 | Фиксировать прибыль | 105.25 | - | 8.73 | 3.51 | 273 | - | ↑ |
| ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Свяэинвеста должна составлять около 60 б.п. | | | | | | | | | |
| ЮТК-4 | 06/04 | Фиксировать прибыль | 104.45 | 103.30-103.60 | 7.30 | 1.53 | 174 | 230-250 | ↑ |
| Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности | | | | | | | | | |
| УЭМ-1 | 04/06 | Фиксировать прибыль | 100.70 | 100.30-100.50 | 8.10 | 2.34 | 232 | 240-250 | ↑ |
| Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г. | | | | | | | | | |
| Интегра-1 | 19/06 | Покупать | 102.70 | 103.20-103.50 | 8.90 | 1.53 | 334 | 280-300 | ↓ |
| Интегра-2 | 19/06 | Покупать | 103.65 | 104.50-104.90 | 9.15 | 2.14 | 341 | 280-300 | ↓ |
| ОГК-5: «фиксировать прибыль», бумага сильно переоценена относительно других ОГК | | | | | | | | | |
| ОГК-5 | 06/07 | Фиксировать прибыль | 100.75 | 100.45 | 7.24 | 2.03 | 154 | 170 | ↑ |
| ОГК-6: бумага оценена адекватно, но премия остается привлекательной | | | | | | | | | |
| ОГК-6 | 06/07 | Купить и держать | 100.25 | - | 7.58 | 2.50 | 176 | 170 | ↓ |
| ТГК-1: «покупать» на ожиданиях о результатах допэмиссии | | | | | | | | | |
| ТГК-1 | 06/07 | Покупать | 101.10 | - | 7.41 | 2.40 | 162 | 180 | ↔ |
| ТГК-10: недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК | | | | | | | | | |
| ТГК-10 | 06/07 | Покупать | 100.30 | 100.50 | 7.56 | 1.81 | 191 | 180 | ↓ |
| ТГК-4: недооценена относительно «базовой кривой» ОГК-ТГК | | | | | | | | | |
| ТГК-4 | 06/07 | Покупать | 100.50 | 100.40 | 7.44 | 1.77 | 180 | 185 | ↔ |

Стройтрансгаз: комментарий к размещению

Ориентир организаторов по ставке купона: 8.52-8.61%

Сегодня состоится размещение 2-го выпуска облигаций Стройтрансгаза (СТГ, объем 5 млрд руб, погашение через 5 лет). СТГ специализируется на предоставлении услуг генерального подряда, главным образом, в нефтегазовом секторе. По нашему мнению, кредитный профиль СТГ в значительной степени определяется зависимостью от Газпрома, на заказы которого приходится около 2/3 выручки. Особые отношения с Газпромом являются также и ключевым позитивным фактором кредитного качества СТГ.

Доля Газпрома в выручке СТГ ранее достигала 90%...

Учитывая низкую финансовую прозрачность компании и сравнительно длинную дюрацию выпуска (4.1 года), мы считаем, что потенциал роста цен на облигации будет иметь существенную «политическую» составляющую. На наш взгляд, «справедливый» спрэд бумаг СТГ должен находиться в диапазоне 270-300 б.п. к ОФЗ. Ориентир организаторов (8.70-8.80% YTM) выглядит, таким образом, привлекательным только по верхней границе.

... однако в последние годы существенно снизилась

СТГ – это группа компаний, реализующая проекты по строительству и реконструкции инфраструктурных объектов. Услуги по строительству магистральных газо- и нефтепроводов приносят компании до 80% от совокупной выручки. Компания изначально была ориентирована на обслуживание проектов Газпрома: доля газовой монополии в совокупной выручке СТГ достигала в предыдущие годы 90%.

Газпром больше не является акционером СТГ напрямую

В настоящее время СТГ по-прежнему зависит от Газпрома, однако его доля в выручке снизилась примерно до 70% в 2006 г. Менеджмент компании связывает это со стратегическим решением диверсифицировать бизнес, прежде всего, за счет увеличения продаж нефтяному сектору. Мы полагаем, что диверсификация частично носила вынужденный характер из-за ограниченного темпа роста объема заказов Газпрома, заинтересованного в расширении круга подрядчиков.

Потенциал роста – в нефтяном секторе

Кроме того, в 2002 году Газпром создал дочернюю компанию «Газпромстрой-Инжиниринг», которая стала напрямую конкурировать с СТГ за подряды Газпрома. В 2006 году Газпром продал блокирующий пакет акций СТГ. Хотя менеджеры Газпромбанка и Газпрома по-прежнему занимают половину мест в Совете директоров СТГ, и Газпромбанк является бенефициаром 18.5% акций СТГ, мы полагаем, что компания лишилась статуса «официального подрядчика» Газпрома и будет преимущественно развиваться за счет других сегментов рынка.

Спрос на инфраструктурное строительство должен способствовать росту выручки

Изменение принципов формирования портфеля заказов Газпрома ограничило потенциал роста выручки СТГ, однако аналогичные изменения в политике других нефтегазовых компаний открывают возможности для экспансии СТГ в нефтяной сегмент. Уже в 2007 году доля нефтяных компаний в выручке СТГ должна достигнуть 40%, прежде всего благодаря крупным контрактам с Лукойлом и Транснефтью.

Мы считаем, что диверсификация будет основным фактором роста бизнеса СТГ, хотя компании предстоит жесткая конкуренция со стороны крупнейших игроков российского рынка нефтегазового строительства (Глобалстрой-Инжиниринг, Старстрой и др.), и со стороны глобальных компаний – на зарубежных рынках. Высокий спрос на услуги по инфраструктурному строительству в нефтегазовом секторе должен, по нашему мнению, способствовать увеличению объема заказов СТГ.

Финансовые результаты Стройтрансгаза по РСБУ (млрд руб.)

| Период | Выручка | ЕБИТДА | Рентабельность ЕБИТДА | Валовый долг | Долг / ЕБИТДА, раз |
|--------|---------|--------|-----------------------|--------------|--------------------|
| 2005 | 23.4 | 2.1 | 8.9 | 12.3 | 5.8 |
| 2006 | 45.9 | 2.9 | 6.2 | 12.4 | 4.5 |

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка в 2006 году
удвоилась...**

Финансовые потоки СТГ, как и большинства крупных подрядных организаций, подвержены колебаниям в зависимости от «потока» контрактов и поступления их оплаты. Волатильность частично сглаживается за счет авансирования новых проектов. Однако условия оплаты определяются отдельно для каждого проекта, поэтому прогнозировать денежные поступления достаточно сложно. В этих условиях уровень долговой нагрузки также может существенно меняться вместе с колебаниями денежного потока.

**... однако показатели
рентабельности и
долговой нагрузки
ухудшились**

Несмотря на удвоение выручки СТГ в 2006 году, рентабельность компании снизилась. Это связано как с ростом стоимости услуг субподрядчиков, так и расходами на приобретение материалов для заказчика под новые крупные проекты (например, ВСТО). Соответственно, долговая нагрузка СТГ в терминах Долг/ЕБИТДА осталась высокой. С учетом лизинга этот показатель находился в 2006 г. на уровне 4.5x. Для компании характерна стабильно высокая потребность в оборотном капитале, поэтому СТГ имеет значительный портфель краткосрочных банковских кредитов. Средства от нового облигационного займа будут в основном направлены на рефинансирование части банковских кредитов. 20% от полученных средств планируется направить на финансирование инвестиций, что приведет к увеличению долговой нагрузки.

**В 2007 году показатель
Долг/ЕБИТДА может
приблизиться к 5x**

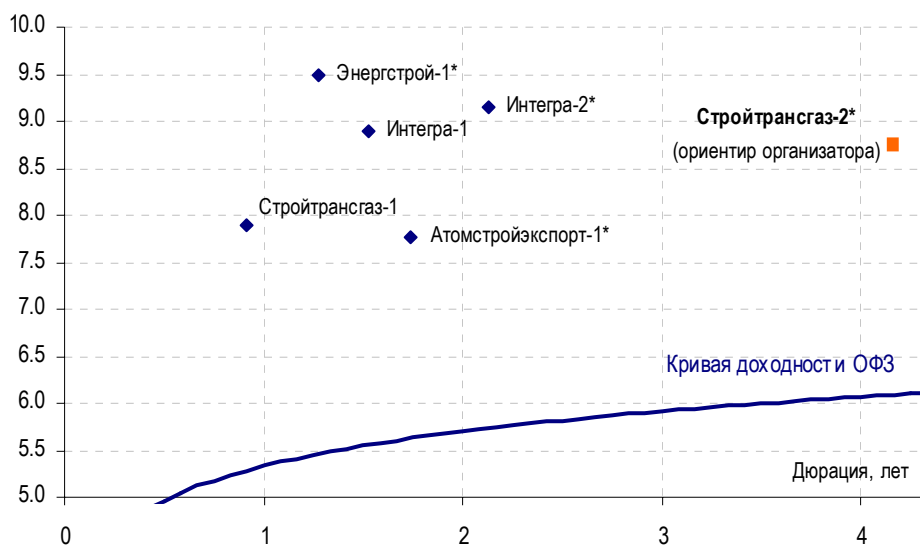
Стоимость инвестиционной программы СТГ на 2007 г. оценивается в 2.5 млрд руб. Исходя из прогноза по выручке на текущий год в объеме 37.5 млрд руб и сохранения рентабельности ЕБИТДА на уровне 6-7%, мы полагаем, что значение показателя Долг/ЕБИТДА на конец 2007 года может достигнуть 5x. Мы считаем, что текущий уровень долговой нагрузки является приемлемым с учетом специфики бизнеса СТГ, при условии, что компания будет демонстрировать рост портфеля подтвержденных заказов.

**Негативный фактор –
низкая прозрачность**

В среднесрочной перспективе кредитный профиль СТГ будет зависеть, прежде всего, от динамики портфеля заказов компании. Позитивную роль может сыграть публикация отчетности по МСФО, запланированная на 2008 год, а также раскрытие информации о бенефициарах группы. Пока структура акционеров СТГ непрозрачна, кредитный риск компании будет иметь достаточно высокую «политическую» составляющую.

**Ориентир по СТГ-2
выглядит несколько
агрессивно**

Первый выпуск СТГ в настоящее время торгуется с доходностью около 7.9% УТМ. Ориентир организатора по доходности 2-го выпуска облигаций СТГ составляет 8.70-8.80%, что эквивалентно спреду к ОФЗ 260-270 б.п. Мы полагаем, что с учетом сравнительно длинной дюрации новый выпуск привлекателен лишь по верхней границе диапазона организаторов.

Доходность облигаций на 19 июля

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 | mraskosnov@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

Продажи

| | | |
|-----------------|-------------------------|-------------------|
| Наталья Пекшева | npekcheva@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 |
|-----------------|----------------------|-------------------|

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.