

Рублевые корпоративные облигации

18 декабря 2006 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Промтрактор: российские трактора становятся лучше » *стр. 3*
- Кокс: долговая нагрузка в рамках обещаний » *стр. 4*
- «Бобры» спасают ликвидность » *стр. 5*
- S&P повысило рейтинг Мегафона с BB- до BB (Positive)
- Moody's повысило рейтинги Москвы с Baa2 до Baa1 (Stable), Московской области – с Ba3 до Ba2 (Stable)

Индикаторы

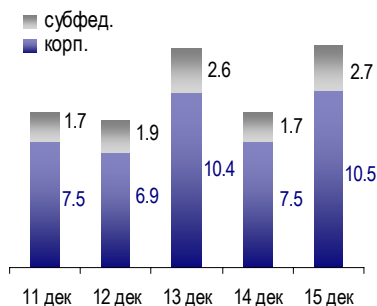
Долларов США за Евро	1.3081	- 0.5 %
Рублей за доллар США	26.3425	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 62.65	+ 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.74%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.59%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	499.7	+ 59.8
Остатки на д/с, млрд руб.	58.8	+ 12.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 21.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

В ПЯТНИЦУ

- Размещен дебютный выпуск ОГК-3 (3 млрд руб.) под 7.12% годовых к полугодовой оферте
- ЦБ разместил на аукционе ОБР-3 на 3.57 млрд руб. под 5.01% годовых к обратному выкупу 15 июня 2007 года
- Минфин доразмстил ОФЗ-АД 46018 (дюрация 8.5 лет) на 1.37 млрд руб. из 1.71 млрд руб. под 6.54% годовых

Объем торгов на ММВБ

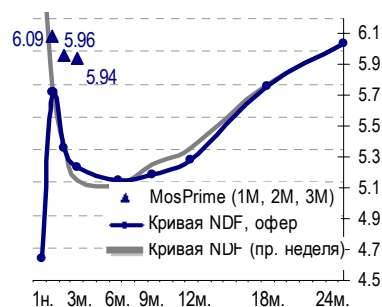


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 19 дек
- Размещение ЮТэйр-3 (2 млрд руб., оферта через 2 года)
 - Размещение Кирогенмаш-1 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
 - Размещение Группа НИТОЛ-2 (2.2 млрд руб., 3 года)
- 20 дек
- Уплата НДС
 - Размещение Бородино-Финанс-1 (2.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
 - Размещение Вагонмаш-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
 - Размещение Нэфис Косметикс-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.85	+ 14	2.4	6.70%
АИЖК-8	99.50	+ 10	5.7	7.94%
ГидроОГК-1	103.15	+ 10	3.8	7.40%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	103.82	+ 22	3.2	7.69%
УРСИ-4	102.33	+ 13	0.9	7.32%
Дальсвязь-3	101.20	+ 8	1.7	8.03%

Лидеры падения

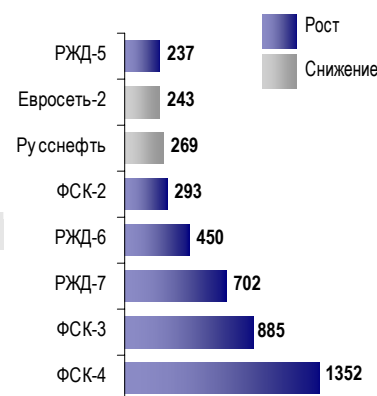
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-6	99.00	- 15	5.2	7.81%
ЛУКОЙЛ-2	100.80	- 15	2.7	7.06%
Газпромбанк	99.25	- 10	3.5	7.45%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-5	100.30	- 30	1.6	*8.04%
РТК-Лизинг-4	100.00	- 10	0.9	8.97%
ЦентрТел-4	114.05	- 10	2.3	8.03%

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.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.84	-	7.08	0.28	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.35	100.35	7.76	1.13	179	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.70	101.80	8.13	1.43	208	200	↓ 10
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.25	8.01	1.38	197	200	↔
ГидроОГК: сужение спреда до 100-120 в долгосрочной перспективе									
ГидроОГК-1	15/09	Держать	103.15	102.60-103.35	7.40	3.77	105	100-120	↔
Аптеки 36.6: «фиксировать прибыль» в связи с ростом долговой нагрузки									
Аптеки 36.6-1	01/09	Фиксировать прибыль	100.80	100.45	10.49	1.41	445	470	↑ 25
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	99.86	100.20	8.79	1.10	282	250	↓ 30
Белон: «фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.25	99.40-99.80	9.19	2.26	299	320-340	↑ 20-40
ЮТК: привлекательны как самые доходные среди МРК Связынвеста									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.07	-	8.37	0.79	251	-	↔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.20	-	8.44	1.79	233	-	↔
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.38	103.85-104.05	8.01	2.07	184	200-210	↑ 15-25
САНОС: «фиксировать прибыль» в связи с недостаточной премией к выпуску СИБУРа									
СаНОС-2	23/11	Фиксировать прибыль	105.25	104.90-105.15	8.10	2.59	186	190-200	↑ 5-15
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.86	1.39	282	-	↔
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	160	180	↑ 20

Промтрактор: российские трактора становятся лучше

Интервью главного акционера и сводная отчетность за 9М2006

На прошлой неделе Ведомости опубликовали интервью с владельцем холдинга «Тракторные заводы» (КТЗ) г-ном Болотиным. Также на прошлой неделе управляющая компания группы КТЗ предоставила сводную отчетность по РСБУ, которая позволяет судить о масштабах операций концерна после консолидации активов, приобретенных в 2006 г.

Долговая нагрузка снижается, но риски структуры пока актуальны

По нашему мнению, в настоящий момент уже можно говорить об успехах консолидации группы КТЗ: в 2006 г. объемы выпуска на предприятиях группы существенно выросли (ориентир: +30% к 2005 году), долговая нагрузка постепенно снижается (наш прогноз: 4.0-4.5x Долг/ЕБИТДА по итогам года). В то же время облигации группы все еще остаются в значительной мере подверженными инвестиционным рискам, связанным с реструктуризацией и возможными новыми приобретениями.

В настоящий момент в группу КТЗ входит значительное число предприятий и юридических лиц. С апреля 2006 г. все основные активы группы находятся под управлением ООО «Компания корпоративного управления КТЗ». Окончательная юридическая структура группы пока еще не сформирована: до конца года акционеры примут решение о создании единой холдинговой компании или переводе предприятий группы на единую акцию.

Облигации пока не являются долгом всей группы КТЗ

Таким образом, де-юре в настоящий момент облигации Промтрактор-Финанс представляют собой долг нескольких заводов (Промтрактор, Чебоксарский Агрегатный Завод, Промтрактор-Промлит), а не всей группы КТЗ. Однако мы все же предпочитаем оценивать кредитное качество облигаций Промтрактора на основании финансовых результатов всей группы КТЗ, т.к. ожидаем завершения корпоративных процедур и консолидации группы в течение ближайшего времени.

Рост физических объемов производства: 30%

Одним из главных результатов 2006 г. мы считаем рост объемов производства на заводах группы: по оценкам г-на Болотина физический объем выпуска увеличился на 30%, и в 2007 г. рост планируется на таком же уровне. Столь динамичный рост связан с тем, что загрузка мощностей на заводах группы пока относительно невысока, поэтому сохраняется дальнейший потенциал для наращивания производства на существующих площадках.

Выручка: \$1.1 млрд, маржа ЕБИТДА: около 12%

С учетом приобретения новых активов выручка группы КТЗ должна, по оценкам г-на Болотина, составить около \$1.1 по итогам 2006 года. В целом эта оценка согласуется с финансовыми результатами, представленными в сводной отчетности Компании корпоративного управления: по итогам 2-3 квартала выручка предприятий группы составила 13.8 млрд руб. По данным отчетности по РСБУ мы оцениваем рентабельность КТЗ в 12% по ЕБИТДА (маржа ЕБИТДА Промтрактора за 2005 г.: 14.3%). Исходя из этой оценки прогноз pro forma ЕБИТДА за 2006 г. составляет около \$132 млн.

Мы наблюдаем значительные расхождения в оценках совокупного размера долга: цифра, озвученная г-ном Болотиным (\$500 млн) существенно отличается от данных сводной отчетности (около \$700 млн). Мы предполагаем, что такая ситуация связана с идущей консолидацией активов: видимо, в отчетности по РСБУ был отражен значительный объем внутригрупповых операций. Это же мнение подтверждается наличием значительных объемов финансовых вложений на сводном балансе: 8.8 млрд руб. по состоянию на 30 сентября. В качестве размера совокупного долга мы предпочитаем использовать ориентир в \$500 млн, приведенный г-ном Болотиным.

Долговая нагрузка: 4.0-4.5x Долг/ЕБИТДА по итогам года (наш прогноз)

Таким образом, мы оцениваем уровень долговой нагрузки по группе КТЗ в размере 4.0-4.5x Долг/ЕБИТДА по итогам 2006 г. На момент размещения второго выпуска облигаций в качестве ориентира долговой нагрузки мы использовали показатель в 5.8x Долг/ЕБИТДА (данные по МСФО Промтрактора за 2005 г.). Соответственно, мы считаем возможным говорить о том, что, несмотря на покупку Агромашхолдинга в 2006 году, долговая нагрузка группы постепенно приближается к комфортным уровням.

В ближайшее время компания приостановит M&A активность, но долговая нагрузка вряд ли будет резко снижаться

В интервью Ведомостям г-н Болотин сообщил, что до середины 2007 г. группа планирует приостановить активность в сфере поглощений и сконцентрировать усилия на работе с уже имеющимися активами. Мы позитивно оцениваем эту новость с точки зрения кредитного качества компании: она означает, что резкого роста долга в ближайшее время, судя по всему, не будет. Однако в ближайшие годы вряд ли стоит ожидать радикального снижения долговой нагрузки:

- во-первых: требуются существенные затраты на модернизацию производственных мощностей существующих заводов;
- во-вторых: стратегической целью акционеров является увеличение стоимости компании за счет приобретения новых активов, поэтому мы ожидаем, что в дальнейшем долг все же будет увеличиваться.

Существенная проблема для облигаций: относительно невысокая прозрачность и сложность структуры группы

По нашему мнению, главной проблемой для облигаций Промтрактора в настоящий момент является относительно низкая финансовая прозрачность и сложность юридической структуры группы. Обе эти проблемы имеют вполне объективную причину: группа находится в стадии консолидации, поэтому последняя доступная аудированная отчетность не отражает реального состояния дел после покупки новых активов. Мы ожидаем, что в следующем году группа опубликует полную консолидированную отчетность по МСФО. Также мы надеемся, что в случае выбора холдинговой структуры группы (а не перевода всех предприятий на единую акцию), будет объявлена дополнительная оферта по облигациям Промтрактор-Финанс от головной структуры нового холдинга.

Рекомендуем покупать облигации Промтрактор-2 с горизонтом от 6 месяцев

В настоящий момент облигации Промтрактор-2 еще не вышли на вторичный рынок. Исходя из форвардных котировок в районе 100.00% от номинала, спред бумаги к 1.5-годовой оферте составляет около 500 б.п. (доходность: 11.04%). По нашему мнению, это вполне адекватный уровень для компании в ее текущем состоянии. Однако мы ожидаем существенного роста кредитного качества Промтрактора в следующем году в связи с публикацией консолидированной отчетности и юридической реструктуризацией группы. Мы рекомендуем инвесторам приобретать облигации Промтрактора с временным горизонтом от 6 месяцев и считаем эту бумагу весьма привлекательной при текущем уровне доходности.

Кокс: долговая нагрузка в рамках обещаний

На основании бухгалтерской отчетности основных компаний, входящих в группу ОАО «Кокс» по РСБУ за 9М2006 мы констатируем, что долговая нагрузка группы не выходит за рамки ориентиров, данных при размещении облигаций. В целом мы позитивно оцениваем кредитное качество группы и отмечаем, что высокая степень диверсификации бизнеса позволяет ей относительно комфортно переживать периоды неблагоприятной конъюнктуры на отдельные виды продукции.

Доступна отчетность по РСБУ всех основных компаний группы Кокс

В настоящий момент инвесторам доступна отчетность по РСБУ за 9М2006 по всем основным консолидируемым компаниям группы Кокс: ОАО «Кокс»; ОАО «Уфалейникель»; ЗАО ПО «Режникель»; ОАО «Полема»; ОАО «Ванадий»; ОАО Комбинат «КМАРуда».

В силу значительных объемов внутригрупповых операций суммирование выручки не даст адекватного представления о консолидированных показателях группы. Однако показатель прибыли от продаж лишен этого недостатка: он отражает маржу, остающуюся в распоряжении каждого отдельного предприятия группы.

Прогноз EBITDA: 6.8-7 млрд руб. за 2006 год

Суммарная операционная прибыль перечисленных компаний по РСБУ за 9М2006 составила 4.6 млрд руб. Исходя из данных по амортизации за прошлый год, мы прогнозируем, что суммарная величина EBITDA основных предприятий группы составит 6.8-7 млрд руб. по итогам 2006 года.

Оценка долговой нагрузки: 1.5-1.7x Долг/EBITDA – в рамках ориентиров,

Суммарный размер долга группы на 1 октября составлял 10.8 млрд руб., причем до конца 2006 г. руководство группы не планировало увеличивать объем долга. Соответственно,

данных при размещении облигаций

исходя из нашего прогноза величины EBITDA за 2006 г., мы оцениваем уровень долговой нагрузки группы Кокс на уровне 1.5-1.7x Долг/EBITDA по итогам года. Это значение соответствует ориентирам, данным при размещении облигационного займа: компания обещала не увеличивать долговую нагрузку выше 2x Долг/EBITDA. Поэтому мы считаем возможным говорить о прозрачности и предсказуемости финансовой политики группы.

Высокая диверсификация бизнеса позволяет спокойно переживать «спад» на отдельных рынках

Сильной стороной бизнеса группы является высокая степень диверсификации, снижающая зависимость финансовых результатов от динамики цен на отдельные виды продукции. Так, по итогам 9М2006 мы отмечаем существенное изменение финансовых результатов отдельных компаний группы:

- в связи со снижением мировой цены на ванадий, выручка ОАО «Ванадий» упала на 45% по сравнению с 9М2005;
- высокие цены на никель компенсировали снижение выручки Ванадия: доходы Уфалейникеля и Режникеля выросли почти в 2 раза.

Рекомендуем «держат» облигации Кокса

Мы позитивно оцениваем кредитное качество ОАО «Кокс» на основании относительно невысокого уровня долговой нагрузки и высокой диверсификации источников доходов. По нашей оценке, «справедливый» спрэд облигаций Кокса составляет 250-260 б.п. к ОФЗ, что в целом соответствует текущим ценовым уровням (около 100.70%). Поэтому мы рекомендуем «держат» облигации Кокса.

«Бобры» спасают ликвидность**В банковскую систему поступило 93 млрд руб. от выкупа ОБР**

В пятницу объем рублевой ликвидности в банковской системе существенно увеличился: ЦБ выкупил ОБР на 97 млрд руб., разместив при этом облигаций всего на 4 млрд. По нашему мнению, высвободившийся объем рублей позволит относительно спокойно пережить налоговые платежи в конце месяца даже без существенных поступлений из бюджета.

Исходя из реестров сделок, почти 90% выкупа ОБР пришлось на одного участника. Установленная ставка на уровне 5.01% к полугодовому выкупу, судя по всему, не удовлетворила крупнейшего держателя ОБР, поэтому по итогам аукциона ЦБ разместил всего 3.6 млрд руб., а оставшиеся средства пополнили ликвидность банковской системы.

Мы ожидаем, что приток рублей позволит более спокойно переживать налоговые даты

Мы ожидаем, что высвободившиеся средства в некоторой мере компенсируют банковской системе так и не приходящие неизрасходованные бюджетные средства. Мы предполагаем, что высвободившихся 93 млрд руб. будет достаточно, чтобы относительно спокойно пережить все налоговые платежи конца декабря без существенного роста ставок. Однако для снижения коротких рублевых ставок с текущих уровней в 4-5% также пока недостаточно причин. Мы ожидаем, что в декабре короткие рублевые ставки останутся стабильными, и не будут резко расти в налоговые даты.

Ждать существенного снижения доходностей до конца года не стоит

По нашему мнению, даже с учетом пришедших денег, ждать снижения доходностей на рынке рублевых облигаций более чем на 10 б.п. до конца года не стоит. По нашим прогнозам, снижение доходностей начнется в следующем году, когда неизрасходованные остатки по счетам бюджетополучателей начнут поступать в систему. Мы ожидаем, что высвобожденная ликвидность будет постепенно абсорбироваться за счет еженедельных аукционов по доразмещению ОБР, поэтому приход 93 млрд «свободных» рублей еще не дает поводов для эйфории.

Размещения прошлой недели дают поводы для оптимизма, но прогнозировать «ралли» пока рано

Помимо роста ликвидности, прошлая неделя принесла 2 хороших новости для рублевого рынка, которые позволяют предположить, что период проседания цен пройден:

- высокий спрос на аукционе по ОФЗ 46018, который позволил МинФину разместить бумагу без премии;
- успешное размещение длинного выпуска ЛУКОйл-4 со ставкой купона на 30 б.п. ниже первоначального ориентира.

По нашему мнению, эти события свидетельствуют о том, что крупные участники вновь готовы покупать длинную дюрацию в расчете на снижение доходностей. Однако пока нет достаточных оснований, чтобы прогнозировать «ралли» в рублевых облигациях.

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.