

Рублевые корпоративные облигации

19 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ТГК-8: допэмиссия даст средства на инвестпрограмму » стр. 2
- Инфляция: 10% практически гарантированы » стр. 3

Индикаторы

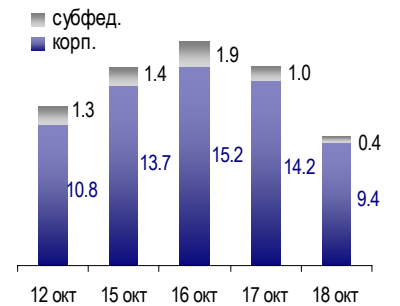
Долларов США за Евро	1.4293	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	24.8701	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 84.05	- 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.45%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.70%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	122	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	513.4	+ 72.9
Остатки на д/с, млрд руб.	394.1	+ 62.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 55.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск МОИТК-3 (3 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

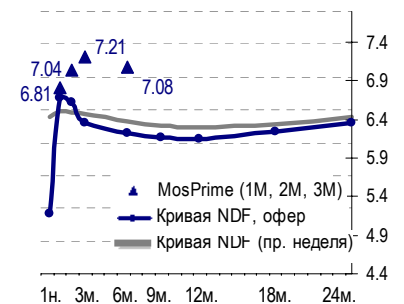


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

22 окт	Уплата НДС
23 окт	Размещение Тинькофф кредитные системы-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
25 окт	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
29 окт	Уплата налога на прибыль
31 окт	Заседание ФРС США по ставкам Платеж за пользование недрами за 3 кв. 2006 г.
7 ноя	Аукцион ОФЗ-ПД 25061 (3 млрд руб., дюрация 2.4 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-2	98.50	+ 25	2.4	8.49%
ЛУКОЙЛ-4	102.10	+ 23	4.9	7.09%
ГидроОГК-1	102.30	+ 15	3.2	7.51%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-2	99.20	+ 55	2.2	*9.28%
СаНОС-2	102.45	+ 54	1.8	8.86%
ХКФБ-2	97.00	+ 50	1.4	*11.71%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	103.00	- 30	2.1	6.91%
РЖД-7	102.60	- 30	4.2	7.05%
Газпром-8	100.30	- 25	3.5	7.03%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Ленэнерго-2	98.72	- 88	3.6	9.10%
Детский Мир	97.50	- 50	5.5	9.16%
Карусель-1	99.50	- 18	0.9	*10.58%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ТГК-8: допэмиссия даст средства на инвестпрограмму

**ИФД «Капиталь»
консолидирует
контрольный пакет
акций ТГК-8**

Вчера РАО ЕЭС объявило о завершении допэмиссии и продаже контрольного пакета акций ТГК-8. Как и ожидалось, покупателем стала Gatecraft Ltd., аффилированная с ИФД «Капиталь». В результате сделки доля РАО ЕЭС в капитале ТГК-8 снизится до 11%, при этом цена приобретения контрольного пакета составит для нового владельца около 41 млрд руб. Окончательные итоги сделки станут известны до конца октября; к этому сроку станет известна точная доля Gatecraft в капитале ТГК-8. В зависимости от решения миноритариев относительно реализации преимущественного права выкупа акций, она составит от 57.2% до 62.7%. Впоследствии «Капиталь» может также выкупить долю ЗАО «Промрегион Холдинг» - в этом случае группа будет контролировать около 75% акций ТГК-8.

**Компания получит около
24 млрд руб. за счет
допэмиссии акций**

По нашему мнению, переход контроля над ТГК-8 от РАО ЕЭС к ИФД «Капиталь» - позитивное событие с точки зрения кредитного профиля генкомпании. ТГК-8 получит в свое распоряжение средства от допэмиссии в размере 24 млрд руб., которые могут быть направлены на финансирование инвестпрограммы.

**Средства будут
направлены на
реализацию
инвестпрограммы...**

Представители ИФД уже заявили о своей поддержке инвестиционной программы ТГК-8, согласованной с РАО ЕЭС. Общая стоимость программы до 2016 года составит около 75 млрд руб. Реализация инвестпрограммы позволит существенно увеличить генерирующие мощности ТГК-8. Мы полагаем, что с ростом выручки компании будет постепенно повышаться и эффективность. По предварительным прогнозам компании, выручка за 2007 год должна составить порядка 16.8 млрд руб. при рентабельности EBITDA на уровне 4-5%.

**...что позволит снизить
зависимость от
долговых источников
финансирования**

Кредитный профиль ТГК-8 пока уступает ряду других территориальных генкомпаний, прежде всего из-за высокой долговой нагрузки (около 10x Долг/EBITDA по итогам 2006 года). Однако мы полагаем, что финансовые показатели по итогам 2007 года улучшатся: компания получит возможность профинансировать основную часть инвестпрограммы на текущий год за счет средств от допэмиссии акций. Часть средств может быть направлена на рефинансирование кредитного портфеля, что позволит снизить долговую нагрузку до более приемлемого уровня (5-6x Долг/EBITDA).

**В перспективе –
сотрудничество с
Лукойлом по шельфовым
проектам**

Долгосрочным стимулом к развитию ТГК-8 является реализация крупного проекта Лукойла по добыче нефти и газа на Каспийском шельфе. Данный проект позволит диверсифицировать поставки газа на станции ТГК-8. По нашему мнению, это позитивно отразится на показателях компании, т.к. в прошлом году ТГК-8 уступала по рентабельности другим генкомпаниям во многом из-за зависимости от цен на сверхлимитный газ. В свою очередь ТГК-8 станет поставщиком электроэнергии на предприятия Лукойла. Мы отдельно отмечаем, что стратегический инвестор ТГК-8 группа «Капиталь» - давний партнер Лукойла, поэтому не сомневаемся в хороших перспективах сотрудничества компаний.

**Пока кредитный профиль
ТГК-8 – слабее других ТГК,
присутствующих на
рынке облигаций**

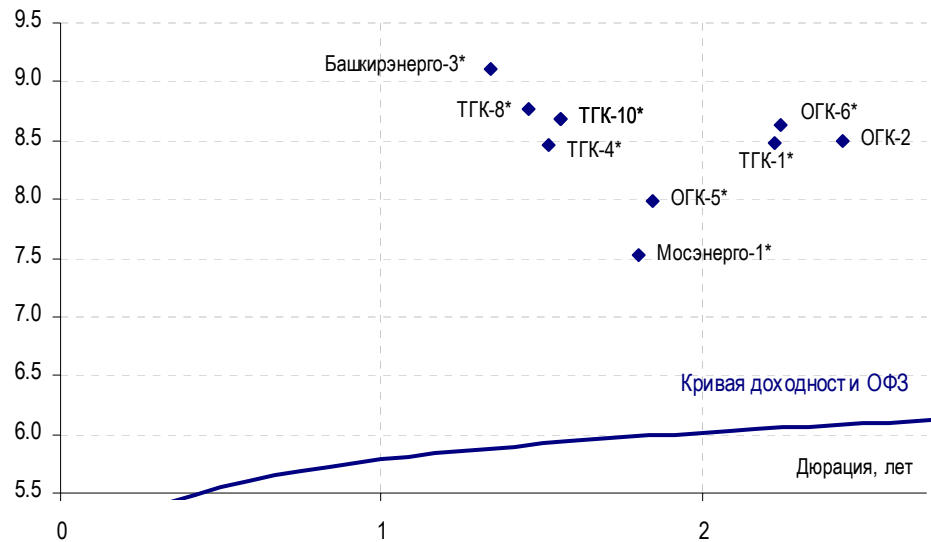
В результате допэмиссии акций в пользу «Капитала» ТГК-8 получает доступ к недолговому источнику финансирования инвестпрограммы. Учитывая, что текущая рыночная ситуация неблагоприятна для первичных размещений (как акций, так и долговых инструментов), это дает компании определенные преимущества с точки зрения структуры капитала. Вместе с тем, мы ожидаем, что в 2007 году финансовые показатели компании все же останутся более слабыми по сравнению с ТГК-1, ТГК-4 и ТГК-10.

**Текущие спрэды
достаточно адекватно
отражают разницу в
кредитном качестве**

Облигации ТГК-8 торгуются с доходностью 8.60-8.70% УТР (дюрация 1.46 года). По сравнению с бумагами других ТГК (прежде всего, ТГК-10), облигации ТГК-8 демонстрировали в последние недели более ровную ценовую динамику. После возобновления спроса на ТГК-4 и ТГК-10, «расстановка» выпусков генкомпаний на кривой доходности изменилась и стала в большей степени соответствовать разнице в кредитном качестве компаний.

Спрэды бумаг ТГК-8 составляют сейчас около 275-285 б.п. к ОФЗ. Мы полагаем, что вчерашние позитивные новости могут вызвать краткосрочный рост спроса на бумаги ТГК-8. Однако, на наш взгляд, текущая доходность выпуска достаточно адекватно оценивает риск компании, поэтому мы не рекомендуем наращивать позиции в этом выпуске.

Доходность облигаций на 16 октября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Инфляция: 10% практически гарантированы

Правительство и ЦБ признают, что инфляция в 2007 году превысит прошлогодний уровень и может достичь 10%

Вчера представитель МЭРТ дал предварительную оценку инфляции за октябрь: по версии МЭРТ, уже за первые 2 недели инфляция составила 0.9%, а по итогам месяца может достигнуть 1.3-1.6%, т.е. вдвое превысит сентябрьский уровень. МЭРТ также подтвердил, что инфляция может превысить в 2007 году 10%, хотя Правительство надеется на быстрый эффект от ряда стабилизационных мер. Сегодня первый зампред ЦБ г-н Улюкаев также озвучил свой прогноз по годовой инфляции: 9.5-10%.

При этом позиции ведомств сходятся по поводу вероятности укрепления рубля к бивалютной корзине: ЦБ и МЭРТ считают его маловероятным, поскольку ревальвация не эффективна для борьбы со структурной (т.е. носящей немонетарный характер) инфляцией. По нашему мнению, добиться эффективного результата только за счет мер административного регулирования будет очень сложно. Кроме того, даже если регуляторам удастся добиться фиксации цен в последние два месяца 2007 года, инфляционное давление может привести к очень высокой «отложенной» инфляции в январе-феврале 2008 года.

Антиинфляционные меры Правительства пока сводятся к административному сдерживанию цен на ряд товарных категорий

На сегодняшний день, антиинфляционные меры Правительства подразумевают замораживание ценовых надбавок на «товары социального ассортимента», снижение импортных или повышение экспортных пошлин на отдельные виды товаров, более активное применения антимонопольного законодательства. На наш взгляд, административные меры могут привести лишь к краткосрочному сдерживанию инфляции, поскольку, на наш взгляд, приток капитала и бюджетные расходы оказывают влияние на инфляцию не в меньшей степени, чем глобальный рост на продовольственные товары или картельные соглашения производителей.

На конец года придется пик бюджетных расходов

Кроме того, действия Правительства и ЦБ выглядят несколько противоречивыми: заявления об административном сдерживании инфляции делаются на фоне резкого увеличения бюджетных расходов и выделения достаточно большого объема средств на финансирование институтов развития.

Не исключен рост цен на топливо

Мы также отмечаем, что Правительству придется бороться с инфляцией сразу на нескольких фронтах. По информации газеты Коммерсант, ассоциация владельцев независимых АЗС предупредила о возможном росте цен на бензин вследствие дефицита, возникшего в московском регионе. Помимо рекордного роста цен на нефть (который пока не вызвал адекватного роста цен на топливо), в качестве одной из причин дефицита называется рост экспортных поставок в преддверии увеличения пошлин на нефтепродукты.

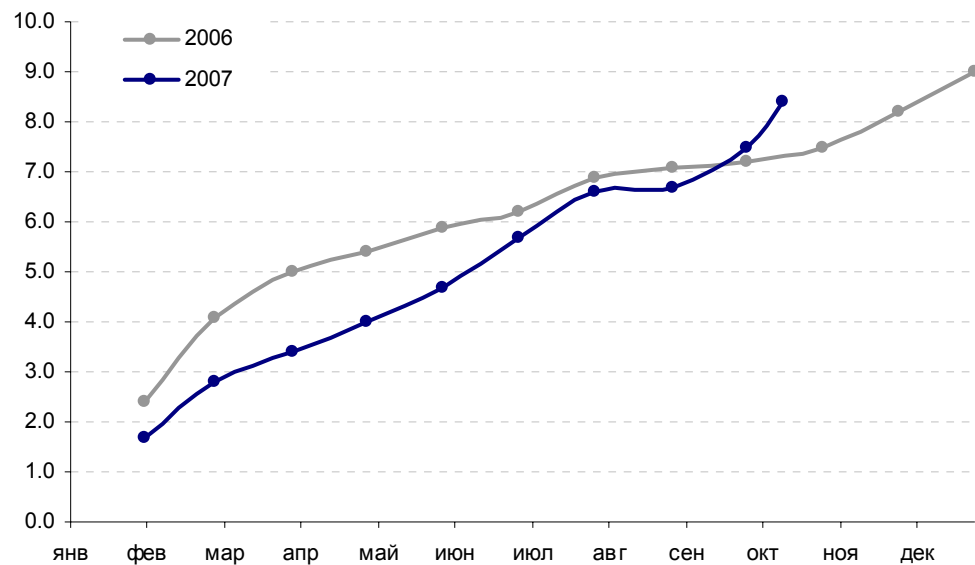
Административное регулирование цен может дать краткосрочный эффект...

По нашему мнению, административный контроль над ценами и меры таможенно-тарифного регулирования могут дать лишь краткосрочный эффект. При этом традиционно бурный рост бюджетных расходов создаст очень высокое инфляционное давление в первые месяцы 2008 года. Мы полагаем, что ощутимый для населения рост цен крайне нежелателен в предвыборный период, поэтому исключать возможность укрепления рубля как единственный проверенный способ борьбы с инфляцией преждевременно.

...однако укрепление рубля к корзине по-прежнему вполне вероятно

Сегодня г-н Улюкаев вновь подтвердил, что укрепление рубля против бивалютной корзины до конца 2007 года «крайне маловероятно». Тем не менее, мы считаем, что постепенное укрепление номинального курса рубля остается в арсенале ЦБ и будет применено в ближайшие 2-3 месяца, если Правительству не удастся добиться значимых результатов по сдерживанию инфляции.

Потребительская инфляция с начала года, %



Источники: Росстат, МЭРТ

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	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.