

Рублевые корпоративные облигации

13 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ТГК-10: хорошие результаты плюс иностранный стратег » стр. 2

Индикаторы

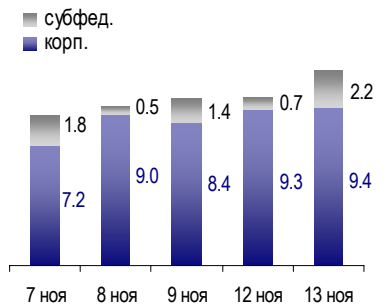
Долларов США за Евро	1.4604	+ 0.5 %
Рублей за доллар США	24.5304	+ 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 88.90	- 3.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.35%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	142	- 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	487.7	- 14.2
Остатки на д/с, млрд руб.	122.1	- 1.0
Сальдо операций с ЦБ	- 58.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Банк Союз-4 (3 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

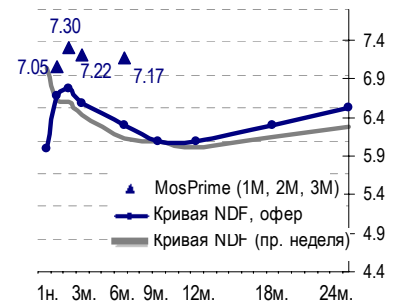


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

15 ноя	Размещение ВТБ-Лизинг-1 (8 млрд руб., годовая оферта, с амортизацией) Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 ноя	Уплата НДС
21 ноя	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.7 года)
26 ноя	Уплата НДС, ½ суммы акцизов
28 ноя	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-2	100.05	+ 2	0.1	6.91%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	99.50	+ 34	1.7	*9.42%
ВолгаТел-3	101.70	+ 16	1.8	7.72%
РТК-Лизинг-4	99.70	+ 15	0.4	9.76%

Лидеры падения

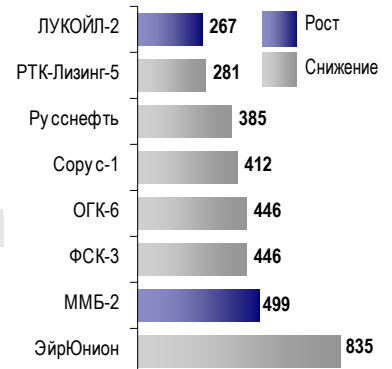
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	101.80	- 28	4.8	7.15%
АИЖК-7	102.35	- 25	5.5	7.45%
РЖД-6	101.00	- 25	2.6	7.10%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РТК-Лизинг-5	97.50	- 105	1.6	10.15%
АК БАРС-2	98.95	- 100	1.1	9.13%
Ленэнерго-2	99.50	- 34	3.5	8.87%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ТГК-10: хорошие результаты плюс иностранный стратег

*Газеты обсуждают
возможный интерес
Gaz de France к ТГК-10*

По информации ряда газет, французский холдинг Gaz de France (AA-/Aa1) ведет переговоры с PAO ЕЭС о покупке ТГК-10. Возможное вхождение одного из европейских энергоконцернов в капитал компании не станет неожиданностью для рынка: ранее сообщалось о переговорах с германской E.On, и этот фактор учитывался инвесторами в оценке кредитного риска ТГК-10. Тем не менее, мы считаем, что ТГК-10 является одной из сильнейших ТГК и без учета интереса со стороны стратегических инвесторов.

По кредитному профилю компания лишь немногим уступает тепловым ОГК и ТГК-1. Облигации ТГК-10, на наш взгляд, обладают наибольшим потенциалом сужения спредов среди бумаг тепловых генкомпаний.

*В 2008 году ТГК-10
проведет реорганизацию
и допэмиссию акций*

На сегодняшний день доля PAO ЕЭС в капитале ТГК-10 составляет 81.6%. В 1-м полугодии 2008 года вместе с другими генкомпаниями ТГК-10 предстоит пройти через процедуру реорганизации, в ходе которой к компании будет присоединено ОАО «ТГК-10 Холдинг» - юридическое лицо, консолидирующее долю PAO. Особенность ТГК-10: реорганизацию планируется провести одновременно с допэмиссией акций в марте 2008 г. При этом размещение допэмиссии будет совмещено с продажей акций из госдоли.

*Объем допэмиссии может
составить 46.6 млрд руб.*

Интерес к активам одной из наиболее эффективных территориальных генкомпаний вполне логичен, поэтому в борьбу могли бы включиться и другие западные концерны – например, EDF, CEZ, International Power, а также российские игроки рынка электроэнергетики. Мы полагаем, что вероятность успешного размещения акций достаточно высока. Для держателей долговых инструментов ТГК-10, по нашему мнению, наибольший интерес представляет сумма, которую компания получит от допэмиссии. Всего к продаже будет предложено 59% акций ТГК-10. После размещения доля PAO ЕЭС в капитале компании должна снизиться до 11%. Государство получит около 19 млрд руб, а объем средств, который ТГК-10 может выручить от допэмиссии, оценивается не менее чем в 46.6 млрд руб.

*Компания привлекательна
для стратегических
инвесторов благодаря
удачному расположению
станций и высокой
эффективности*

Привлекательность ТГК-10 для стратегических инвесторов во многом объясняется выгодным расположением станций в промышленно развитых регионах – Тюменской и Челябинской областях. Крупнейшими потребителями являются нефтяные металлургические компании, обеспечивающие очень высокий уровень загрузки установленных мощностей (КИУМ выше 70%). Кроме того, эффективность уральской энергосистемы поддерживается длительным теплофикационным циклом из-за холодного климата и отсутствием проблем с лимитным топливом (станции ТГК-10 практически не используют мазут).

Основные финансовые показатели ТГК-10 по РСБУ за 9 месяцев 2007 г.:

- выручка 15.6 млрд руб.
- EBITDA: 1.1 млрд руб., маржа EBITDA: 7.1%
- Чистый долг: 1.7 млрд руб., Чистый долг/EBITDA: 1.1x

*Финансовые результаты
по РСБУ за 9 месяцев 2007
г. выглядят достаточно
позитивно*

ТГК-10 стала центром консолидации только в 2006 году, поэтому использовать для сравнения отчетность по РСБУ за прошлый год было бы некорректно. Мы можем лишь приблизительно оценить динамику базовых показателей на основе суммарных результатов ТГК-10 и ее дочек за 2006 год. По нашим прогнозам, рост выручки в 2007 году составит не менее 20%. Уровень маржи EBITDA в 2006 году мы оценивали в 10.3%. По итогам 9 месяцев 2007 г. рентабельность снизилась до 7.1%, однако мы полагаем, что последний квартал (традиционно более успешный для тепловых генкомпаний по сравнению с летними месяцами) вновь поднимет операционную эффективность выше среднего уровня ТГК.

*Долговая нагрузка может
возрасти...*

Совокупный долг компании увеличился с 1.4 до 5.2 млрд руб., прежде всего за счет размещения в июне 2007 г. облигационного займа на 3 млрд руб. В 3-м квартале значительная часть средств находилась на банковских счетах компании, поэтому долговая нагрузка по показателю Чистый долг/EBITDA оставалась низкой – по нашим оценкам, на уровне 1.1x. По мере расходования этих средств показатель может увеличиться (до 3.0-3.5x

по чистому долгу). Однако мы не ожидаем роста долговой нагрузки, т.к. в среднесрочной перспективе инвестпрограмма ТГК-10 может быть профинансирована за счет средств от допэмиссии акций.

...однако основной источник финансирования инвестпрограммы – средства от допэмиссии

Стоимость скорректированной инвестпрограммы ТГК-10 на 2007-2010гг. составляет около 70 млрд руб. Более 60% от этой суммы приходится на строительство трех энергоблоков Няганьской ГРЭС (3x400МВт), которые планируется ввести в эксплуатацию в 2012 году. Финансирование объектов нового строительства в 2007 году оценивается в 2.3 млрд руб. На наш взгляд, потребность в инвестициях на ближайшие 2-3 года практически полностью покрывается за счет ожидаемых поступлений от допэмиссии и операционных потоков.

Стратегический инвестор – дополнительный плюс

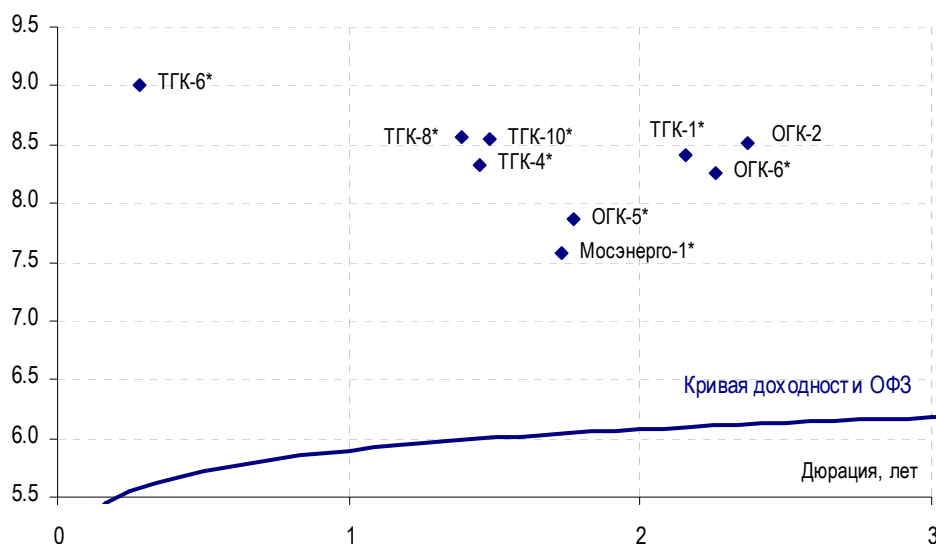
Стратегический инвестор также может оказать поддержку инвестиционным планам компании, что является дополнительным позитивным фактором. По нашему мнению, ТГК-10 – одна из наиболее перспективных генкомпаний, незначительно уступающая по кредитному профилю тепловым ОГК и ТГК-1.

Бумаги ТГК-10 привлекательны на фоне других ТГК

Мы также полагаем, что ТГК-10 как минимум не уступает по основным финансовым показателям ТГК-4. Компании сравнимы по объемам инвестпрограммы, валовой выручке, показателям рентабельности и долговой нагрузке; ориентированы на крупных промышленных потребителей и рассчитывают на привлечение мощных стратегических инвесторов. Кроме того, компании практически одновременно дебютировали на рынке облигаций – в июне 2007 г.

Бумаги ТГК-10 сильнее пострадали от продаж в августе-сентябре. В последние недели спрэда между выпусками ТГК-10 и ТГК-4 около 20 б.п. Мы полагаем, что у бумаг обеих энергокомпаний сохраняется потенциал сужения спрэдов, также как и у облигаций ТГК-1. Однако выпуск ТГК-10, на наш взгляд, выглядит среди бумаг генкомпаний наиболее привлекательно: мы считаем, что он должен торговаться приблизительно на одном уровне с ТГК-4, потенциал роста цены – 30-50 б.п.

Доходность облигаций на 13 ноября



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	npatrakhin@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.