

Рублевые корпоративные облигации

8 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Белон: итоги 2006 года по МСФО» стр. 3
- Новые рейтинги Moody's: без последствий для бумаг » стр. 5

Индикаторы

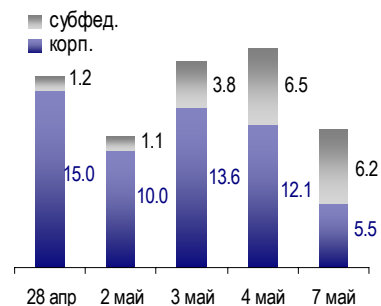
Долларов США за Евро	1.3598	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.7376	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 63.04	- 1.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.49%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.62%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	97	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	427.8	+ 42.9
Остатки на д/с, млрд руб.	940.4	+ 188.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 12.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

В ЧЕТВЕРГ

- Состоится аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007 года)

Объем торгов на ММВБ

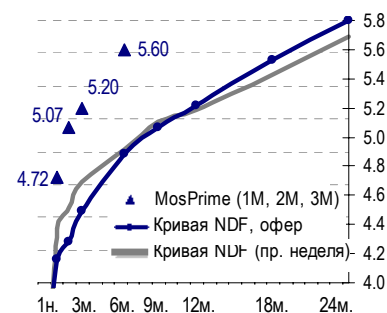


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

15 мая	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
16 мая	Размещение Русфинанс Банк-3 (4 млрд руб., 2 года) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (15 млрд руб., дюрация 7.9 лет)
21 мая	Уплата НДС
25 мая	Уплата акцизов, НДС
28 мая	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСХ-5	100.64	+ 19	2.3	7.04%
РСХБ-3	100.50	+ 10	2.5	*7.26%
ОГК-5	100.00	+ 5	2.2	*7.64%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	99.71	+ 16	0.9	9.01%
Кокс-1	101.20	+ 15	2.0	8.50%
Ленэнерго-2	102.65	+ 15	3.9	8.01%

Лидеры падения

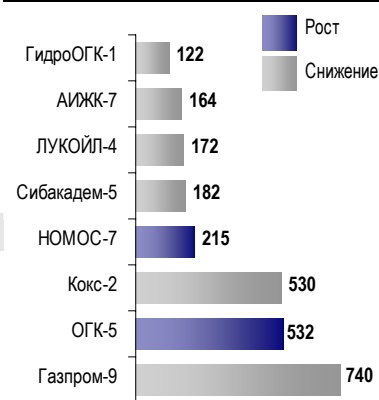
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	101.14	- 16	5.4	7.14%
РЖД-7	102.82	- 13	4.5	7.04%
Газпромбанк-1	99.83	- 7	3.3	7.28%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	113.72	- 12	2.0	7.32%
Кокс-2	100.35	- 5	2.6	*8.74%
Мечел-2	102.90	- 5	2.7	*7.47%

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	100.50	100.10	7.44	1.78	156	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.55	7.19	0.77	165	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.95	7.54	1.04	188	180	↓ 10
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.30	102.25	7.44	1.05	177	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	99.80	9.02	1.87	312	350	↑ 40
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.40	100.80	7.81	3.71	162	180	↑ 20
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.75	99.80-99.90	8.79	1.29	304	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.95	101.05	7.22	2.19	125	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.40	7.30	4.06	108	120	↑ 10
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	8.01	1.74	213	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.00	7.55	2.24	157	140	↓ 15
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.60	99.55	8.79	3.29	266	300	↑ 35
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.70	100.15-100.35	9.76	1.09	409	540-560	↑ 130-150
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.70	1.86	280	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.30	-	9.05	3.70	287	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.85	109.70	8.25	2.53	222	190	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.00	104.45	8.16	3.06	205	190	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.25-103.55	7.65	1.76	177	220-240	↑ 45-65
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связынвеста должна составлять 40-60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	103.05-103.35	7.64	1.44	184	210-230	↑ 25-45

Белон: итоги 2006 года по МСФО

Отчетность по МСФО подтверждает прогнозы

На прошлой неделе группа Белон опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 2006 г. Годовые данные подтвердили ослабление финансовых результатов вследствие неблагоприятной конъюнктуры угольного рынка в I полугодии 2006 г., совпавшей по времени с реализацией крупной инвестиционной программы Белона. В то же время, опубликованная отчетность не содержит существенных оснований для пересмотра отношения к кредитному риску Белона. Мы подтверждаем нашу оценку «справедливой» доходности облигаций Белона на уровне 340-350 б.п. к ОФЗ, что соответствует цене 99.80-100.00%.

Для получения более объективной оценки результатов производственного сегмента группы, мы ввели ряд корректировок: в частности, показатель EBITDA рассчитан без учета goodwill и фин.результата по сегментам, не относящимся к угольному бизнесу и металлотрейдингу, а долг, соответственно, скорректирован на размер обязательств дочернего банка.

На базу для расчета ключевых показателей также оказали влияние следующие факторы:

- консолидация шахты «Новая-2», приобретенной в 2006 г. за \$20млн у группы Кузбассуголь, и изменение принципов консолидации шахты «Чертинской» привели к появлению значительной статьи доходов от goodwill (1.3 млрд руб. в 2006 г.);
- группа консолидирует небольшой банк «Белон», обязательства которого увеличили консолидированный финансовый долг примерно на 640 млн руб, в то время как доходы не играют существенной роли в совокупной выручке.

Рентабельность снизилась на 3 п.п., показатель Долг/EBITDA остается в пределах 5х

Скорректированные параметры долговой нагрузки в целом соответствуют нашим прогнозам: показатель Долг/EBITDA по итогам 2006 года остался в пределах 5х, при этом на процентные выплаты расходуется около 40% EBITDA. Рентабельность по консолидированной EBITDA снизилась по итогам года с 16% до 13% - чувствительно, хотя и не критично с точки зрения долгосрочных перспектив развития группы.

Результаты Группы Белон по МСФО (млн руб)

Период	Выручка по сегментам Coal и Metals	EBITDA*	Рентабельность по EBITDA	Совокупный долг**	Совокупный долг / EBITDA, Раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	12 385	1 940	15.7	3 010	1.6	8.1
2006	10 210	1 305	12.8	5 727	4.4	2.4

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

* показатель EBITDA скорректирован на goodwill и чистый результат по сегменту «Прочие»

** за вычетом обязательств дочернего банка

Инвестиционный план на 2007г. - \$150млн

Мы не ожидаем снижения долговой нагрузки компании в 2007 году. В настоящее время Белон осуществляет масштабную инвестиционную программу, направленную на расширение мощностей как по добыче, так и по обогащению угля. Суммарный объем инвестиций на 2006-2010 гг. составляет \$350-400 млн, причем на 2007 г. придется порядка \$150 млн.

Мы не ожидаем снижения долговой нагрузки в 2007г.

По нашему мнению, за счет собственных источников Белон сможет профинансировать не более 50% от инвестиционных потребностей. При этом значения долговых коэффициентов будут в значительной степени зависеть от цен на уголь. По нашей оценке, показатель Долг/EBITDA по итогам 2007 года будет находиться в диапазоне 4.5-5.5х.

Рост цен на уголь может улучшить показатели компании

Мы не считаем временное увеличение долговой нагрузки критичным для кредитного качества компании, но отмечаем зависимость операционного денежного потока от цен на основную продукцию. В I кв 2007 г. цены на уголь в среднем выросли на 8%, что может означать перелом тренда после почти двухлетнего падения и дает основания рассчитывать на постепенное улучшение показателей основного бизнес-сегмента компании.

«Справедливый» спрэд к ОФЗ – 340-350 б.п.

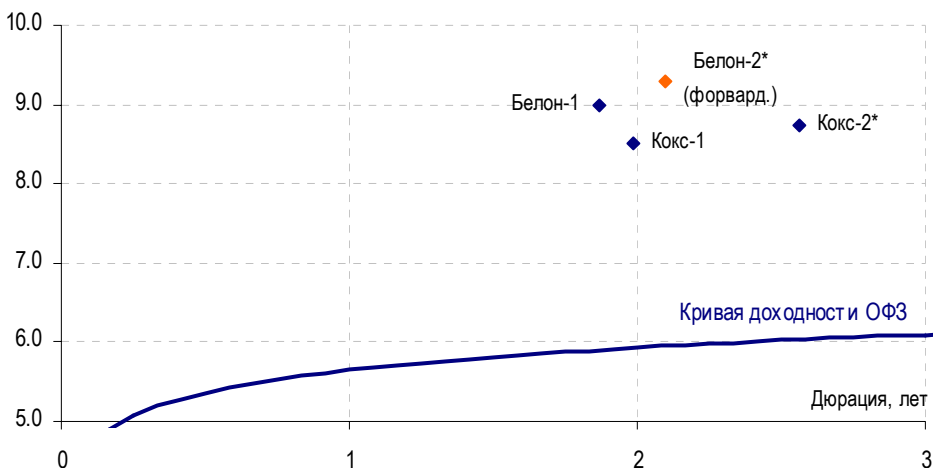
Исходя из умеренно негативной оценки результатов Белона по МСФО, а также с учетом того факта, что снижение долговой нагрузки возможно не ранее 2008 г., мы сохраняем оценку

«справедливого» спреда облигаций Белона на уровне 340-350 б.п. к ОФЗ. Текущий спред по Белону-1 – около 310 б.п., что соответствует цене около 100.50%, оставляя потенциал снижения цены на 50-70 п.п.

Ориентир по цене Белона-2: 100.00-100.20%

Итоги размещения облигаций Белон-2 зарегистрированы, но бумаги пока не вышли на биржевые торги. Наша оценка «справедливого» спреда по бумагам Белона соответствует ценовому ориентиру для облигаций Белона-2 100.00-100.20%.

Доходность облигаций на 7 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Новые рейтинги Moody's: без последствий для бумаг

**Moody's изменило
долгосрочные рейтинги
15 российских банков**

В пятницу агентство Moody's опубликовало результаты пересмотра рейтингов российских банков в соответствии с новой глобальной методологией оценки «вероятности совместного дефолта». По нашему мнению, инвесторы долгового рынка обращают внимание прежде всего на долгосрочные рейтинги по обязательствам в иностранной валюте как наиболее понятный ориентир. Именно этот рейтинг позволяет приблизительно соотнести оценки разных агентств, хотя такое сравнение нельзя признать корректным.

Пересмотр методологии Moody's привел к изменению долгосрочных рейтингов 15 российских банков. Несмотря на то, что у некоторых из них есть в обращении рублевые долговые инструменты, мы не ожидаем серьезных последствий для цен облигаций.

Изменение рейтингов Moody's российских банков

	Долгосрочный рейтинг Moody's до пересмотра	Долгосрочный рейтинг Moody's после пересмотра	Изменение	Долгосрочный рейтинг S&P	Долгосрочный рейтинг Fitch
Повышение:					
Абсолют Банк	B1	Ba3	+1п.	n/a	B
Ак Барс Банк	Ba3	Ba2	+1п.	n/a	BB-
Альфа Банк	Ba2	Ba1	+1п.	BB	BB-
Банк Санкт-Петербург	B1	Ba3	+1п.	n/a	B
Банк Ренессанс Капитал	B2	B1	+1п.	n/a	n/a
Росбанк	Ba3	Ba2	+1п.	B+	B+
УРСА Банк	B1	Ba3	+1п.	n/a	B
МДМ Банк	Ba2	Ba1	+1п.	BB-	BB-
Оргрэс Банк	B1	Ba2	+2п.	n/a	A-
Татфондбанк	B3	B2	+1п.	n/a	n/a
Возрождение	B1	Ba3	+1п.	n/a	n/a
Банк Зенит	B1	Ba3	+1п.	n/a	B
Понижение:					
Дальневосточный банк	Ba2	Ba3	-1п.	n/a	n/a
КМБ Банк	Baa2	Baa3	-1п.	n/a	n/a
ВБРР	Baa3	Ba1	-1п.	n/a	n/a

Изменения отражают особенности новой методологии JDA...

Moody's проводит глобальный пересмотр рейтингов в связи с применением новой методологии *Joint Default Analysis* (JDA), которая, как считает агентство, должна более точно оценивать вероятность внешней поддержки банка. Первые результаты пересмотра рейтингов с учетом JDA в начале 2007 г. вызвали волну критики со стороны инвесторов развитых рынков, что привело к необходимости внесения корректировок в методологию.

... и не связаны напрямую с кредитными событиями

Начиная с 3 апреля 2007 г., Moody's еженедельно публикует обновленные рейтинги по банкам отдельных стран. Очередь дошла до России, и мы констатируем, что агентство подошло к местным банкам достаточно осторожно: долгосрочные рейтинги большинства из 79 российских банков, имеющих рейтинги Moody's, не изменились. Рейтинги 11 банков повышены на одну ступень, одного (Оргрэсбанк) – на две; понижены рейтинги трех банков.

Новые рейтинги вряд ли вызовут реакцию на рынке рублевого долга

Мы не беремся оценивать качество новой методологии. Вполне возможно, что новые рейтинги лучше отражают фундаментальные характеристики устойчивости банков. Однако, на наш взгляд, массовый пересмотр рейтингов вследствие изменения методологии вряд ли можно считать кредитным событием, способным повлиять на отношение рынка к риску перечисленных банков. У большинства российских инвесторов, вероятнее всего, нет особых стимулов к изучению технических тонкостей методологии Moody's, поэтому мы не ожидаем реакции рынка рублевых облигаций на новые рейтинги.

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
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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	npekшева@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
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	npatrahin@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

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.