

Рублевые корпоративные облигации

16 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ТГК-4: обзор результатов по РСБУ за 9М2007 » стр. 2

Индикаторы

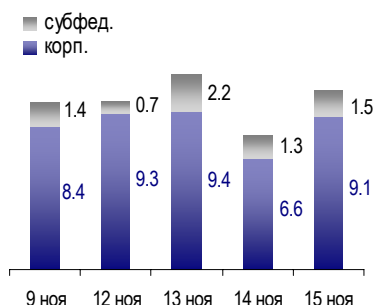
Долларов США за Евро	1.4621	- 0.2 %
Рублей за доллар США	24.4793	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 91.28	+ 2.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.36%	+ 6 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	148	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	435.3	- 42.0
Остатки на д/с, млрд руб.	116.7	- 2.5
Сальдо операций с ЦБ	- 6.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Дебютный выпуск ВТБ-Лизинг (8 млрд руб.) размещен под 8.37% годовых к оферте через 1 год
- ЦБ Разместил ОБР-3 на 208 млн руб. из 5 млрд руб. под 5.07% годовых к погашению 17 марта 2008 года

Объем торгов на ММВБ

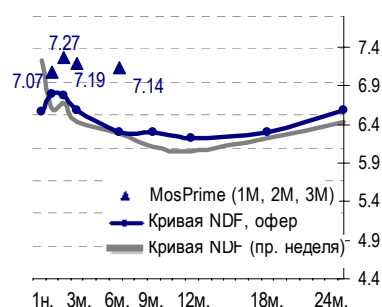


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

20 ноя	Уплата НДС
21 ноя	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.7 года)
26 ноя	Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
28 ноя	Уплата налога на прибыль
6 дек	Заседание ЕЦБ по ставкам
11 дек	Заседание ФРС США по ставкам
12 дек	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (3 млрд руб., дюрация 8.3 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-6	101.27	+ 27	2.7	6.99%
Мосэнерго-2	100.60	+ 10	3.7	*7.62%
ГидроОГК-1	102.50	+ 5	3.1	7.43%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Транскредит-1	97.20	+ 39	2.3	8.70%
ЮТК-4	102.00	+ 23	1.2	8.64%
АК БАРС-2	99.00	+ 11	1.1	9.08%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-5	99.40	- 25	1.8	*8.00%
Газпром-6	100.15	- 25	1.6	6.96%
ФСК-4	100.80	- 15	3.4	7.18%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	101.04	- 98	1.8	8.09%
Ленэнерго-3	97.60	- 65	3.8	8.87%
УРСИ-5	100.51	- 29	0.4	8.07%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ТГК-4: обзор результатов по РСБУ за 9М2007

РСБУ-отчетность ТГК-4 за 9М2007 – без неожиданностей

ТГК-4 опубликовала отчетность по РСБУ за 9 месяцев 2007 г. Результаты отражают выраженную сезонность, связанную с сокращением производства тепловой энергии в летние месяцы. Соответственно, резкое снижение выработки во 2-м и 3-м кварталах на фоне роста расходов на техническое обслуживание не является неожиданностью.

По кредитному профилю ТГК-4 сравнима с ТГК-10

Опубликованные показатели в целом нейтральны для оценки кредитного качества ТГК-4. По размеру выручки и рентабельности компания сравнима прежде всего с ТГК-10. Учитывая потенциально более высокую эффективность уральской энергосистемы, мы отдаем предпочтение ТГК-10, облигации которой практически ликвидировали премию к бумагам ТГК-4 на новостях об возможном интересе со стороны Gaz de France. Тем не менее, выпуски обеих компаний, на наш взгляд, все еще сохраняют небольшой потенциал сужения спрэдов.

Основные показатели ТГК-4 по РСБУ за 9 месяцев 2007 г.:

- выручка 16.5 млрд руб.
- EBITDA: 1.3 млрд руб., маржа EBITDA: 8.0%
- Чистый Долг: 7.8 млрд руб., ЧистыйДолг/EBITDA: 4.4x

По официальным данным, до 2010 года компания потратит на инвестпроекты около 45 млрд руб

Судя по инвестиционным программам тепловых энергокомпаний на 2006-2010гг., инвестиционные потребности ТГК-10 значительно выше по сравнению с ТГК-4. Однако летом стоимость основных инвестпроектов ТГК-4 была скорректирована в сторону увеличения – с заявленных официально 45 млрд руб. примерно до 60 млрд руб. В этом случае программа развития ТГК-4 становится сопоставимой по объему инвестиций с ТГК-10 (около 70 млрд).

Инвестпрограмма может быть скорректирована в сторону увеличения...

Тем не менее, в инвестпрограмме ТГК-4, размещенной на сайте компании, пока перечислены проекты на общую сумму 43.4 млрд руб. При этом еще два проекта – строительство Щекинской ПГУ и Губкинской ТЭЦ совокупным объемом 12.3 млрд руб. – указаны в качестве «бизнес-идей».

...однако для реализации крупнейших проектов компания привлекает стратегических партнеров

Строительство новой ПГУ мощностью 400-420 МВт на базе Щекинской ГРЭС – это наиболее дорогостоящий проект компании (стоимость 12.2 млрд руб.), финансирование которого в начале 2007 года планировалось осуществить путем создания СП с чешским концерном CEZ. Впоследствии CEZ заявила о намерении участвовать в конкурсе по продаже госпакета и акций допэмиссии ТГК-4. Таким образом, финансирование крупнейшего проекта компании будет осуществляться при участии стратегического инвестора. Оценка затрат других проектов компании вполне может быть скорректирована в сторону увеличения, однако мы полагаем, что доля инвестиций, финансируемых за счет заемных средств, в среднесрочной перспективе не должна существенно превысить 30-35 млрд руб.

В текущем году ТГК-4 уже начала финансировать два менее крупных инвестпроекта за счет долговых источников - реконструкцию Воронежской ТЭЦ-2 (общая стоимость 3.5 млрд руб.) и котельной Северо-Западного районе в Курске (3.4 млрд руб.). Оба проекта рассчитаны на 3 года; совокупный объем капвложений в 2007 году составит около 3.5 млрд руб.

Долговая нагрузка увеличивается, но в среднесрочной перспективе останется умеренной

Текущие потребности в финансировании уже вызвали рост долговой нагрузки выше 4x Долг/EBITDA. Расчет долговых показателей энергокомпаний по отчетности за 9 месяцев не совсем корректен, т.к. не учитывает фактора сезонности, особенности РСБУ и ожидаемую консолидацию Новомосковской ГРЭС. По нашим прогнозам, с учетом запланированной на 1-е п/г 2008 г. допэмиссии акций, долговая нагрузка компании останется на умеренном уровне – в диапазоне 3.5-4.0x Долг/EBITDA на горизонте ближайших 2 лет.

**Важный источник
финансирования –
средства от планируемой
допэмиссии акций**

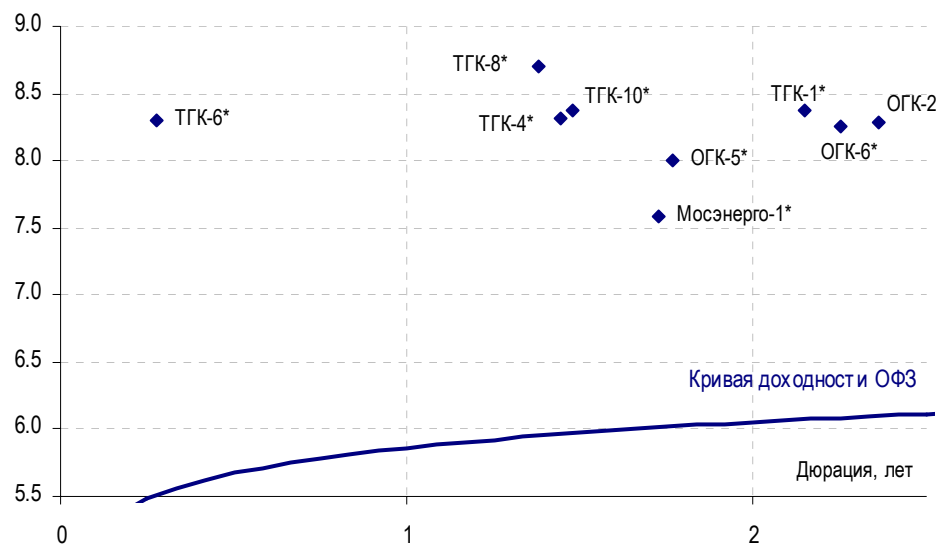
По информации в прессе, интерес к покупке акций ТГК-4 проявляют как минимум две иностранных компаний (помимо CEZ, это корейская KEPSCO). Вполне возможно появление и других сильных стратегических инвесторов, способных усилить кредитный профиль компании. В рамках завершающего этапа реорганизации допэмиссия акций ТГК-4 состоится одновременно с продажей госпакета. В рамках допэмиссии инвесторам будет предложен пакет, составляющий около 42% от нынешнего капитала и 29,5% - от увеличенного. Средства от допэмиссии (около 20 млрд руб.) должны стать источником финансирования крупнейших проектов ТГК-4, но это не означает радикального снижения потребностей в долговых ресурсах.

В целом, мы позитивно оцениваем кредитный профиль ТГК-4: станции расположены в регионе с высоким спросом, рентабельность будет увеличиваться по мере либерализации рынка. На наш взгляд, риск ТГК-4 должен позиционироваться среди других тепловых генкомпаний следующим образом:

- ТГК-4 уступает ТГК-1 из-за большего масштаба и высокой доли гидрогенерирующих мощностей у ТГК-1;
- ТГК-4 выглядит сильнее, чем ТГК-6 и ТГК-8 из-за более высокой эффективности и относительно невысоких потребностей в инвестициях (и соответственно, более низкой ожидаемой долговой нагрузки) на ближайшие 2-3 года;
- ТГК-4 сравнима по основным показателям ТГК-10, хотя последняя обладает, с нашей точки зрения, рядом преимуществ с точки зрения эффективности и потенциала роста.

Мы полагаем, что публикация РСБУ-отчетности не окажет существенного влияния на котировки облигаций компании. В то же время, бумаги ТГК-4 и ТГК-10, на наш взгляд, все еще обладают потенциалом сужения спредов в благоприятных рыночных условиях.

Доходность облигаций на 15 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	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.