

Рублевые корпоративные облигации

13 декабря 2006 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- АвтоВАЗ: заклинание «купить до оферты» против «магии списков» » стр. 3
- НБ Ретал: качество пластиковой бутылки » стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3279	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	26.2577	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 61.96	- 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.74%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.58%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	109	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	441.0	+ 68.2
Остатки на д/с, млрд руб.	44.5	- 16.3
Сальдо операций с ЦБ	- 17.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

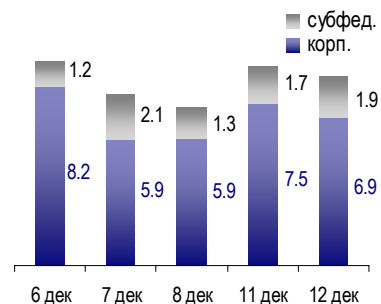
СКОРО

- 19 декабря состоится размещение дебютного выпуска ГАЗЭКС-Финанс (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта). Организатором займа выступает Райффайзенбанк

ВЧЕРА

- Размещен выпуск Алькор и Ко-1 (1.5 млрд руб.) под 11.04% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

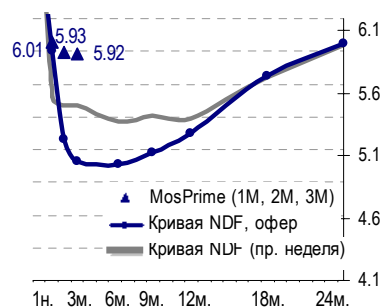


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

13 дек	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (6 млрд руб., дюрация 8.6 лет) Размещение НБ Ретал-1 (1 млрд руб., оферта через 2 года)
14 дек	Размещение Лукойл-3 (8 млрд руб., 5 лет) и Лукойл-4 (6 млрд руб., 7 лет) Размещение Северо-Западный Телеком-4 (2 млрд руб., 5 лет, опцион call через 2 года) Размещение Топ-Книга-2 (1.5 млрд руб., оферта через 2 года) Размещение Белый Фрегат-1 (1 млрд руб., 3 года)
15 дек	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	101.85	+ 5	3.6	7.54%
Газпром-4	104.33	+ 3	2.8	6.79%
РЖД-7	102.72	+ 2	4.9	7.10%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Башкирэн-3	99.96	+ 11	2.1	*8.58%
ВБД-2	103.20	+ 10	3.3	8.21%
Зенит-2	99.85	+ 7	2.0	8.63%

Лидеры падения

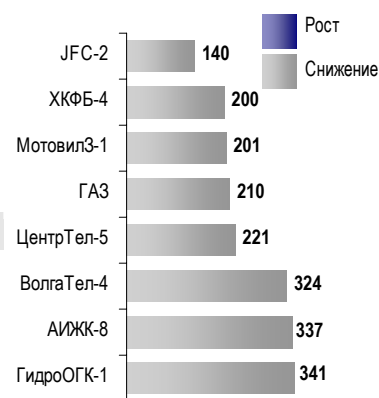
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-5	99.70	- 25	2.5	*7.76%
Газпромбанк	99.30	- 15	3.5	7.43%
АИЖК-7	99.50	- 10	5.9	7.98%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	102.50	- 30	2.7	7.68%
Копейка-2	99.10	- 20	2.0	*9.48%
Иркут-3	103.75	- 19	3.2	7.71%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

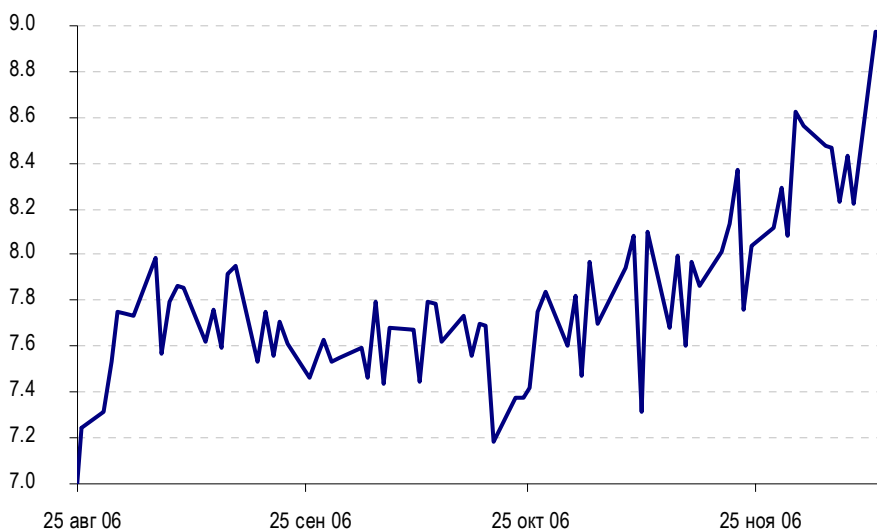
Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
ТМК, ОМК: бумаги достигли справедливых уровней, рекомендуем «держать»									
ТМК-2	05/09	Держать	100.85	-	7.10	0.29	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.35	100.35	7.77	1.13	182	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.90	101.85	7.98	1.44	196	200	↔
ЧТПЗ: облигации слишком сильно выросли, рекомендуем зафиксировать прибыль									
ЧТПЗ	30/11	Фиксировать прибыль	102.50	102.30	7.87	1.39	186	200	↑ 15
ГидроОГК: сужение спреда до 100-120 в долгосрочной перспективе									
ГидроОГК-1	15/09	Держать	103.05	102.65-103.40	7.43	3.78	109	100-120	↔
Аптеки 36.6: «фиксировать прибыль» в связи с ростом долговой нагрузки									
Аптеки 36.6-1	01/09	Фиксировать прибыль	100.57	100.50	10.66	1.42	464	470	↑ 5
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	99.90	100.20	8.75	1.11	281	250	↓ 30
Белон: «фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.30	99.45-99.85	9.16	2.27	299	320-340	↑ 20-40
ЮТК: привлекательны как самые доходные среди МРК Связьинвеста									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.10	-	8.35	0.80	252	-	↔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.16	-	8.27	1.58	221	-	↔
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.39	103.90-104.10	8.01	2.08	186	200-210	↑ 15-25
САНОС: «фиксировать прибыль» в связи с недостаточной премией к выпуску СИБУРа									
СаНОС-2	23/11	Фиксировать прибыль	105.35	104.95-105.20	8.06	2.59	184	190-200	↑ 5-15
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.83	-	8.84	1.40	283	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль» на форвардах, ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.00-100.20	7.97	4.0	162	180	↑ 20

АвтоВАЗ: заклинание «купить до оферты» против «магии списков»

АвтоВАЗ-2 «проседает» на переводе из списка А1 в А2, но остается очень привлекательным

С начала осени мы наблюдаем постоянное проседание котировок облигаций АвтоВАЗ-2, к настоящему моменту бумага с офертой через три месяца торгуется с доходностью близкой к 9%. Основную причину такой динамики мы видим в чисто техническом переводе бумаги из котировального листа А1 в лист А2. По нашему мнению, при текущей конъюнктуре облигации АвтоВАЗ-2 являются очень привлекательными, и мы рекомендуем покупать их, выставляя котировки на бирже.

Доходность АвтоВАЗ-2, к оферте



После перевода в А2 АвтоВАЗ начали продавать институциональные инвесторы

Второй выпуск АвтоВАЗа был переведен в список А2 из списка А1 25 августа 2006 г., и с этого момента началось плавное падение котировок бумаги. Дело в том, что в соответствии с действующими нормативными требованиями, компании, управляющие пенсионными и страховыми деньгами, были вынуждены продавать эти бумаги в связи с «понижением» их статуса. Проседание носило очень плавный характер, бумаге удалось избежать сильных «провалов», однако в сумме за 4 месяца бумага выросла в доходности почти на 200 б.п. В ближайшее время мы ожидаем некоторой активизации продаж в выпуске АвтоВАЗ-2 в связи с тем, что управляющие будут приводить свои портфели в соответствие с требованиями к концу года.

На горизонте года кредитное качество АвтоВАЗа весьма высоко...

Мы уже неоднократно отмечали, что на коротком горизонте мы весьма позитивно оцениваем кредитное качество АвтоВАЗа на основании следующих факторов:

- сильные финансовые результаты: рост рентабельности до уровня лидеров отрасли (маржа EBITDA около 12% по итогам 9М2006);
- низкий уровень долговой нагрузки: 1.1x Долг/EBITDA на 30.09.2006;
- высокая поддержка со стороны государственных структур.

... хотя долгосрочные перспективы выглядят менее радужно

Долгосрочные перспективы бизнеса компании представляются нам несколько менее оптимистичными из-за отсутствия четкой стратегии действий в условиях роста конкуренции со стороны производителей иномарок. Однако на горизонте ближайшего года кредитное качество компании, по нашему мнению, не подвержено никаким существенным рискам, и сомнений в успешном обслуживании облигаций у нас нет.

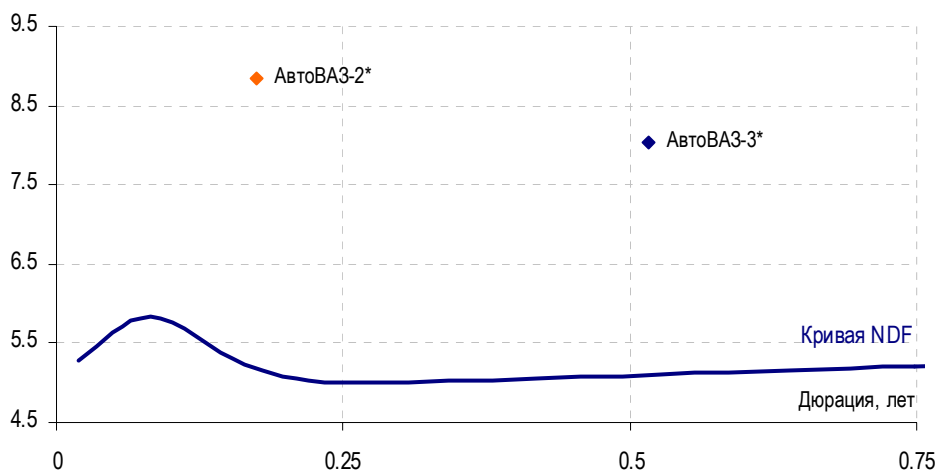
Премия АвтоВАЗ-2 к кривой NDF: около 380 б.п. очень привлекательна

Доходность АвтоВАЗ-2 на уровне 8.97% к оферте в феврале 2007 г. соответствует спреду в 380 б.п. над 3-месячными ставками NDF, что представляется нам более чем привлекательной премией за короткий риск АвтоВАЗа. Премия АвтоВАЗ-3 (оферта в июне 2007 г.) к полугодовым ставкам NDF составляет около 300 б.п., что также является, на наш взгляд, весьма интересным уровнем.

Рекомендуем покупать АвтоВАЗ-2 на бирже у институционалов

В условиях сохраняющихся относительно высоких ставок денежного рынка мы рекомендуем покупать облигации АвтоВАЗ-2 на открытых торгах на бирже, где выставляют котировки на продажу институциональные инвесторы, и держать их до оферты. Мы не рассчитываем на рост цены этих бумаг, но считаем, что они являются одной из лучших инвестиционных возможностей в самом коротком сегменте кривой доходности.

Доходность облигаций и кривая NDF на 12 декабря



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НБ Ретал: качество пластиковой бутылки

«Справедливая» доходность к оферте: 10.00-10.50%

Сегодня на ММВБ состоится дебютное размещение облигационного займа компании ЗАО «НБ Ретал» (1 млрд руб, оферта через 2 года). Мы умеренно-позитивно оцениваем финансовое состояние компании. По нашему мнению, «справедливая» доходность дебютного выпуска НБ «Ретал» составляет около 10.00-10.50% к оферте, что соответствует ставке купона в 9.75-10.25% и спреду в 400-450 б.п. к ОФЗ.

НБ Ретал является крупнейшим российским производителем ПЭТ-преформ (полуфабрикатов пластиковых бутылок) с долей рынка 30%. Из преформ, производимых компанией конечные потребители (производители пищевой продукции) изготавливают бутылки для розлива минеральных вод, пива, молочной продукции и т.п.

НБ Ретал владеет 9 заводами по изготовлению преформ и 2 заводами по изготовлению пробок (крышек). Производственные мощности компании составляют около 5.5 млрд преформ в год. Клиентами НБ-Ретал являются Coca-Cola, PepsiCo, Балтика, Sun Intrebrew Heineken и другие ведущие компании потребительского рынка.

Рынок сбыта находится под давлением конкуренции, производители вынуждены снижать цены

Рынок преформ характеризуется низким уровнем консолидации: в нем работает около 70 производителей. При сравнимом качестве предоставляемой продукции существенным конкурентным преимуществом является близость к потребителю и отпускная цена: крупные потребители имеют возможность диктовать условия поставщикам. Так, для удержания своей рыночной доли в 2006 г. компания была вынуждена снизить отпускные цены, что привело к снижению выручки в 3 квартале 2006 на 9% по сравнению с аналогичным периодом 2005 г.

Входные барьеры на рынок очень невысоки

На наш взгляд, риски, связанные с конкуренцией на рынке преформ тем более актуальны, что капиталоемкость этого бизнеса относительно невысока, а создание нового производства требует не слишком больших временных затрат. Поэтому мы предполагаем, что возможности для повышения цен и перекладывания издержек на покупателей в этом виде деятельности весьма ограничены.

Рост стоимости сырья также сильно «давит» на маржу компании

Более 80% себестоимости производства приходится на сырье (ПЭТ гранулят). В настоящее время более 85% сырья, используемого в России, импортируется из стран ЮВА. Собственное производство было начато лишь в 2003 г., и в настоящий момент при сопоставимом качестве цены на импортируемое сырье с учетом таможенных пошлин остаются ниже российских аналогов. Соответственно, при снижении маржи, риски роста цен на основное сырье выходят на первый план и оказывают существенное давление на финансовые показатели компании.

Финансовая прозрачность на очень высоком уровне, весь бизнес концентрируется на 1 компании

В качестве важного позитивного момента мы отмечаем консолидацию всего российского бизнеса НБ «Ретал» на основной компании (эмитент облигаций). Благодаря такой структуре, финансовая и операционная прозрачность компании очень высоки. В настоящий момент компания готовит отчетность только по РСБУ, в которой отражается весь российский бизнес группы. Помимо этого группа владеет активами за рубежом, но они не входят в структуру займа, поэтому мы предпочитаем рассматривать выпускаемые облигации исключительно как долг российской компании НБ «Ретал».

Финансовые результаты НБ Ретал по РСБУ (млн руб)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	7 192	448	6.2%	1 635	3.6	2.6
9М2006	5 320	482	9.1%	1 714	2.7	3.9

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Долговая нагрузка находится в комфортных пределах...

Выручка компании несколько снизилась в 3 квартале 2006 г. в основном за счет снижения отпускных цен, продиктованных рыночной конъюнктурой. В то же время, рентабельность компании за 9М2006 выросла на 3 п.п. по сравнению 2005 г. За счет роста рентабельности долговая нагрузка группы уменьшилась до приемлемого уровня в 2.7x Долг/ЕБИТДА.

... и не должна вырасти по итогам года

Компания привлекла значительный объем долга в 2005 г. для увеличения своих производственных мощностей. Текущий облигационный заем планируется полностью направить на реструктуризацию кредитного портфеля, поэтому мы ожидаем, что по итогам 2006 г. долговая нагрузка компании останется в комфортных пределах.

Финансовое положение в целом стабильное

В настоящий момент НБ Ретал генерирует достаточны операционные потоки для обслуживания нового долга. Поэтому в целом мы склонны оценивать финансовое состояние компании как достаточно стабильное.

Ретал нельзя сравнивать с пищевыми компаниями, наша оценка «справедливой» доходности: 10.00-10.50%

На наш взгляд, основные риски для кредиторов компании связаны с возможным ростом конкуренции и снижением рентабельности бизнеса. Рынок сбыта продукции является преимущественно «рынком покупателей», которые могут оказывать существенное давление на производителей преформ. Поэтому нам представляется не совсем адекватным ценообразование облигаций Ретала исходя из доходностей крупнейших российских пищевых компаний, приводимое организатором займа. По нашему мнению, доходность облигаций НБ «Ретал» должна составлять 10.00-10.50% к оферте.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Ольга Базюкина	obazyukina@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Начальник аналитического отдела

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928
----------------	------------------------	-------------------

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
-----------------	-------------------------	-------------------

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) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

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.