

Рублевые корпоративные облигации

25 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Белон: обзор результатов по МСФО за 1 п/г 2007 » стр. 2
- ЮТэйр: первым делом - вертолеты » стр. 3

Индикаторы

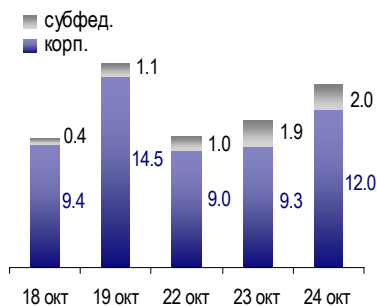
Долларов США за Евро	1.4265	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	24.8885	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 84.18	+ 1.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.27%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.65%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	134	+ 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	433.5	+ 3.1
Остатки на д/с, млрд руб.	366.2	- 23.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 35.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- ГУП «Мострансавто» планирует дебютный выпуск (7.5 млрд руб., 5 лет, с амортизацией)

Объем торгов на ММВБ

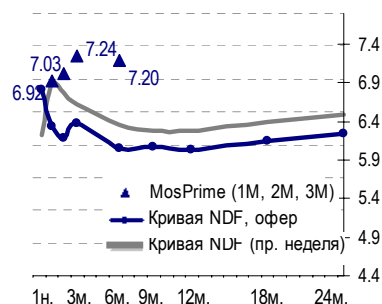


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

25 окт	Аукцион ОБР-3 (5 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года) Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
29 окт	Уплата налога на прибыль
31 окт	Заседание ФРС США по ставкам Платеж за пользование недрами за 3 кв. 2006 г.
7 ноя	Аукцион ОФЗ-ПД 25061 (3 млрд руб., дюрация 2.4 года)
8 ноя	Заседание ЕЦБ по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.72	+ 116	1.9	6.45%
Мосэнерго-1	100.25	+ 25	1.8	*7.53%
ГидроОГК-1	102.30	+ 20	3.2	7.51%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	103.80	+ 180	2.4	*6.92%
ЦентрТел-4	110.73	+ 55	1.6	7.53%
ВолгаТел-2	101.00	+ 53	1.0	*7.36%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	100.20	- 10	3.4	7.06%
ЛУКОЙЛ-4	101.64	- 9	4.9	7.19%
ФСК-2	102.78	- 7	2.4	7.21%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	101.70	- 135	1.9	7.74%
ЮТК-4	101.56	- 54	1.3	9.07%
МДМ Банк-3	99.50	- 30	0.9	*9.26%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Белон: обзор результатов по МСФО за 1 п/г 2007

Консолидированная отчетность отражает позитивную динамику финансовых показателей компании

Вчера группа Белон опубликовала отчетность по МСФО за 1 полугодие 2007 г. В отличие от прошлого года, консолидированная отчетность выглядит несколько более позитивно по сравнению с данными российской отчетности. Как мы и предполагали, совокупный долг компании существенно увеличился, однако это не привело к ухудшению показателей долговой нагрузки за счет значительного роста выручки в обоих ключевых сегментах.

Мы полагаем, что финансовые результаты Белона будут позитивно восприняты рынком, особенно на фоне недавних новостей о покупке 11%-й доли в капитале компании группой ММК. В краткосрочной перспективе спрэды 1-го выпуска Белона, которые сейчас торгуются с доходностью 9.65% к погашению в июне 2009 года, могут сузиться на 30-40 б.п. Второй выпуск выглядит сейчас менее привлекательно, хотя и он может вырасти в цене, сократив до минимума текущий спрэд к бумагам Кокса.

Финансовые результаты Группы Белон по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка*	ЕБИТДА**	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый Долг***	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, Раз
2005	12 385	1 940	15.7	3 010	1.6	8.1
1 п/г 2006	4 806	587	12.2	6 202	5.3	4.0
2006	10 210	1 305	12.8	5 727	4.4	2.4
1 п/г 2007	6 728	1 023	15.2	8 707	4.3	6.9

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

* - выручка от реализации угольного концентрата, энергетических углей и металлопроката

** - показатель ЕБИТДА скорректирован на goodwill и чистый результат по банковским операциям

*** - за вычетом обязательств дочернего банка

В октябре Белон представил сильные операционные результаты

В середине октября Белон также представил операционные результаты за 9 месяцев 2007 года. Компания продемонстрировала рост производственных показателей практически по всем ключевым направлениям: объем добычи угля увеличился на 33% по сравнению с аналогичным периодом 2006 г., объемы производства энергетических углей возросли на 32%, коксующихся - на 13%. По нашему мнению, компания сохранит позитивную динамику и в 4-м квартале, т.к. уже к концу октября на проектную мощность должна выйти обогатительная фабрика «Листвяжная».

Оба основных дивизиона демонстрируют рост выручки и адекватную рентабельность

Доля дивизиона металлотрейдинга составила в 1-м полугодии около 49% от совокупной выручки группы. Дивизион также показал существенный рост выручки – в 1.6 раза к 1 пол2006, при этом объемы продаж каждого из сегментов практически сравнялись. Мы ожидаем, что во 2-й половине года угольный дивизион покажет более сильные результаты из-за ухудшения конъюнктуры на рынке металлопроката и вновь увеличит свой «отрыв» от сегмента металлотрейдинга. При этом консолидированная выручка группы, по нашим прогнозам, может превысить прошлогодний уровень на 30-40%.

Рентабельность по ЕБИТДА – на уровне 15% со значительными потенциалом роста

Рентабельность угольного сегмента остается высокой (чистая маржа порядка 20% против 5-6% в металлотрейдинге). Общая рентабельность группы по ЕБИТДА составила в 1-м полугодии около 15%, что соответствует нашему прогнозу, сделанному на основе российской отчетности. На наш взгляд, это очень хороший результат, хотя рентабельность Белона существенно уступает другим угольным компаниям из-за низкой обеспеченности собственным сырьем.

Долговая нагрузка – в диапазоне 4-4.5x Валовый Долг/ЕБИТДА

Рост операционной прибыли позволил Белону сохранить долговую нагрузку на уровне 4.3-4.4x Долг/ЕБИТДА. Инвестиционная программа Белона на 2007 год оценивается в 5 млрд руб. В 1-м полугодии компания инвестировала примерно половину от этой суммы, что стало причиной увеличения долга, прежде всего, за счет долгосрочных банковских кредитов (+3.3 млрд руб. к декабрю 2006 г).

В 1-м полугодии Белон профинансировал примерно половину от годового плана по инвестициям

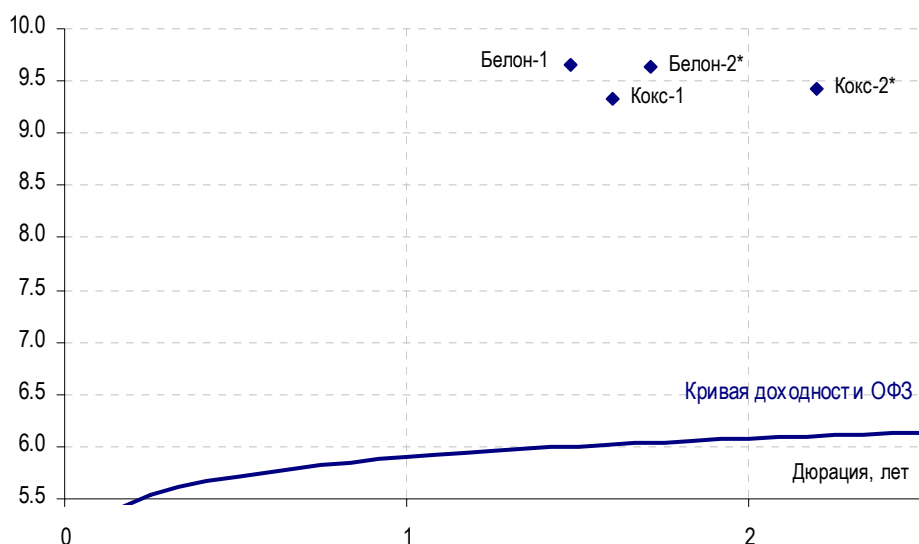
Во 2-м полугодии Белон получит возможность использовать для финансирования инвестпроектов недолговые источники, но доля средств, полученных от частных размещений акций, незначительна по сравнению с объемом капзатрат. В абсолютном выражении долг компании, скорее всего, вновь увеличится. Однако рост показателя EBITDA позволит, по нашему мнению, в среднесрочной перспективе позволить сохранить долговую нагрузку на текущем уровне. Учитывая позитивную динамику 1-го полугодия, мы полагаем, что наиболее консервативный прогноз долговой нагрузки Белона по итогам 2007 года – 4.5x Долг/EBITDA.

Позитивные результаты могут вызвать рост котировок; 1-й выпуск выглядит привлекательно

На наш взгляд, 1-й выпуск Белона выглядит привлекательно как на фоне 2-го выпуска, так и по отношению к бумагам Кокса. Группа Кокс заметно опережает Белон по масштабам бизнеса, рентабельности и имеет более низкую долговую нагрузку. Однако мы полагаем, что публикация отчетности по МСФО и приобретение группой ММК доли в капитале Белона создают позитивный новостной фон для бумаг компании, который может поддержать котировки ее облигаций.

Мы считаем, что спрэды 1-го выпуска Белона обладают потенциалом сужения на 30-40 б.п. (ориентир по цене 100.00-100.10%). В то же время, вряд ли стоит рассчитывать на долгосрочный потенциал роста котировок облигаций компании.

Доходность облигаций на 24 октября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЮТэйр: первым делом - вертолеты

Вчера авиакомпания ЮТэйр опубликовала аудированную отчетность по МСФО за 2006 год. Мы не склонны пересматривать отношение к кредитному качеству облигаций ЮТэйра в связи с публикацией отчетности по МСФО. В настоящее время мы не видим существенного потенциала роста цены обоих выпусков облигаций ЮТэйра.

Ключевыми рисками компании, по нашему мнению, остаются высокая зависимость от вертолетного направления, а также необходимость привлечения значительного финансирования для замены устаревшего авиапарка. Кроме того, мы отмечаем слабую структуру обоих выпусков ЮТэйра. Выручка и долг по МСФО соответствуют аналогичным показателям по РСБУ ОАО Авиакомпания «ЮТэйр», головной компании группы и поручителя по обоим займам. Однако компания-поручитель не является центром прибыли: около половины величины EBITDA приходится на дочерние компании.

Финансовые результаты группы ЮТЭйр (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005 МСФО	12 110	1 397	11.5%	4 208	3.0	3.2
2005 РСБУ	11 272	388	3.4%	4 007	10.3	1.2
2006 МСФО	16 974	2 047	12.1%	5 646	2.8	3.6
2006 РСБУ	16 140	1 103	6.8%	5 461	5.0	2.5
1Н2007 РСБУ	9 054	786	8.7%	7 336	4.7	2.5

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Динамичный рост выручки за счет двух ключевых направлений в 2006 году

Рост выручки ЮТЭйра в 2006 году (+40%) приблизительно в равной пропорции обеспечили два ключевых направления – вертолетные и самолетные перевозки. При этом по количеству перевезенных пассажиров (2.3 млн человек, +28% к 2005 году) ЮТЭйр вышла на 4-ое место среди российских авиакомпаний.

Сохранение высоких темпов в 2007 году

В 2007 году компании удается сохранять высокие темпы роста: за 9 месяцев число перевезенных пассажиров увеличилось на 21% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года, объем перевезенных грузов - на 22%. Как следствие, выручка за 1-ое полугодие по РСБУ увеличилась на 39%.

Самолетные перевозки убыточны на уровне ЕБИТДА

ЮТЭйр выгодно отличается от большинства российских авиакомпаний диверсифицированной структурой выручки: вертолетные перевозки приносят около 1/3 доходов и представляют собой вполне самостоятельное направление бизнеса. В то время как самолетные перевозки оказались убыточными на уровне ЕБИТДА по итогам 2006 года, вертолетный дивизион внес основной вклад в финансовый результат группы.

Основную часть прибыли в вертолетном дивизионе принесли международные контракты

На российском рынке значительную часть спроса на вертолетные услуги ЮТЭйра формируют компании нефтегазового сектора, которые ведут работы в регионах со слаборазвитой сетью дорог. Около 60% выручки вертолетному направлению приносит деятельность за пределами страны: компания тесно взаимодействует с ООН и принимает участие в миротворческих и спасательных операциях. По нашим оценкам, основная часть прибыли вертолетного дивизиона приходится именно на зарубежные контракты. Таким образом, результаты всей группы ЮТЭйр определяются главным образом успехами вертолетного направления на международной арене. Мы считаем, что зависимость компании от достаточно узкого рынка услуг является ключевым бизнес-риском в среднесрочной перспективе.

Долговая нагрузка остается умеренной в 2007 году

По итогам 2006 г. долговая нагрузка находилась на приемлемом уровне 2.8x Долг/ЕБИТДА. Заметное увеличение долга с начала 2007 года (+34%), судя по всему, связано с приобретением аэропортовых активов. В итоге долговая нагрузка несколько увеличилась в 1-ом полугодии, однако остается умеренной и, по нашим оценкам, не превышает 3.5x.

Ожидаем увеличение долговой нагрузки в среднесрочной перспективе

Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе объем долга существенно вырастет, что связано с потребностями в обновлении устаревшего авиапарка. Согласно недавно озвученным планам, в течение ближайших 2-3 лет будут приобретены 15 турбовинтовых АTR-42 (общая стоимость - около \$75 млн). Также к 2015 году ЮТЭйр планирует купить 30 региональных судов для полной замены устаревших Ту-134 (около \$750 млн). С учетом значительных инвестиционных потребностей, мы ожидаем, что показатель Долг/ЕБИТДА будет постепенно увеличиваться даже при условии сохранения динамичного роста выручки.

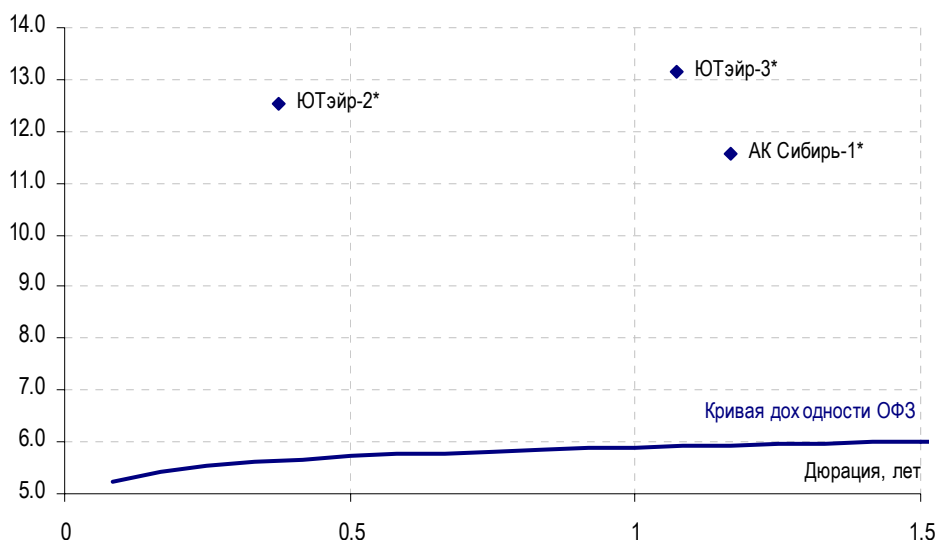
Недавно менеджмент озвучил планы компании по продаже аэропортовых активов стратегическим инвесторам. Это связано в первую очередь с позицией ФАС, которая настаивает на разделении аэропортового бизнеса и авиационной деятельности. В то же время, мы считаем, что ЮТЭйр заинтересован в сохранении контроля в той или иной форме над рядом аэропортов, в которых он является якорным перевозчиком. Поэтому мы пока не склонны рассматривать возможную продажу доли в аэропортовых активах в качестве потенциального источника финансирования.

Облигации ЮТэйра привлекательны по сравнению с Сибирью, однако мы не рекомендуем их к покупке

Среди сравнимых компаний на долговом рынке представлена АК Сибирь, которая занимает 2-ое место по объему пассажирских перевозок в стране. Выручка Сибири в 2006 году всего на 50% выше, чем у ЮТэйра, при этом долговая нагрузка Сибири в терминах Долг/EBITDA значительно превышает показатели ЮТэйра.

На фоне облигаций Сибири выпуски ЮТэйр, которые торгуются со спредами 650-700 б.п. к ОФЗ, выглядят достаточно привлекательно. Однако мы не ожидаем существенного сужения спредов бумаг ЮТэйра: 2-ой выпуск характеризуется низкой ликвидностью в связи с короткой дюрацией (0.4 года), а спред 3-го выпуска ЮТэйра, по нашему мнению, скорее отражает не совсем адекватный текущий уровень доходности бумаг Сибири. Поэтому в текущих условиях мы не рекомендуем покупать бумаги ЮТэйра в расчете на сужение спредов к первому выпуску Сибири.

Доходность облигаций на 24 октября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

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.