

Рублевые корпоративные облигации

19 декабря 2006 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Группа Нитол: комментарий перед размещением » *стр. 3*
- ЮТЭйр: все дело в возрасте парка » *стр. 5*

Индикаторы

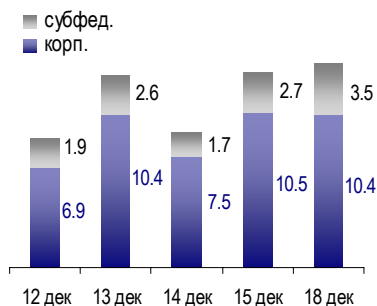
Долларов США за Евро	1.3097	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.3906	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 61.61	- 1.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.72%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.61%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	102	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	515.4	+ 15.7
Остатки на д/с, млрд руб.	57.8	- 1.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 5.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- На 22 декабря запланированы следующие размещения
 - Дебютный выпуск Зерновой компании «Настюша» (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
 - Дебютный выпуск Еврокоммерц (1 млрд руб., годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

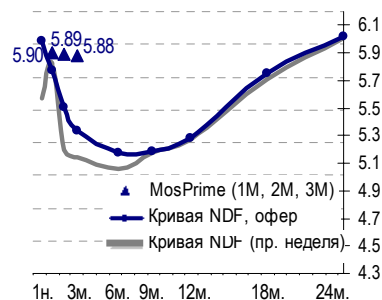


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

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. %
ГидроОГК-1	103.30	+ 15	3.8	7.36%
Газпром-4	104.40	+ 10	2.8	6.75%
АИЖК-7	99.64	+ 9	5.9	7.96%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	114.20	+ 15	2.3	7.96%
ГАЗ	99.99	+ 13	1.1	*8.66%
Карусель-1	99.62	+ 7	1.6	*10.22%

Лидеры падения

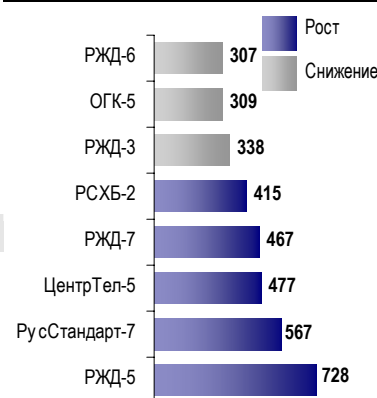
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-3	100.00	- 25	1.9	7.23%
ФСК-4	100.35	- 15	4.1	7.34%
АИЖК-8	99.45	- 5	5.7	7.95%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	103.57	- 25	3.2	7.77%
УРСИ-4	102.10	- 23	0.8	7.57%
Дальсвязь-3	101.00	- 20	1.7	8.15%

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	100.90	-	6.72	0.27	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.35	100.35	7.76	1.12	180	180	↔
ОМК	30/11	Покупать	101.70	101.80	8.12	1.42	208	200	↓ 10
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.25	8.00	1.37	197	200	↔
ГидроОГК: сужение спреда до 100-120 в долгосрочной перспективе									
ГидроОГК-1	15/09	Держать	103.30	102.65-103.40	7.36	3.76	102	100-120	↔
Аптеки 36.6: «фиксировать прибыль» в связи с ростом долговой нагрузки									
Аптеки 36.6-1	01/09	Фиксировать прибыль	100.80	100.50	10.50	1.40	447	470	↑ 25
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	99.99	100.20	8.66	1.09	271	250	↓ 20
Белон: «фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.45-99.85	9.26	2.25	308	320-340	↑ 10-30
ЮТК: привлекательны как самые доходные среди МРК Связьинвеста									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.12	-	8.27	0.78	242	-	↔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.17	-	8.45	1.78	235	-	↔
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.36	103.85-104.05	8.01	2.06	186	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	8.09	2.58	187	190-200	↑ 5-15
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.86	1.38	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

Группа Нитол: комментарий перед размещением

Сегодня на ММВБ состоится размещение второго облигационного займа группы Нитол (2.2 млрд руб, годовая оферта по цене 99.00%, погашение через 3 года). В целом мы позитивно оцениваем кредитное качество компании и структуру облигационного займа. Однако высокая долговая нагрузка, связанная с запуском новых направлений производства требует, на наш взгляд, достаточно высокой доходности по бумагам компании. По нашему мнению, ориентир организаторов по ставке купона на уровне 11.25-11.75% вполне адекватно отражает кредитные риски компании.

Основная специализация – продукция хлорной химии

Группа Нитол – вертикально интегрированный химический холдинг. Ее основным производственным активом является ООО “Усольехимпром” (УХП), обеспечившим 94% всей выручки группы по итогам 1 п/г 2006 г. УХП специализируется на производстве различных продуктов хлорной химии, которые в основном используются для дальнейшей переработки в рамках химической промышленности, а также в строительной отрасли. По отдельным видам продукции УХП занимает ведущие позиции на рынке России.

Большая часть продукции экспортируется в Китай

В структуре продаж основного производственного направления преобладает экспорт в Китай (около 62%). Экспортная продукция реализуется УХП самостоятельно, поставки на внутренний рынок осуществляются через торговую компанию группы ООО “Химическая группа Нитол”. Для транспортировки готовой продукции на внутренний рынок и за рубеж используется собственный парк железнодорожных цистерн.

С 2005 г. группа начала производство продукции высоких переделов...

С 2005 г. группа начала развивать новые направления деятельности за счет приобретения производственных мощностей и их последующей модернизации. Пока их совокупная доля в структуре продаж не превышает 2%, но дальнейшие перспективы группы связаны именно с производством продукции высоких переделов:

... которая позволит увеличить рентабельность группы

Производство органической химии: Нитол является единственным в России производителем резорцина, который используется в производстве химикатов для шинной и резинотехнической промышленности, а также в фармацевтике.

Производство эфиров целлюлозы и эпоксидных смол, используемых при изготовлении строительных материалов.

Производство поликристаллического кремния (ПКК), сырья для полупроводниковой промышленности и солнечных батарей. Производство ПКК в России отсутствует. Нитол располагает стратегическими преимуществами для организации производства ПКК в сжатые сроки благодаря наличию требуемой инфраструктуры и собственной сырьевой базы, а также близости главного источника сырья – технологического кремния. ПКК является продукцией более высокого передела по сравнению с текущим ассортиментом группы, что позволит Нитолу увеличить рентабельность.

Приоритеты развития: модернизация и расширение производства

Основными направлениями инвестиционной программы группы в 2006-2008 гг. стали модернизация и расширение текущего производства, и запуск проекта по производству ПКК. Программа оценивается в 2.5 млрд руб, причем по состоянию на ноябрь 2006 г. большая ее часть (67%) уже выполнена. По прогнозам компании, реализация инвестиционной программы позволит увеличить выручку до 7 млрд руб в 2008 г.

Финансовые результаты группы Нитол (млн руб)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005 (МСФО)	3 123	273	8.7%	1 199	4.4	5.1
1 п/г 2006 (упр отч)	2 095	219	10.5%	1 639	3.7	3.3

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

В 2005 г. компания столкнулась с ужесточением протекционистских мер на основном рынке быта продукции компании – Китае. Дополнительные транспортные расходы повлекли за собой падение маржи EBITDA на 5.2 п.п. К настоящему моменту основные проблемы уже решены и компания восстановила экспорт в Китай. За счет разработанных в 2005 г. схем поставок, а также реализации части инвестиционных проектов удалось восстановить рентабельность на уровне 2004 г.

**Долговая нагрузка
достаточно высока**

Инвестпрограмма, связанная с запуском новых направлений производства была профинансирована за счет долговых ресурсов: в 2005 г. долг группы увеличился более чем в 2 раза. Впрочем, за счет роста доходов и повышения операционной эффективности в 1 п/г 2006 г. долговая нагрузка уменьшилась до 3.8х Долг/EBITDA с 5.4х по итогам 2005 г.

Настоящий облигационный заем привлекается для рефинансирования первого облигационного займа группы (оферта 25.12.2006, на сумму 1 млрд руб.), и дальнейшего финансирования инвестиционных проектов. По итогам 2006 г. долговая нагрузка группы существенно увеличится. Однако, по оценкам организатора, ее величина не превысит 5х, т.к. запуск новых видов продукции должен увеличить доходы компании.

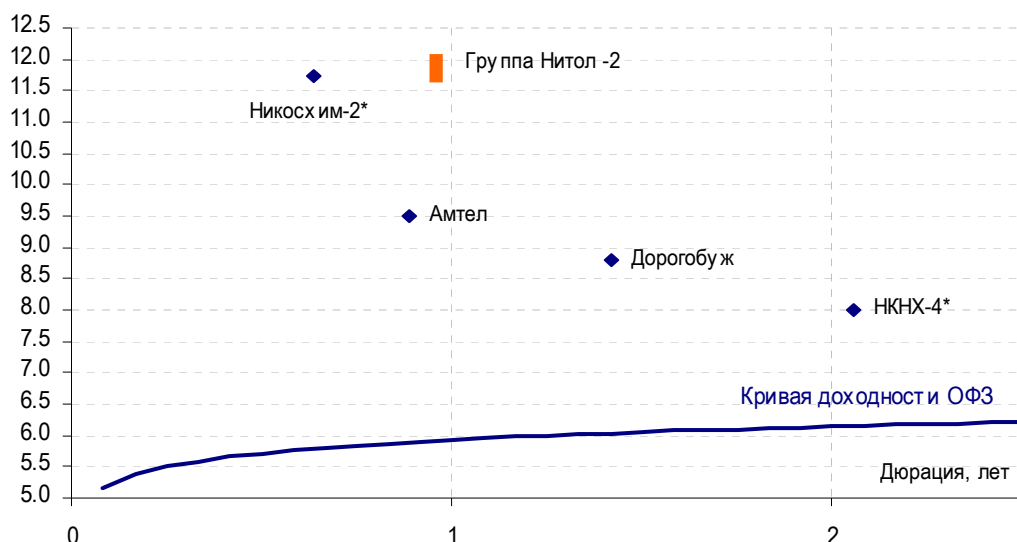
**Качественная структура
займа**

Структура займа представляется нам достаточно качественной: поручителем выступает основное производственное предприятие группы УХП, генерирующее 94% выручки и 95% операционной маржи. Новые направления производства будут сконцентрированы на «дочках» эмитента, что также является весьма комфортной для кредиторов схемой.

**Ориентир организатора
по доходности
11.5712.09% - вполне
адекватная оценка рисков
компании**

Группа Нитол является ведущим производителем России по ряду химических продуктов. В настоящее время она находится в активной инвестиционной фазе, из-за которой долговая нагрузка группы несколько превосходит комфортные пределы. Однако ориентир организаторов по доходности (11.57-12.09% к погашению), на наш взгляд, является адекватной компенсацией за риски компании. Вероятность исполнения годовой оферты по цене 99.00% относительно невысока, однако даже в этом случае доходность бумаги будет вполне привлекательной (10.55-11.07%).

Доходность облигаций на 18 декабря 2006 г.



* к оферте

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЮТЭйр: все дело в возрасте парка

**Наша оценка: 11.00% УТР
несколько выше
ориентира организаторов**

Сегодня состоится размещение выпуска ЮТЭйр-Финанс-3 (2 млрд руб., оферта через 2 года). Мы оцениваем «справедливую» доходность сегодняшнего выпуска на уровне около 11.00% к оферте, что несколько выше ориентира организаторов (10.50-10.70% УТР).

ЮТЭйр входит в число 5 крупнейших российских авиакомпаний, основными направлениями бизнеса являются:

- пассажирские авиаперевозки на самолетах (61% выручки в 2005 году);
- вертолетное обслуживание (31%).

**Основное направление –
пассажирские
авиаперевозки**

Авиатранспортное обслуживание ЮТЭйра на 88% представлено внутренними регулярными авиарейсами и на 12% – международными чартерными перевозками. Авиапарк компании состоит из 124 самолетов. Сегмент авиаперевозок продемонстрировал высокие результаты по итогам 9М2006: число пассажиров, воспользовавшихся услугами ЮТЭйра, выросло на 33%, в то время в целом по отрасли рост составил 8%. В итоге ЮТЭйр вышел на 4-е место по пассажирским перевозкам среди российских авиакомпаний, заняв долю рынка 6.2%.

**Главная проблема: износ и
устаревание авиапарка
компании**

Однако, дальнейший рост сдерживается, на наш взгляд, следующими факторами:

- низкая топливная эффективность большей части имеющихся в парке самолетов;
- значительный износ ближнемагистральных самолетов, использующихся на внутренних рейсах (парк компании состоит в основном из отечественных самолетов, разработанных еще в 1960-х годах).

Для решения вышеперечисленных проблем стратегией ЮТЭйра предусмотрена закупка новых воздушных судов иностранного производства. Этот процесс займет достаточно продолжительное время и потребует привлечения значительных инвестиций.

**Вертолетное направление
динамично развивается,
но оно приносит всего
треть выручки**

Вертолетное направление характеризуется широким спектром выполняемых работ и обширной географией деятельности. В России ЮТЭйр является самой крупной вертолетной компанией с парком из 182 машин. Основными клиентами являются представители нефтегазового сектора, для которых ЮТЭйр осуществляет перевозку пассажиров и оборудования в Сибирском и Дальневосточном регионах со слабо развитой сетью дорог с твердым покрытием. Деятельность на международных рынках в вертолетном сегменте в 2005 году принесла ЮТЭйру почти в 2 раза больше доходов по сравнению с внутренним рынком. Наибольшая доля заказов пришла на ООН: вертолетные услуги в значительной степени востребованы при проведении миротворческих операций.

Вертолетный бизнес приносит компании меньшую выручку по сравнению с самолетными авиаперевозками. Однако, обладая большим парком машин и значительным опытом, ЮТЭйр занимает на этом рынке очень крепкие позиции. Поэтому мы считаем, что компания имеет существенный потенциал роста в сегменте оказания вертолетных услуг.

Финансовые результаты группы ЮТЭйр (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2004 МСФО	8 320	504	6.1%	3 251	6.5	1.4
2005 МСФО	12 110	1 369	11.3%	4 208	3.1	3.1
9М2006 РСБУ	11 869	1140	9.6%	5025	3.3	3.5

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Прозрачность компании
достаточно высока**

Финансовую прозрачность ЮТЭйр мы оцениваем как достаточно высокую: группа публикует годовую консолидированную отчетность по МСФО, а отчетность головной компании по РСБУ начиная с 2006 г. достаточно адекватно отражает результаты группы. Головная компания группы – ОАО АК «ЮТЭйр» является поручителем по облигационному займу.

Выручка растет очень динамично	В 2005 г. выручка ЮТЭйр выросла на 45% и составила 12.1 млрд руб. Столь динамичный рост связан, прежде всего, с приобретением самолетов и увеличением объемов перевозок. По итогам 9М2006 можно констатировать продолжение роста выручки компании: по данным отчетности ОАО АК «ЮТЭйр» по РСБУ выручка увеличилась на 46% по отношению к показателю за 9М2005.
Рентабельность стабильная (11-12%), маржа в 2006 г. перераспределяется в пользу головной компании	С ростом выручки показатель рентабельности остается на стабильном уровне: около 11-12% по EBITDA. Мы отмечаем, что в 2006 г. значительная часть операционной прибыли, судя по всему, была перераспределена в пользу головной компании: в 2005 г. финансовые показатели ОАО АК «ЮТЭйр» по РСБУ существенно отставали от консолидированных показателей группы – на головную компанию пришлось всего 30% операционной прибыли. По итогам 9М2006 рентабельность АК ЮТЭйр существенно выросла и приблизилась к консолидированным показателям группы. По нашему мнению, такая ситуация связана с тем, что в 2005 г. значительная часть маржи оставалась на дочерней лизинговой компании. В любом случае, мы не видим угроз для кредиторов в такой ситуации, т.к. ООО «ЮТЭйр-лизинг» на 99.5% принадлежит головной компании.
Долговая нагрузка невелика, но будет расти в связи с потребностями в обновлении авиапарка	Текущая долговая нагрузка компании относительно невелика: около 3.3х Долг/EBITDA и позволяет достаточно комфортно обслуживать обязательства. Однако мы отмечаем, что долг ЮТЭйра, судя по всему, будет существенно расти в ближайшие годы. Основной причиной роста долга, на наш взгляд, станет устаревание авиапарка, что потребует значительных затрат на его обновление. Подробностей относительно планов по привлечению новых долгов компаний пока не раскрывает, а облигации, судя по данным организаторов, выпускаются для рефинансирования текущего долга.
Наша оценка «справедливой» доходности: 11.00% к оферте (спрэд: около 500 б.п. к ОФЗ)	По нашему мнению, основной бизнес-риск российских авиакомпаний, присутствующих на долгом рынке, связан именно с высоким износом авиапарка и, как следствие, со значительной потребностью в инвестициях. На наш взгляд, такая ситуация требует значительной премии по доходности при размещении облигаций авиакомпаний. Мы оцениваем «справедливый» спрэд ЮТЭйра на уровне около 500 б.п. к ОФЗ, что соответствует доходности около 11.00% к оферте. Ориентир организаторов несколько ниже: 10.50-10.70% УТР. По нашему мнению, такая доходность также вполне адекватна с учетом текущего кредитного качества компании, но она не в полной мере учитывает будущую потребность в долгом финансировании.

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.