

Рублевые корпоративные облигации

1 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Белон: комментарий к размещению » *стр. 3*
- Мечел: новый долг на Эльгауголь не понадобится? » *стр. 4*
- Х5: отличные результаты по рентабельности » *стр. 5*

Индикаторы

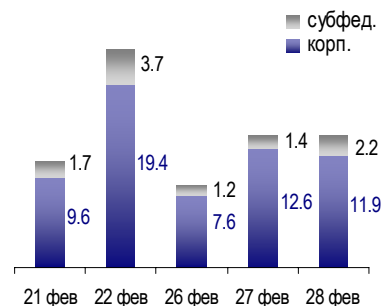
Долларов США за Евро	1.3233	- 0.1 %
Рублей за доллар США	26.1518	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 60.66	+ 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.67%	+ 4 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	111	- 8 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	399.7	- 25.2
Остатки на д/с, млрд руб.	57.6	- 4.0
Сальдо операций с ЦБ	- 4.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 6 марта состоится размещение выпусков Рыбинский кабельный завод-1 (1 млрд руб., годовая оферта) и СЗЛК-Финанс-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

Объем торгов на ММВБ

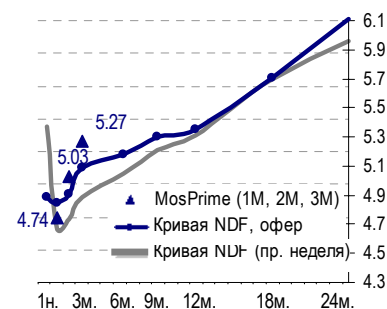


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

1 мар	Размещение Белон-2 (2 млрд руб., оферта через 2.5 года) Аукцион ОБР-3 (30 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)
2 мар	Размещение Амурметалл-2 (2 млрд руб., 3 года)
6 мар	Размещение Лебедянск-2 (1.5 млрд руб., 3 года, с плавающей ставкой) Размещение Уралэлектромедь-1 (3 млрд руб., оферта через 3 года) Размещение МИАН-Девелопмент-1 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года) Размещение Банк Ренессанс Капитал (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-1	102.30	+ 25	0.8	5.89%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Карусель-1	100.75	+ 10	1.4	*9.43%
Петроком-2	100.10	+ 10	2.2	8.63%
Мечел-2	101.30	+ 5	2.9	*8.09%

Лидеры падения

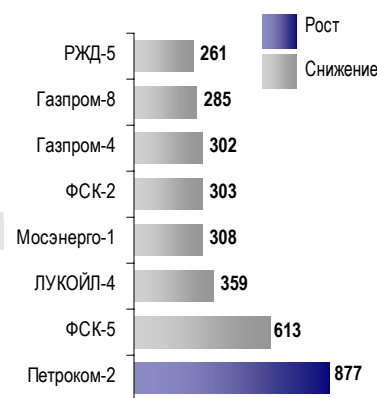
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	99.00	- 31	3.5	7.53%
РЖД-7	102.30	- 30	4.6	7.17%
Газпром-5	101.00	- 29	0.6	5.96%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	90.00	- 98	1.6	*16.49%
ЮТК-4	103.25	- 30	1.6	8.20%
Пятерочка-2	103.00	- 27	3.2	8.53%

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-3	05/09	Держать	100.50	100.50	7.54	0.96	182	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.80	7.83	1.22	201	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.20	7.70	1.24	187	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	102.80	102.70	7.46	3.71	118	120	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.50	100.40	8.09	0.94	237	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.00	99.55	9.30	2.06	326	350	↑ 25
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.76	1.24	292	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.80	100.45	7.99	3.74	170	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.90	99.60-99.75	8.67	1.42	278	290-300	↑ 10-20
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.10	100.00-100.45	8.63	2.22	256	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.50	100.65	7.45	2.29	137	130	↓ 5
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.90	9.29	1.46	339	380	↑ 40
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.89	236	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.25	100.75	7.73	2.42	162	140	↓ 20
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.20	8.84	3.33	260	300	↑ 40
ОГК-5									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	99.80	99.50	7.73	2.33	163	175	↑ 15
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.05	100.20-100.40	10.34	1.27	450	505-525	↑ 55-75

Белон: комментарий к размещению

Размещение потребует премии за существенный рост долговой нагрузки

Сегодня состоится размещение второго выпуска Белон-Финанс (2 млрд руб., oferta через 2.5 года по номиналу). Мы неоднократно отмечали, что позитивно оцениваем кредитное качество Белона. Однако мы считаем, что существенный рост долговой нагрузки в 2006 г., связанный с крупными инвестициями и снижением цен на уголь, требует заметной премии к сложившимся в последнее время доходностям выпуска Белон-1.

«Справедливый» спрэд Белона: 340-350 б.п. к ОФЗ, ставка купона: не менее 9.30%

Ориентир организаторов по доходности выпуска Белон-2 составляет 9.50-9.60% УТР (спрэд: в 340-350 б.п. к ОФЗ), что представляется нам достаточно оптимистичной, но в целом адекватной оценкой кредитного качества Белона. Цена выпуска Белон-1 вчера снизилась до уровня 99.90-100.00% со 100.30% в начале февраля. Таким образом, спрэд первого выпуска также приближается к справедливому уровню в 340-350 б.п. к кривой ОФЗ.

Белон – средняя по размеру компания, основным бизнесом которой является добыча и обогащение энергетических и коксующихся углей. Помимо угольного бизнеса Белон также занимается металлоторговлей и производством строительных материалов, но доля этих направлений в финансовых результатах группы невелика по сравнению с углем.

Масштабная инвестпрограмма, не менее \$150 млн на текущий год

В настоящий момент Белон реализует крупную инвестиционную программу, направленную на расширение мощностей как по добыче, так и по обогащению угля. Суммарный объем инвестиций на 2006-2010 составляет \$350-400 млн, причем на 2007 г. придется порядка \$150 млн. Основные цели инвестпрограммы Белона:

- обеспечение обогатительных фабрик группы собственными коксующимися углями (в 2005 г. более 75% переработки коксующихся углей пришлось на закупки у сторонних производителей и толлинговые операции);
- увеличение мощностей по добыче и обогащению энергетических углей на базе шахты Листвяжная.

Долговая нагрузка по итогам 2006 г. будет высокой: около 5х Долг/ЕБИТДА

Начало активных инвестиций и значительное увеличение долга в 2006 году совпали с невысокими ценами на уголь. В результате выручка и рентабельность компании снизились, а долговая нагрузка заметно выросла. Если по итогам 2005 г. соотношение Долг/ЕБИТДА Белона составляло всего 1.9х, то за 6М2006 оно выросло до 7.3х. Мы ожидаем, что с ростом цен на уголь во 2ой половине 2006 г. долговая нагрузка компании несколько снизится. Наша оценка Долг/ЕБИТДА по итогам 2006 г.: около 5х.

В 2007 г. также не стоит ждать снижения долговой нагрузки

В 2007 г. держателям облигаций не стоит ждать снижения долговой нагрузки компании: по нашему мнению, за счет собственных источников Белон сможет профинансировать не более 40-50% от инвестиционных потребностей. Таким образом, мы ожидаем роста долга Белона в текущем году на \$70-90 млн. Точные значения долговых коэффициентов будут в значительной мере зависеть от колебаний цен на уголь. Наш прогноз соотношения Долг/ЕБИТДА за 2007 год: 4-6х.

На проценты уходит около 40% ЕБИТДА

С точки зрения долгосрочных перспектив развития мы позитивно оцениваем стремление компании инвестировать в значительное расширение масштабов производства. Однако пока идет строительство шахт и обогатительных фабрик, Белону приходится тратить порядка 40% ЕБИТДА на оплату процентных расходов (оценка по МСФО за 6М2006).

Важным позитивным моментом в оценке кредитного качества Белона является высокая финансовая и операционная прозрачность компании:

- ОАО «Белон» (поручитель по займу) является центром денежных потоков компании, поэтому его отчетность по РСБУ позволяет достаточно точно оценивать финансовые результаты компании;
- Группа публикует полугодовую консолидированную отчетность по МСФО.

**Долговая нагрузка Белона
гораздо выше, чем у Кокса
и Мечела**

В настоящий момент на рублевом долговом рынке помимо Белона присутствует 2 компании, имеющая отношение к угольному бизнесу – группа Кокс и Мечел. Однако в отличие от Белона, Кокс и Мечел являются диверсифицированными горно-металлургическими холдингами, и в гораздо меньшей степени зависят от неблагоприятных колебаний цен на уголь. Долговая нагрузка Мечела (около 0.8х Долг/ЕБИТДА за 9М2006) и Кокса (1.7-2х Долг/ЕБИТДА за 9М2006) также существенно ниже, чем 5х у Белона.

**Рекомендуем
участвовать в
размещении с купоном от
9.30%;**

Мы считаем, что спрэд Белона к Мечелу должен составлять не менее 150 б.п., спрэд к Коксу – 70-100 б.п. Исходя из этих предпосылок, мы оцениваем «справедливый» спрэд Белон-2 не менее, чем в 340-350 б.п. к ОФЗ, УТР: 9.50-9.60%, купон от 9.30%.

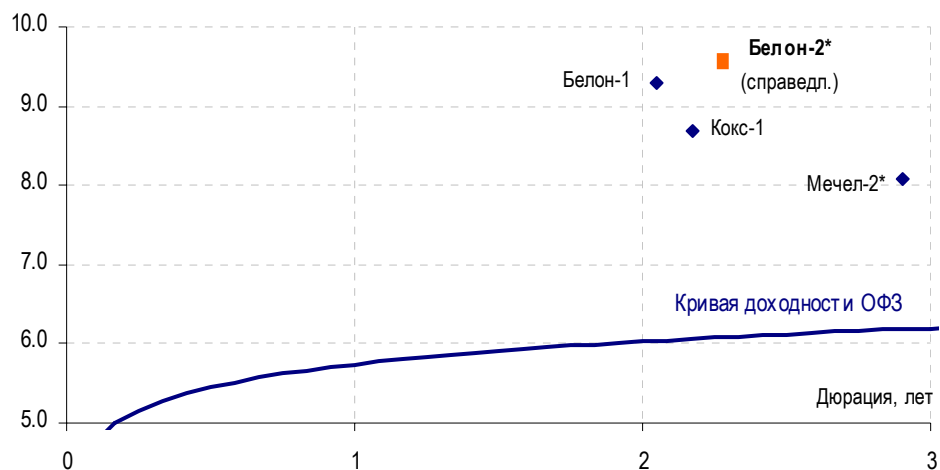
**Белон-2 все еще
переоценен**

В настоящий момент мы рекомендуем воздержаться от покупок первого выпуска, т.к. несмотря на снижение цен, он все же выглядит несколько переоцененным по сравнению со вторым выпуском и «справедливым» уровнем доходности.

**В 2007 г. не стоит
ожидать сужения спрэдов
Белона**

Участникам сегодняшнего размещения мы рекомендуем принимать во внимание тот факт, что снижение долговой нагрузки Белона возможно не ранее 2008 г. Поэтому вряд ли имеет смысл надеяться на существенный рост котировок в течение ближайших месяцев.

Доходность облигаций на 28 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Мечел: новый долг на Эльгауголь не понадобится?

**РЖД планирует
самостоятельно
продать Эльгауголь**

Вчера деловая пресса активно обсуждала тему возможной продажи пакета Эльгаугля, принадлежащего РЖД, отдельно от продажи муниципальной доли в Якутугле. Если такое решение будет принято, это будет означать, что проект создания единой компании для освоения месторождений Якутугля и Эльгаугля, судя по всему, откладывается. С точки зрения кредитного качества Мечела – одного из активных претендентов на контроль в этом проекте, — это будет означать снижение инвестиционных потребностей.

Напомним, что в начале 2005 г. Мечел приобрел блокирующий пакет акций ХК «Якутуголь», ведущей добычу на Нерюнгринском угольном разрезе с запасами в 200-300 млн тонн коксующихся и энергетических углей. По соседству с Нерюнгринским разрезом находится одно из крупнейших в России угольных месторождений – Эльгинское с суммарными запасами более 2 млрд тонн. В настоящий момент это месторождение не разрабатывается. ОАО «РЖД» принадлежит доля в 29.5% в Эльгаугле, правительству Якутии – 39.4%.

В 2006 г. МЭРТ предложил продать единым лотом доли РЖД и Якутии в Якутугле и Эльгаугле. Таким образом, предполагалось создать единую компанию, которая бы разрабатывала и Нерюнгринское, и Эльгинское месторождения. Мечел, как один из акционеров Якутугля, естественным образом рассматривался в качестве одного из ключевых претендентов на управление этим проектом.

Суммарные затраты на «запуск» Эльгинского месторождения: \$2-2.5 млрд

Основным препятствием для освоения Эльгинского месторождения является продолжающийся спор между Росимуществом и правительством Якутии относительно собственности на угольные активы. Разработка месторождения также упирается в транспортную инфраструктуру: без ж/д ветки, принадлежащей РЖД вывоз эльгинского угля невозможен. Суммарные инвестиционные затраты для начала освоения месторождения составляют \$2-2.5 млрд.

Если РЖД продаст свою долю в Эльгаугле отдельно от продажи долей Якутии, это может означать, что проект создания единой компании для разработки обоих месторождений как минимум откладывается. Вопрос о будущем собственнике Эльгинского месторождения и сроках его разработки также остается нерешенным.

С точки зрения Мечела это будет означать, что в ближайшее время не стоит ожидать резкого роста инвестиционных потребностей компании, которые могли бы привести к существенному увеличению долга. Поэтому мы ожидаем, что в 2007 году долговая нагрузка Мечела будет оставаться более чем консервативной.

Бумаги Мечела в настоящий момент оценены справедливо

Новостной фон вокруг якутских угольных проектов, по нашему мнению, абсолютно нейтрален для облигаций компании. Мы считаем, что облигации Мечела в настоящий момент адекватно оценены рынком, их спред составляет около 190 б.п. к ОФЗ, что совпадает с нашей оценкой «справедливого» спреда Мечела на уровне 180-200 б.п. к ОФЗ.

X5: отличные результаты по рентабельности

X5 сохранила высокий уровень рентабельности и динамичный рост выручки

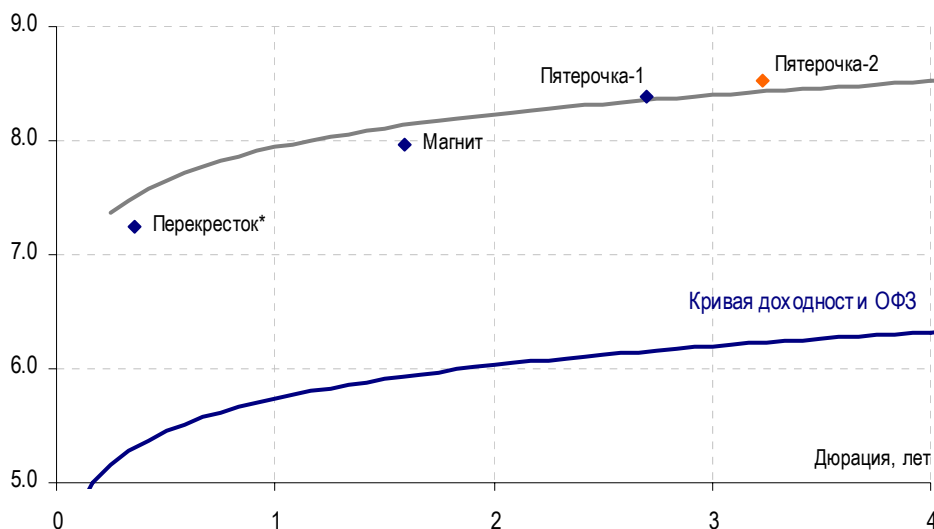
Сегодня утром X5 Retail Group опубликовала предварительные финансовые данные за 2006 г. Мы позитивно оцениваем результаты компании: рост выручки, как и ожидалось, оказался очень динамичным, при этом компании удалось удержать высокий уровень операционной рентабельности. Сегодня руководство компании проведет телеконференцию, по результатам которой мы опубликуем более детальный анализ финансовых результатов X5.

Основные финансовые результаты X5 за 2006 г. (pro-forma):

- выручка: \$3 485 млн (наш прогноз – \$3.5 млрд), +47% у-о-у;
- pro-forma EBITDA: \$360 млн (маржа: EBITDA 10.3%).

Pro-forma показатели X5 составлены так, чтобы учесть всю выручку Пятерочки и Перекрестка в течение 2006 года. Pro-forma EBITDA не учитывает разовых расходов на прекращение опционной программы Пятерочки.

Доходность облигаций на 28 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

<i>Главный позитивный момент: рост валовой маржи и сохранение высокой маржи EBITDA</i>	Главным результатом мы считаем сохранение высокой операционной рентабельности: pro-forma маржа EBITDA выросла до 10.3% по сравнению с 9.7% годом ранее. Это означает, что компании удалось компенсировать рост операционных расходов, связанных с интеграцией, существенным увеличением валовой маржи. По итогам 2006 г. валовая маржа X5 составила 27.9% по сравнению с 25.4% годом ранее.
<i>Долговая нагрузка по итогам года: около 3х, угрозы для рейтинга минимальны</i>	Исходя из озвученных ранее ориентиров по размеру долга компании по состоянию на конец года, уровень pro-forma долговой нагрузки составляет 2.9-3.0х Долг/EBITDA. Это дает нам основания предполагать, что в 2007 году рейтинг компании от S&P останется на уровне «BB-», т.к. агентство установило порог в 3.5х как условие для сохранения рейтинга.
<i>Пятерочка-2 недооценена относительно Пятерочки-1 и Магнита</i>	В настоящий момент мы считаем второй выпуск Пятерочки несколько недооцененным: его спред к ОФЗ составляет 230 б.п. (справедливый уровень: 200-220 б.п.). Мы не ожидаем существенного изменения спреда бумаг Пятерочки в связи с грядущим размещением нового выпуска X5, т.к. оно не предполагает роста долговой нагрузки. Поэтому мы рекомендуем выпуск Пятерочка-2 к покупке с ориентиром по цене в 103.30% от номинала (текущая цена: 103.00%). Выпуск Пятерочка-1, на наш взгляд, оценен адекватно.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Максим Раскоснов	mrasnosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
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
-----------------	-------------------------	-------------------

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.