

Рублевые корпоративные облигации

12 декабря 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Мечел: угольный дивизион требует инвестиций и готов к IPO » *стр. 2*

Индикаторы

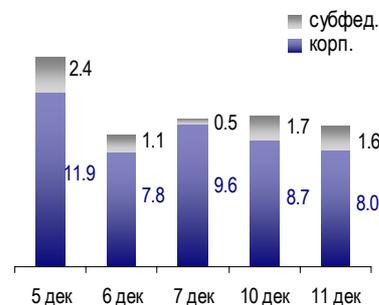
Долларов США за Евро	1.4699	- 0.0 %
Рублей за доллар США	24.4225	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 88.98	+ 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.48%	+ 6 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.54%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	155	+ 11 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	622.1	+ 21.6
Остатки на д/с, млрд руб.	100.0	+ 1.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 3.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск АИЖК-10 (6 млрд руб.) размещен под 8.08% годовых к погашению через 11 лет

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

12 дек	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (4 млрд руб., дюрация 8.3 года)
13 дек	Аукцион ОБР-4 (400 млрд руб., погашение 16 июня 2008 года)
17 дек	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
18 дек	Размещение ЛЭКстрой-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
20 дек	Уплата НДС
25 дек	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	101.19	+ 30	3.4	7.06%
ВТБ-5	99.42	+ 20	0.4	*7.71%
Мосэнерго-2	100.15	+ 14	3.6	*7.75%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кубаньэн-1	99.20	+ 50	1.7	8.49%
РусСтандарт-8	97.20	+ 45	0.8	*12.12%
АвтоВАЗ-3	99.40	+ 40	0.5	*9.05%

Лидеры падения

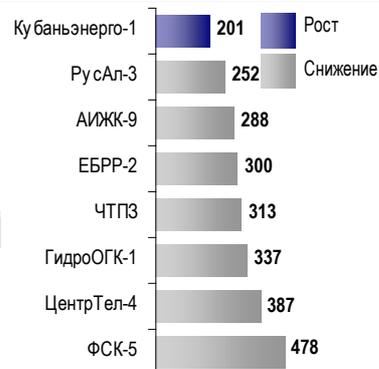
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	101.25	- 40	5.0	7.10%
Газпром-8	100.40	- 26	3.4	7.00%
АИЖК-7	100.90	- 20	5.4	7.73%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	94.85	- 145	1.3	*13.78%
Росбанк	99.15	- 65	1.1	8.66%
Копейка-2	91.95	- 50	1.1	*17.28%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Мечел: угольный дивизион требует инвестиций и готов к IPO

Результаты Мечела за 9 месяцев 2007: горнодобывающий дивизион опережает металлургический и по рентабельности, и по вкладу в операционную прибыль группы

Вчера Мечел опубликовал отчетность по US GAAP за 9 месяцев 2007 г. Компания вновь продемонстрировала очень хорошие результаты, закрепив успехи первого полугодия. Некоторое замедление темпов роста в металлургическом сегменте компенсируется быстрым прогрессом горнодобывающего направления. Показатели Якутугля и Эльгаугля пока не консолидированы, поэтому вклад угольного бизнеса в результаты группы будет только расти. При этом определяющим фактором кредитного профиля Мечела становится выбор источников финансирования M&A в горнодобывающем сегменте и инвестиций в развитие приобретенных активов.

Мы ожидаем, что долговая нагрузка Мечела увеличится до конца 2007 года и не исключаем ее дальнейшего роста в 2008 году. Мы не видим в этой тенденции угрозы кредитному качеству группы и считаем, что текущий уровень спрэдов облигаций Мечела в целом адекватен кредитным характеристикам. Однако потенциал роста цены бумаг Мечела, на наш взгляд, практически отсутствует.

Основные финансовые показатели Мечела по US GAAP за 9 месяцев 2007 г.

- Выручка: \$4.6 млрд (+48% к 9M2006);
- EBITDA: \$1.2 млрд, маржа EBITDA 25.9% (21.3% по итогам 9M2006);
- Чистый Долг: \$0.6 млрд, Чистый Долг/EBITDA: 0.4x

В металлургии Мечел стремится увеличить долю продукции с более высокой добавленной стоимостью, но на рентабельности по EBITDA это пока не отразилось

Снижение темпов роста Мечела в 3-м квартале объясняется сезонным ухудшением конъюнктуры рынка стальной продукции и коррекцией цен на некоторые металлы. Кроме того, мы отмечаем значительный рост операционных расходов, который не позволил компании добиться повышения рентабельности металлургического направления (маржа EBITDA по сегменту осталась на уровне 18.6%). Мечел планирует повысить эффективность за счет увеличения доли выпуска метизной продукции и сокращения производства товарной заготовки, однако отдачи следует ожидать не ранее 2008 года.

Основные успехи Мечела – в горнодобывающем дивизионе

В горнодобывающем сегменте компания, напротив, продемонстрировала впечатляющий рост рентабельности: маржа EBITDA увеличилась с 21.3% до 36.9%. Доля сегмента в совокупной EBITDA группы возросла с 38% до 54%. В первую очередь это связано с длительным периодом роста цен на продукцию сегмента, на фоне которого Мечел увеличил производство угля на 8%, а никеля – на 22% по сравнению с 9M2006.

Инвестпрограмма 2007 года профинансирована за счет операционного денежного потока...

Капитальные затраты группы за 9M2007 распределились между двумя основными сегментами приблизительно в равной пропорции и составили \$319 млн. Операционный денежный поток Мечела более чем достаточен для финансирования инвестпрограммы, поэтому причинами для увеличения долга являются только сделки M&A, а также последующие инвестиции в приобретенные активы. За январь-сентябрь компания потратила на приобретения около \$520 млн, примерно на такую же сумму вырос с начала 2007 года валовый долг (\$1 млрд на конец сентября). Показатель Долг/EBITDA по итогам 9 месяцев составил всего 0.6x.

...однако для сделок M&A требуется увеличивать долговую нагрузку

Однако основные инвестиции, связанные с M&A, остались за рамками отчетного периода. В октябре 2007 г. Мечел приобрел на аукционе 75%-1 акцию компании Якутуголь и около 69% в компании Эльгауголь. Общая сумма сделки составила \$2.3 млрд. По условиям аукциона Мечел должен был оплатить приобретение в течение месяца, поэтому компания привлекла бридж-кредит ВТБ, условия которого не раскрываются.

Прогноз показателя Долг/EBITDA на конец 2007 года – около 2x

Бридж-кредит, по всей видимости, рефинансируется за счет синдицированного займа, размер которого совпадает со стоимостью приобретенных пакетов Якутугля и Эльгаугля. Один из траншей будет обеспечен экспортными поставками группы, ставка по обеспеченному составит, по информации Reuters, Libor+150б.п., по необеспеченному - Libor+250б.п. Таким образом, на конец 2007 года валовый долг группы Мечел может достигнуть \$3.3 млрд. В результате долговая нагрузка группы, по нашим оценкам, может возрасти до 1.8-2.0x Долг/EBITDA.

После приобретения Эльгинского месторождения компании придется найти порядка \$3 млрд на разработку

Мы считаем долговую нагрузку Мечела на уровне 2х Долг/ЕБИТДА вполне приемлемой. Однако мы полагаем, что компания может продолжить наращивать долг уже в следующем году, поскольку Мечелу предстоит профинансировать значительный объем инвестиций в освоение Эльгинского угольного месторождения. Ориентировочная сумма требуемых инвестиций составляет около \$3 млрд. По нашему мнению, у Мечела есть ряд вариантов финансирования проекта – в т.ч. через партнерство с крупным иностранным концерном. Однако мы не исключаем, что инвестиции будут частично профинансированы за счет долговых источников.

Акционеры группы рассматривают возможность IPO горнодобывающего дивизиона

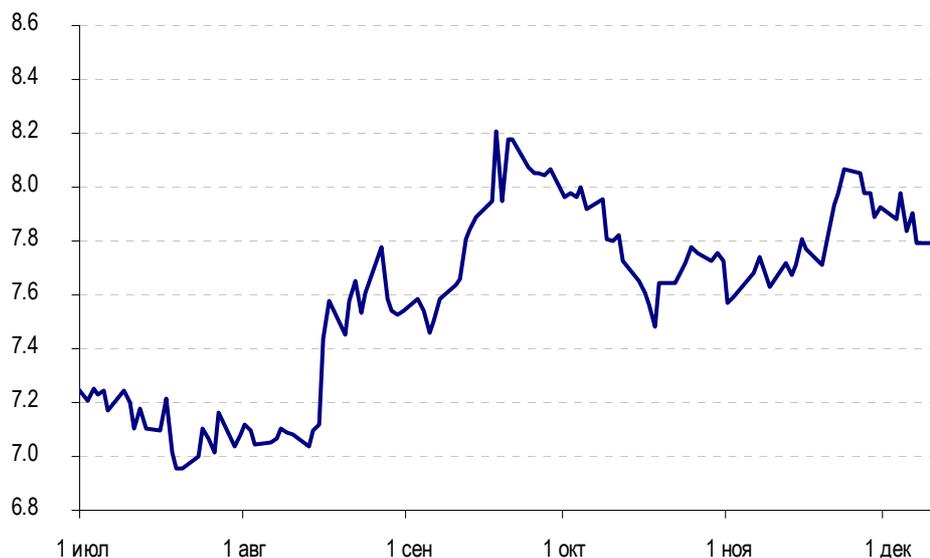
Мы также считаем важным вчерашнее заявление основного бенефициара Мечела г-на Зюзина о том, что компания рассматривает возможность проведения IPO горнодобывающего дивизиона, причем уже «в ближайшее время». Ранее информагентства сообщали, что Мечел может выделить активы Южного Кузбасса, Якутугля и Эльгаугля в отдельную компанию и провести IPO на одной из западных бирж. Объем средств, которые группа могла бы привлечь таким способом, оценивается примерно в \$2 млрд, при этом в состав новой компании могли бы войти и другие активы сегмента – Коршуновский ГОК и Южуралникель.

IPO может снизить потребности в новом долге, однако повлияет на структуру обеспечения по существующим

На наш взгляд, средства от IPO могли бы способствовать сохранению низкой долговой нагрузки группы. В ходе телеконференции г-н Зюзин заявил, что акционеры «не рассматривают вариант разделения компании», и в случае IPO дивизиона группа сохранит контроль в новой компании. Тем не менее, мы считаем, что выделение дивизиона при определенных условиях может означать фактическую реструктуризацию группы, которая может повлечь юридические последствия по условиям существующих кредитных соглашений. Эти последствия не будут для компании критическими, учитывая сильный финансовый профиль и умеренную долговую нагрузку Мечела. Однако мы полагаем, что для кредиторов группы выделение наиболее рентабельного дивизиона может означать ослабление структуры обеспечения.

В целом мы по-прежнему позитивно оцениваем кредитное качество Мечела. Второй выпуск рублевых облигаций Мечела обладает сравнительно высокой ликвидностью, однако спреды остаются узкими после включения выпуска в список А1. Облигации торгуются на уровне 7.80-7.90% УТР (спред к ОФЗ 160-170 б.п.), что, на наш взгляд, соответствует кредитным характеристикам компании. Мы не ожидаем, что рынок отреагирует на вчерашнюю публикацию финансовых результатов компании. В среднесрочной перспективе потенциал роста котировок Мечел-2 практически отсутствует, в частности из-за ожидаемого ухудшения показателей долговой нагрузки.

Доходность выпуска Мечел-2 к оферте, % годовых



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

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	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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.