

Рублевые корпоративные облигации

9 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Интурист: обзор результатов за 1-е полугодие » *стр. 2*
- Дисбалансы в бумагах ТКГ: по-прежнему недооценен ТКГ-10 » *стр. 4*
- S&P повысило рейтинг Международного Московского Банка с BVB- до BBB (Positive)

Индикаторы

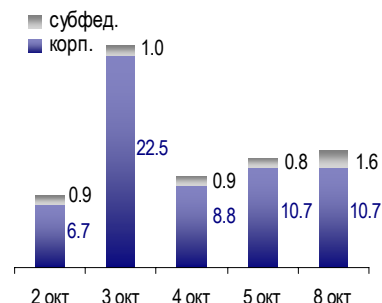
Долларов США за Евро	1.4057	- 0.6 %
Рублей за доллар США	24.9801	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 76.98	- 3.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.52%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.78%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	119	- 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	479.5	- 47.3
Остатки на д/с, млрд руб.	192.3	+ 20.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 87.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Коммерческое агентство аэропорта Домодедово планирует 3-ий выпуск (3 млрд руб., 6 лет)
- Планируется выпуск Нижновэнерго-1 (2 млрд руб., 5 лет)

Объем торгов на ММВБ

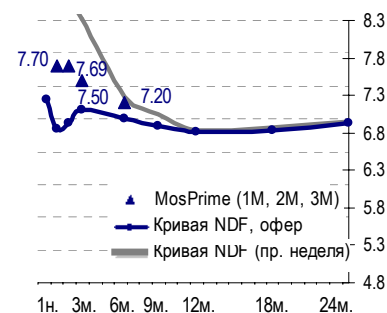


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

10 окт	Размещение Россельхозбанк-4 (10 млрд руб., годовая оферта) Размещение ВТБ 24-1 (6 млрд руб., годовая оферта)
11 окт	Аукцион ОБР-3 (5 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
15 окт	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	ОФЗ-ПД 26199 (6 млрд руб., дюрация 4.1 года)
22 окт	Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	99.11	+ 21	5.5	7.87%
РЖД-7	101.40	+ 20	4.2	7.34%
АИЖК-8	99.90	+ 17	4.6	*7.87%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	109.50	+ 39	1.7	8.37%
НК Альянс-1	98.75	+ 26	1.8	*9.87%
7Континент-2	97.20	+ 25	1.6	*9.84%

Лидеры падения

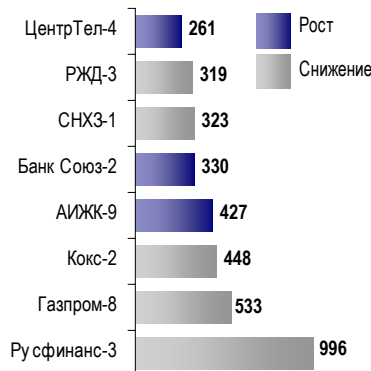
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-3	102.17	- 33	2.0	7.35%
ОГК-5	98.53	- 7	1.9	*8.49%
Газпром-8	99.65	- 5	3.5	7.23%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-2	96.20	- 165	1.3	*12.27%
ЮТК-5	96.00	- 98	2.4	*9.49%
ЮТК-4	101.15	- 58	1.3	9.44%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Интурист: обзор результатов за 1-е полугодие

Финансовые результаты Интуриста за 1пол2007: в соответствии с ожиданиями

На прошлой неделе АФК Система опубликовала консолидированную отчетность за 1 полугодие 2007 г. Финансовые результаты Системы включают в себя данные по туристическому сегменту, представленному в группе ВАО «Интурист». Однако мы полагаем, что полугодовая отчетность может служить лишь приблизительным ориентиром по финансовым показателям Интуриста, т.к. компания находится в стадии быстрого роста. На наш взгляд, результаты достаточно позитивны, и, что наиболее важно, в целом они подтверждают заявленные при размещении планы по развитию бизнеса.

Как и предполагалось, долговая нагрузка увеличилась после размещения облигаций, но остается на приемлемом уровне

Динамика основных финансовых показателей Интуриста в 1-м полугодии 2007 г.:

- Выручка увеличилась почти вдвое по сравнению с 1пол2006. Мы полагаем, что годовой объем продаж Интуриста превысит в 2007 году \$300 млн. Около 60% от совокупной выручки приходится на сегмент «Туроперирование». Однако по рентабельности данный сегмент значительно уступает гостиничному бизнесу, который приносит около 70% от EBITDA.
- Рентабельность по EBITDA за 1-е полугодие 2007 года увеличилась до 8.3% по сравнению с 6.0% за 1пол2006. Мы ожидаем, что в текущем году Интурист сохранит рентабельность на уровне 8%. В среднесрочной перспективе рентабельность EBITDA должна стабилизироваться на уровне 8-9%.
- Долговая нагрузка ожидаемо возросла с 2.2x примерно до 2.9x Чистый Долг/EBITDA как результат размещения облигаций на 1 млрд руб. На наш взгляд, это вполне приемлемый уровень для компании, находящейся в активной инвестиционной фазе. Совокупный долг на конец 1-го полугодия увеличился до \$103.9 млн.
- Общий объем инвестиций Интуриста в 2007-2008 гг. составит более \$100 млн. Значительная часть финансирования приходится на долговые источники, поэтому рост долга вполне закономерен. Однако для бизнеса Интуриста характерна выраженная сезонность, поэтому мы полагаем, что компания покажет более высокие операционные результаты во 2-м полугодии. По нашим прогнозам, долговая нагрузка по итогам 2007 года останется в пределах 3x Чистый Долг/EBITDA или 4x по валовому долгу.
- Мы полагаем, что дорогостоящие инвестиции будут финансироваться акционерами компании, в то время как финансирование текущей операционной деятельности может осуществляться за счет долга. На 2008 год Интурист планирует новый выпуск долговых инструментов. В любом случае, Система контролирует финансовую политику Интуриста, что, на наш взгляд, является дополнительным фактором, сдерживающим дальнейший рост долговой нагрузки.

По итогам 2007 года показатель Чистый Долг/EBITDA должен оставаться в пределах 3x

Компания имеет доступ к недолговым источникам финансирования, прежде всего, средствам акционеров

Финансовые результаты Интуриста (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Чистый долг	Чистый Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	98.0	2.7	2.7	5.8	2.1x	2.1x
2006	270.2	21.0	7.8	45.9	2.2x	1.9x
1пол2007	150.7	12.5	8.3	72.0	2.9x	5.7x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Компания постепенно формирует холдинговую структуру, потенциально привлекательную для инвесторов

Основной объем инвестиций компании, по нашему мнению, будет направлен на развитие двух ключевых сегментов – туроперирования (включая розничные проекты под брэндами «Магазин путешествий Интурист» и «Ривьера») и гостиничного бизнеса (в перспективе речь идет о создании национальной сети отелей). В конце октября компания объявила о планируемой консолидации всех туроператорских активов на балансе ОАО «Национальная Туристическая Компания Интурист» (НТК Интурист), которая, в свою очередь, является 100%-й дочерней компанией ВАО «Интурист».

Стратегия компания выглядит достаточно сбалансированно...

Приобретенные в 2006-2007 гг. компании «Ривьера» и «Скайвэй» станут частью НТК, после того как Интурист доведет свои доли в каждой из них до 100%. Таким образом, вертикальная структура группы будет практически полностью сформирована: ВАО Интурист станет головной компанией холдинга, а операционные активы будут разделены на 4 дивизиона – туроперирование (НТК), розничные продажи, гостиничный и транспортный.

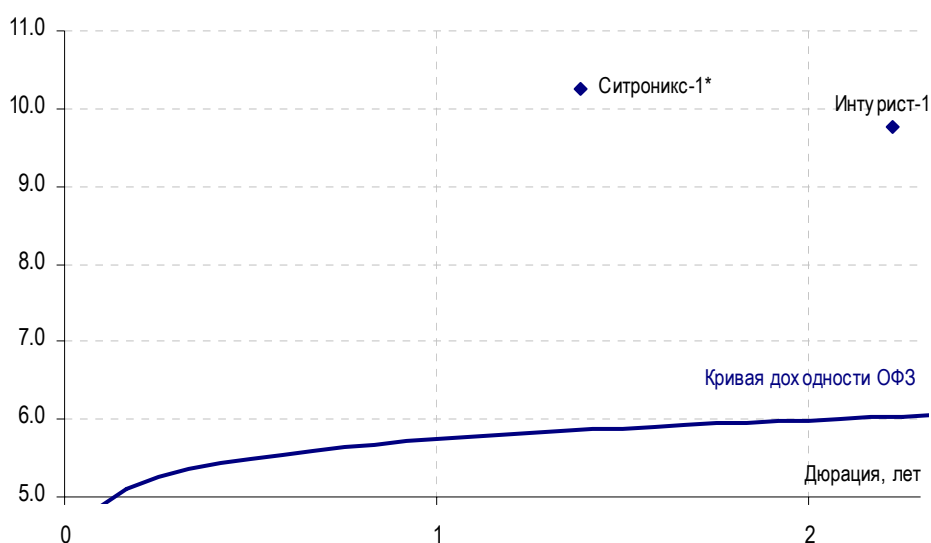
...однако ее реализация во многом зависит от поддержки Системы

Мы позитивно оцениваем последовательную реализацию стратегии компании, направленную на создание привлекательной для инвесторов компании-лидера в отрасли туризма и гостиничного бизнеса. В то же время, Интурист фактически развивается как инвестиционный проект Системы: пока проект находится на раннем этапе, планы могут корректироваться, а финансовые показатели – несколько отличаться от первоначальных ориентиров. Результаты 1-го полугодия показывают, что Интурист придерживается целевых показателей, озвученных при размещении, и все же фактор поддержки со стороны Системы пока остается ключевым для оценки кредитного риска Интуриста.

В текущих рыночных условиях облигации Интуриста не отличаются высокой ликвидностью, что во многом обусловлено сравнительно небольшим объемом дебютного выпуска. Исходя из последних котировок, доходность к погашению составляет 9.50-9.80% (дюрация 2.2 года), спрэд к ОФЗ – около 340-370 б.п.

На этом фоне облигации другой дочки Системы – Ситроникса – выглядят более привлекательными с точки зрения текущей доходности. Однако, учитывая более сильные финансовые показатели туристического дивизиона Системы, а также трехкратную разницу в объемах выпусков, мы не видим фундаментальных причин для расширения спрэдов бумаг Интуриста.

Доходность облигаций на 8 октября



Дисбалансы в бумагах ТГК: по-прежнему недооценен ТГК-10

Падение цены облигаций ТГК-10 не оправданно с точки зрения кредитных характеристик компании

Волна продаж на рынке облигаций в условиях низкой ликвидности привела к явным ценовым дисбалансам в большинстве секторов. На наш взгляд, противоречие между фундаментальными кредитными показателями и текущими спредами наиболее заметно в бумагах компаний со схожими кредитными характеристиками. Один из ярких примеров такого рода дисбалансов – ценообразование в сегменте бумаг территориальных генерирующих компаний. В настоящее время наиболее недооцененными, на наш взгляд, выглядят бумаги ТГК-10, которые торгуются с доходностью около 10% (дюрация 1.6 лет).

Расширение кредитных спредов затронуло выпуски генерирующих компаний неодинаково

Доходность облигаций ТГК на 8 октября

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Цена, % от номинала	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Спрэд к кривой ОФЗ, б.п.
ТГК-1	*8.62	98.50	2.26	4 000	7.75%	259
ТГК-4	*9.32	97.70	1.55	5 000	7.60%	342
ТГК-6	*11.02	98.80	0.38	2 000	7.40%	563
ТГК-8	*9.04	98.75	1.49	3 500	8.00%	316
ТГК-10	*9.95	96.75	1.59	3 000	7.60%	404

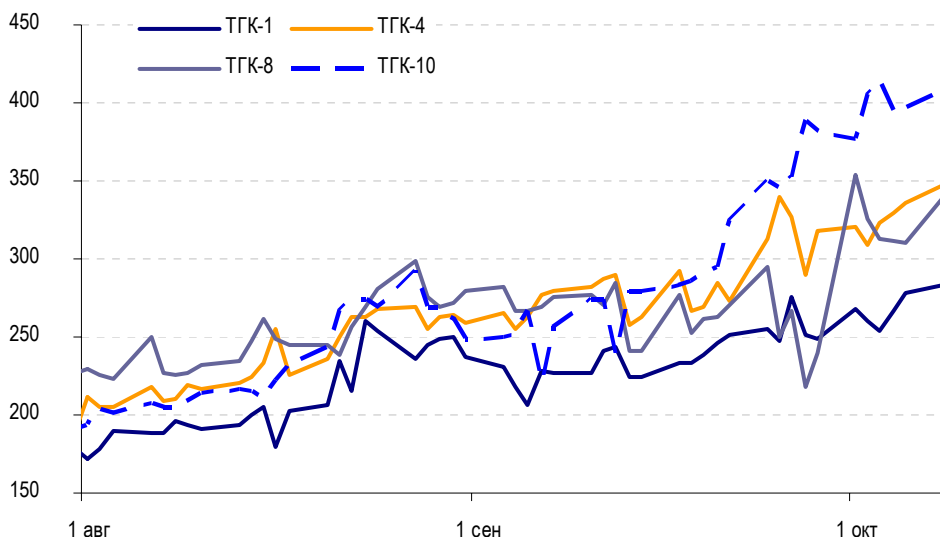
Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Рекомендуем снова вспомнить о кредитных различиях между эмитентами

На рынке облигаций представлены пять ТГК. Состав инвесторов в каждой бумаге имеет сейчас не менее весомое значение с точки зрения ценообразования, чем разница в долговой нагрузке или любые другие факторы кредитного качества. Однако мы считаем, что разница в спредах будет со временем выравниваться с учетом кредитных характеристик.

В данном случае мы не углубляемся в детальный сравнительный анализ эмитентов. Однако мы полагаем, что при формировании портфеля из «просевших» бумаг очень важно обращать внимание на ключевые факторы, которые могут определять их динамику по мере восстановления рынка. В случае ТГК такими факторами, на наш взгляд, могут являться объем инвестиционной программы, наличие стратегического инвестора и операционная эффективность.

Спрэд облигаций ТГК к ОФЗ, б.п.



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Кредитный профиль ТГК-1
– сильнейший среди
территориальных
генерирующих компаний

ТГК-1:

- уникально высокая доля гидромощностей (около 50%), которая позволит компании демонстрировать более высокую рентабельность по сравнению с другими ТГК по мере либерализации рынка;
- переход контроля к Газпрому обеспечит поставки газа;
- значительная часть инвестиционных потребностей покрывается за счет средств от допэмиссии в пользу Газпрома.

Инвестпрограмма ТГК-4
пересмотрена в сторону
увеличения, что может
привести к росту
долговой нагрузки

ТГК-4:

- возможность поставлять энергию в дефицитную московскую энергосистему, новые мощности строятся под потребности НЛМК;
- как следствие масштабной инвестпрограммы (около 60 млрд руб.) долговая нагрузка может в течение ближайших 2-3 лет значительно превысить 3х Долг/ЕБИТДА в зависимости от доли недолговых источников;
- допэмиссия запланирована на ноябрь-декабрь 2007 года, интерес проявляет чешская CEZ.

ТГК-6: умеренная
потребность в новом
долге; потенциал роста
цен облигаций ограничен
из-за короткой дюрации

ТГК-6:

- небольшая инвестиционная программа по сравнению с другими ТГК (практически без вводов крупных новых мощностей);
- преобладающая доля газа в топливном балансе, при этом компании приходится оплачивать до 15% поставок газа по рыночным ценам;
- выпуск имеет очень короткую дюрацию (оферта в феврале 2008 г.).

Долговая нагрузка ТГК-8 –
самая высокая среди ТГК;
рост финансовых
показателей – в
долгосрочной
перспективе

ТГК-8:

- перспективы компании связывают, в основном, с проведением Олимпиады в Сочи и участием в шельфовом проекте ЛУКОЙЛа;
- относительно низкая рентабельность;
- самая высокая долговая нагрузка среди присутствующих на рынке ТГК.

Кредитное качество ТГК-10
уступает ТГК-1, однако
сравнимо с ТГК-4 и
превосходит ТГК-8

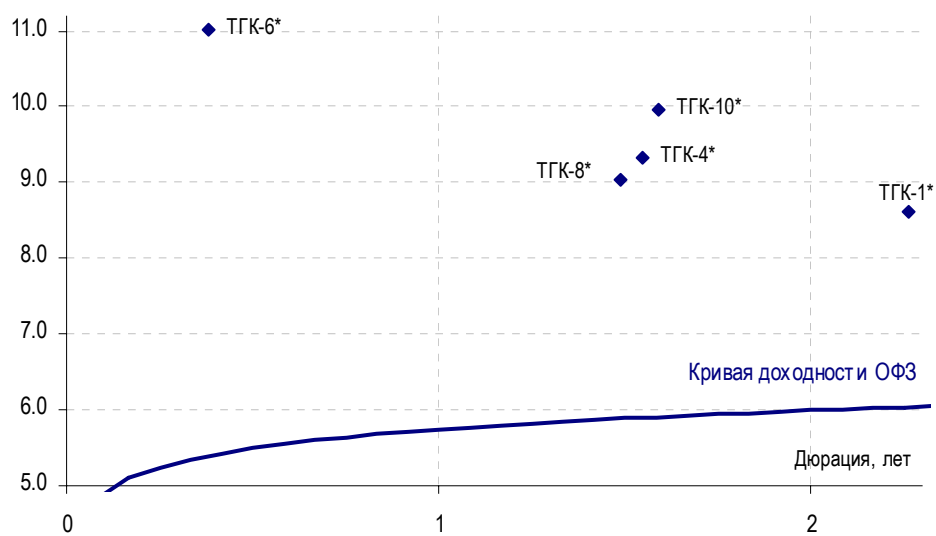
ТГК-10:

- максимальный уровень среди всех ТГК и ОГК по загрузке мощностей (КИУМ > 70%) как следствие очень высокого спроса в тюменском регионе;
- отсутствие проблем с лимитным топливом (практически не использует мазут даже в зимних условиях);
- умеренная потребность в инвестициях, и как следствие, сравнительно невысокая долговая нагрузка.

На наш взгляд, облигации ТГК-10 в настоящее время наиболее недооценены по сравнению с другими представителями отрасли (включая не только ТГК, но и ОГК). По своим кредитным характеристикам ТГК-10 не уступает ТГК-4 и превосходит ТГК-8 по ряду показателей. Поэтому мы полагаем, что текущий спрэд бумаг ТГК-10 к ТГК-4 и ТГК-8 не имеет под собой никаких фундаментальных оснований.

Мы считаем, что облигации ТГК-10 в настоящее время обладают наилучшим соотношением риск/доходность среди эмитентов отрасли. Мы рекомендуем бумаги тем инвесторам, которые готовы возобновить покупки на новых ценовых уровнях.

Доходность облигаций на 8 октября



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

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
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrachin@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.