Рублевые корпоративные облигации

6 июня 2007 г. **Ежедневное обозрение**

ГЛАВНОЕ

- ЮТК разместится слишком дорого » *стр. 3*
- ВБД: рентабельный рост продолжается » *стр. 4*

Индикаторы

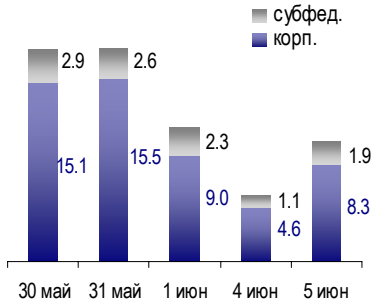
Долларов США за Евро	1.3523	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	25.8488	– 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	$ 71.18	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.42%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.87%	+ 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	86	– 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	447.1	– 2.1
Остатки на д/с, млрд руб.	1298.2	+ 19.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 68.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 19 июня планируется размещение выпуска Протон-Финанс-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

Объем торгов на ММВБ

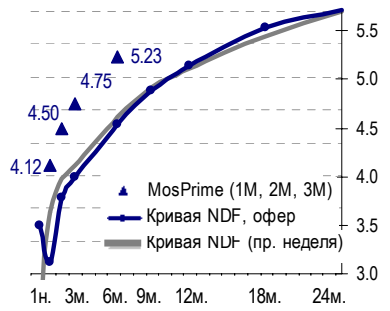


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 июн	Размещение ЮТК-5 (2 млрд руб., оферта через 3 года)
7 июн	Размещение ТГК-4 (5 млрд руб., оферта через 2 года)
	Размещение Банк Спурт-2 (1 млрд руб., оферта через 1 год)
	Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
8 июн	Размещение НПО Сатурн-3 (3.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
13 июн	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (12 млрд руб., дюрация 8.5 лет)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (12 млрд руб., дюрация 12.8 лет)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-5	100.65	+ 10	1.5	6.34%
АИЖК-8	102.90	+ 5	4.8	*7.23%
ГидроОГК-1	103.30	+ 5	3.4	7.28%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-4	100.77	+ 27	0.7	7.27%
Иркут-3	104.30	+ 15	2.9	7.37%
Мечел-2	103.00	+ 14	2.6	*7.41%

Лидеры падения

1 эшелон

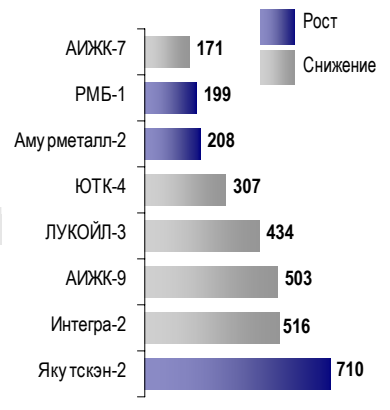
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	103.25	– 14	5.7	7.31%
Газпром-8	100.85	– 10	3.8	6.89%
ЛУКОЙЛ-3	100.45	– 9	3.8	7.10%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	100.70	– 20	2.0	8.31%
Зенит-2	100.90	– 19	1.6	7.96%
ЮТК-4	103.72	– 18	1.4	7.49%

**к оферте*

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

Raiffeisen BANK

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спрэда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.70	100.25	7.30	1.70	153	180	⇔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.60	7.17	0.69	180	180	⇔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.95	7.42	0.96	190	180	↓ 10
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.20	102.25	7.39	0.97	187	180	⇔
Белон: *«фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х*									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.05	8.96	1.79	317	350	↑ 35
МОЭСК: *«фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180 б.п. к ОФЗ*									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.50	101.05	7.77	3.63	167	180	↑ 15
ТАИФ: «*фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга*									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.95-100.05	8.76	1.21	314	290-300	⇔
Мосэнерго: *второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома*									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.15	101.25	7.10	2.11	124	120	⇔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.70	7.29	3.98	115	120	↑ 5
Башкирэнерго: *привлекательная премия к генерирующим компаниям*									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.95	-	7.95	1.66	220	210-230	⇔
Сибур: *премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.*									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.70	101.15	7.51	2.24	162	140	↓ 20
Куйбышевазот: *ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки*									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.70	99.80	8.75	3.21	271	300	↑ 30
Аптеки 36.6: *крайне агрессивная финансовая политика*									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.80	100.40-100.55	9.66	1.01	412	540-560	↑ 130-150
УРСА Банк: *не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента*									
Сибакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.67	1.79	288	-	↑
Сибакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.83	3.63	274	-	↑
Пятерочка: рекомендуем *«покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии*									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.45	109.70	7.94	2.58	199	190	↓ 10
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.40	104.65	8.00	2.98	199	190	↓ 10
НКНХ: «*фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга*									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.30-103.60	7.55	1.69	178	220-240	↑
ЮТК: *несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.*									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	102.80-103.10	7.50	1.36	184	230-250	↑ 45-65
Уралэлектромедь: *фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности*									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	99.95-100.20	8.11	2.46	218	240-250	↑ 20-30

ЮТК разместится слишком дорого

Кредитное качество ЮТК выросло в 2006 году, но ориентир организатора по доходности представляется нам заниженным

Сегодня состоится размещение 5го выпуска облигаций ЮТК (2 млрд руб., оферта через 3 года). Мы в целом позитивно оцениваем финансовые успехи компании за 2006 г., особенно - снижение процентной нагрузки. Однако мы все же считаем ориентир организатора по доходности выпуска (YTP: 7.85-7.95%, спрэд к ОФЗ: около 180 б.п.) заниженным. В течение ближайших лет ЮТК, судя по всему, сохранит высокие показатели долговой нагрузки, следовательно, ее рейтинги будут отставать от других МРК Связьинвеста, поэтому мы считаем премию в 20 б.п. к «сильнейшим» МРК недостаточной.

Главная финансовая проблема компании – высокая долговая нагрузка

Главной финансовой проблемой ЮТК в течение последних лет была высокая долговая нагрузка, спровоцированная непропорционально большими инвестициями, сделанными в 2004 году (Долг/EBITDA по итогам 2004 г. составил около 5х). В такой ситуации операционные денежные потоки компании в значительной мере шли на оплату процентных расходов (эффективная процентная ставка за 2005 г.: около 12%), а на погашение долгов средств уже не оставалось.

В 2006 г. компании удалось существенно снизить стоимость долга

В деле снижения тяжести долговой нагрузки новый менеджмент компании достиг значительных успехов: в 1 п/г 2006 г. из-за изменения структуры долга и пересмотра процентных ставок по кредитам отношение процентных расходов к EBITDA снизилось до 32% с 64% годом ранее. Соответственно, основная проблема, связанная с долгом ЮТК – высокая процентная нагрузка, которая тормозила развитие, была в основном решена.

В настоящий момент у ЮТК гипотетически есть 2 возможных сценария развития с точки зрения подхода к управлению долговой нагрузкой:

1. сохранить инвестиции на минимальном уровне, тратя все свободные средства на погашение долга;
2. начать более активно инвестировать в развитие новых услуг.

В ближайшие годы ЮТК не планирует существенно уменьшать долг

Судя по финансовым прогнозам, которые дает ЮТК, компания выбрала второй сценарий: дальнейшее снижение долга будет идти очень медленными темпами, а инвестиции в 2007-2009 г. будут составлять в среднем 3 млрд руб. в год. Такое решение представляется абсолютно обоснованным с точки зрения стоимости компании. При этом мы полагаем, что фактический размер инвестиций в ближайшие годы может оказаться на 20% выше заявленной суммы.

Прогноз Долг/EBITDA: 2006: выше 3.5х, 2007: около 3.0х

Ускоренное погашение долга в 2007-2009 не предусмотрено финансовой моделью компании: за 3 года компания планирует уменьшить размер долга всего на 3.1 млрд руб. Исходя из этой оценки мы предполагаем, что долговая нагрузка ЮТК все же остается самой высокой среди МРК Связьинвеста. По нашим прогнозам, соотношение Долг/EBITDA ЮТК по МСФО за 2006 г. составит выше 3.5х и приблизится к уровню 3.0х только к концу 2007 года.

Долговая нагрузка останется самой высокой, поэтому повышения рейтингов мы не ожидаем

Мы позитивно оцениваем операционную эффективность ЮТК: по показателям рентабельности компания не уступает другим МРК Связьинвеста. Успехи по снижению процентной нагрузки также являются свидетельством эффективности финансовой политики. Однако мы полагаем, что в ближайшие годы рейтинговые агентства в своих оценках компании продолжат ориентироваться на уровень долговой нагрузки, соответственно, рейтинги ЮТК будут оставаться самыми низкими среди МРК.

Ориентир организатора по ставке купона ЮТК составляет 7.70-7.80%, что соответствует спрэду в 175-185 б.п. к кривой ОФЗ. На наш взгляд, данный уровень представляется несколько заниженным:

- премия к «сильнейшим» МРК составляет всего 20 б.п., мы считаем ее недостаточной с учетом «разрыва» в уровнях долговой нагрузки более чем на 2х и разницы в рейтингах на 2 ступени;

- спрэд в 180 б.п. к ОФЗ практически не предлагает премии к самым эффективным генерирующим компаниям (ОГК-5, ТГК-1). На наш взгляд, риск электрогенераторов фундаментально выглядит существенно привлекательней;
- спрэд в 180-200 б.п. выглядит «справедливым» для бумаг рейтинговой категории «BB-», а не «B», как у ЮТК.

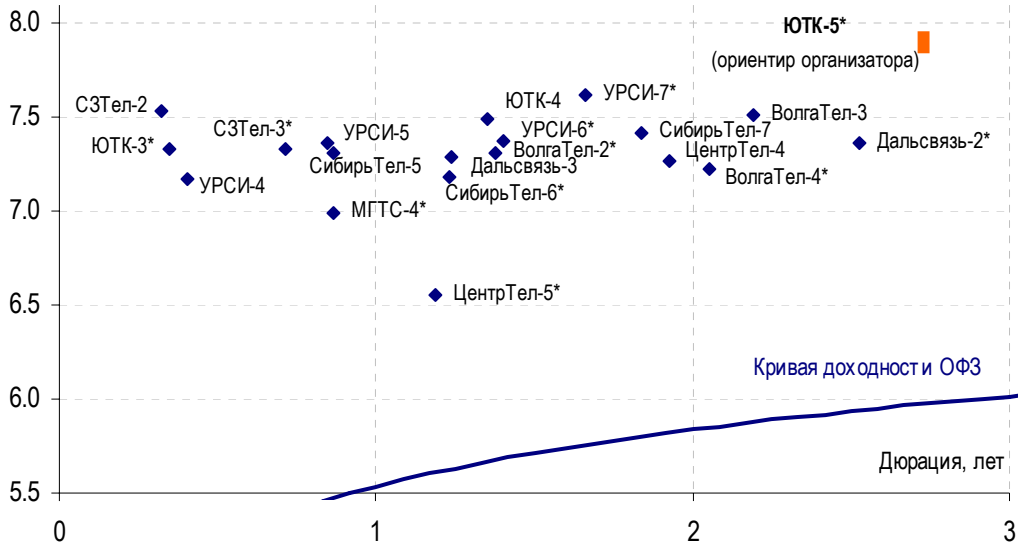
Мы считаем, что премия ЮТК к другим МРК Связьинвеста на уровне 20 б.п. недостаточна.

Аргументация инвесторов, активно покупающих бумаги МРК с практически одинаковыми доходностями, без учета разницы в финансовых показателях, сводится к тому, что они рассматривают все МРК как риск государственного бизнеса. Мы считаем такую логику рассуждений как минимум небезупречной: во-первых государство с учетом долей в Связьинвесте не является контролирующим акционером ЮТК, во-вторых вероятность прямой финансовой поддержки мы считаем относительно невысокой.

Наша оценка «справедливого» купона: 8.10-8.30%

В целом мы очень позитивно оцениваем динамику финансовых показателей ЮТК, однако на сегодняшний день риск компании, по нашему мнению, требует более высокой премии. Наша оценка «справедливого» спрэда ЮТК: 230-250 б.п. к ОФЗ, что соответствует ставке купона на уровне 8.10-8.30%.

Доходность облигаций на 5 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ВБД: рентабельный рост продолжается

Сильные результаты 1 квартала должны приблизить повышение рейтингов ВБД

Вчера ВБД опубликовал отчетность по GAAP за 1кв2007. Она отражает значительный рост продаж компании при сохранении высокого уровня рентабельности и консервативной долговой нагрузке. На наш взгляд, сильные результаты должны приблизить повышение рейтинга S&P на одну ступень, поскольку текущий рейтинг («B+» от S&P и «B1» от Moody's) явно недооценивает кредитный профиль компании. В то же время, цены облигаций ВБД уже учитывают высокую вероятность перехода в категорию «BB-», поэтому мы считаем текущий уровень спрэда к ОФЗ адекватной оценкой кредитного качества компании.

Поквартальная динамика роста выручки ВБД показывает, что настоящий качественный сдвиг произошел в прошлом году, когда компании удалось удвоить темпы роста продаж. В 1кв2007 ВБД закрепил успехи, показав 7%-й рост выручки в долларовом выражении по сравнению с 4кв2006, тогда как в предыдущие годы рост выручки за 1-й квартал не превышал 2-3%.

ВБД удалось сохранить достигнутый в 2006 г. уровень валовой маржи (32% против 29% в 2005г.). Это означает, что отпускные цены на продукцию компании росли опережающими темпами по сравнению с ростом цен на сырое молоко, соковый концентрат и сахар. По нашим расчетам, рублевая цена 1кг продукции увеличилась за год примерно на 8% в сегменте молочной продукции и на 13% в сегменте соков.

Рентабельность компании стабилизировалась на высоком уровне

Рентабельность по EBITDA составила в 1кв 2007 около 13%, что сопоставимо с результатом за 2006 г. Рост рентабельности в прошлом году во многом был обусловлен оптимизацией расходов и развитием системы дистрибуции. Потенциал снижения доли коммерческих и административных расходов по отношению к выручке весьма ограничен, поэтому мы не ожидаем дальнейшего роста рентабельности в 2007 году. По нашему мнению, очень позитивным результатом будет являться продолжение роста выручки при сохранении текущего уровня рентабельности.

Результаты Группы ВБД по US GAAP ($млн)*

Год	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	Капитальные затраты
2005	1 394.6	140.9	10.1	329.1	2.3x	75.1
1кв2006	387.5	44.3	11.4	335.2	1.9x	15.9
2006	1 762.1	234.3	13.3	406.7	1.7x	130.0
1кв2007	542.8	70.4	13.0	438.4	1.6x	23.7

** Источник – данные компании, оценки Райффайзенбанка*

Долговая нагрузка – ниже 2x. Единственное опасение – возможные M&A

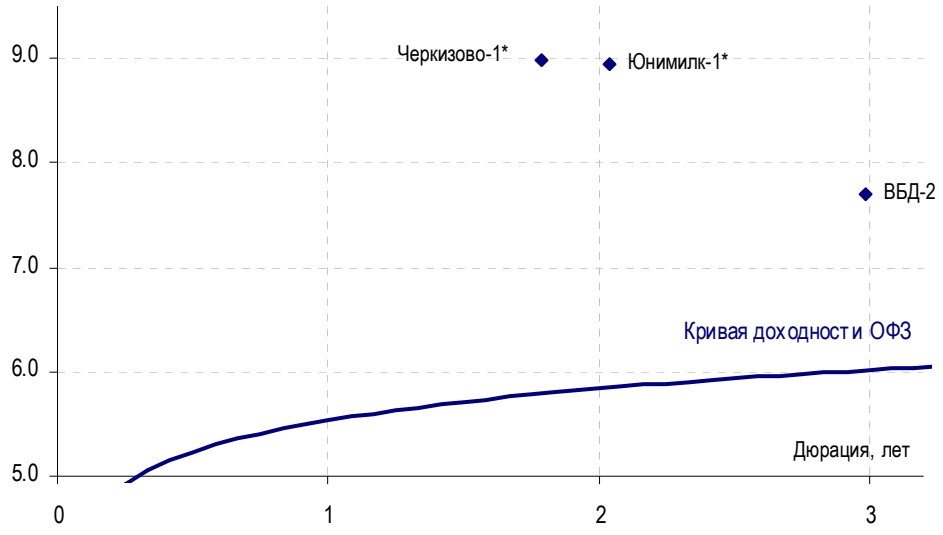
Долговая нагрузка компании остается на консервативном уровне – ниже 2x Долг/EBITDA. При этом ВБД рефинансировал часть краткосрочных кредитов за счет выпуска еврооблигаций на $150млн. В среднесрочной перспективе основным фактором возможного роста долговой нагрузки считаются потенциальные сделки по покупке активов в профильных сегментах. По заявлению председателя совета директоров Давида Якобашвили, в течение 3-5 лет ВБД может направить до $1млрд на слияния и поглощения. Мы полагаем, что именно опасения относительно активности ВБД в области M&A пока сдерживает повышение кредитных рейтингов компании.

Эффект от приобретения активов в 2006 году (Очаково) составил около 14% от выручки в молочном сегменте. При этом инвестиции не привели к существенному росту долговой нагрузки. Мы ожидаем, что долговая нагрузка останется в комфортных пределах и в текущем году, а соотношение Долг/EBITDA не превысит 2x. На наш взгляд, хорошие показатели рентабельности при умеренной долговой нагрузке должны позитивно отразиться на рейтингах компании уже в ближайшие месяцы.

Текущие цены ВБД уже учитывают сильные результаты компании

Текущий спрэд облигаций ВБД к ОФЗ составляет около 170-180 б.п. Мы полагаем, что текущий спрэд адекватно отражает кредитный профиль ВБД и уже учитывает возможное повышение рейтингов. Позитивные финансовые результаты за 1й квартал также учтены в ценах облигаций, поэтому мы не видим существенного потенциала роста.

Доходность облигаций на 5 июня



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

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243

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
Дмитрий Акулов	dakulov@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.