

Рублевые корпоративные облигации

22 ноября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Белон: крупная ставка на угледобычу » стр. 2
- ПМЗ: равнение на Сатурн и УМПО » стр. 3

Индикаторы

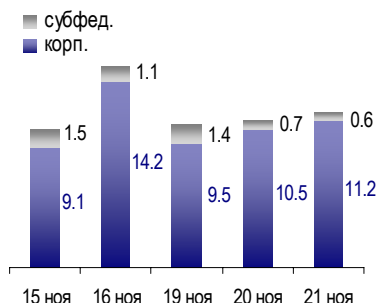
Долларов США за Евро	1.4854	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	24.3379	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 94.79	- 0.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.40%	+ 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.73%	+ 5 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	177	+ 10 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	467.9	+ 36.7
Остатки на д/с, млрд руб.	93.5	- 0.4
Сальдо операций с ЦБ	- 93.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск ОФЗ-АД 46021 (дюрация 7.7 года) размещен на 4.53 млрд руб. из 6 млрд руб. под 6.43% годовых

Объем торгов на ММВБ

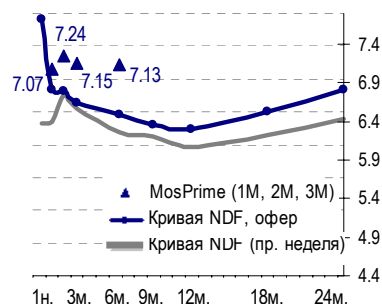


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

26 ноя	Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
27 ноя	Размещение Итера Финанс-1 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
28 ноя	Уплата налога на прибыль
29 ноя	Размещение Газпромбанк-4 (20 млрд руб., 5 лет)
4 дек	Размещение Желдорипотека-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
6 дек	Заседание ЕЦБ по ставкам
11 дек	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-6	100.20	+ 25	4.6	7.56%
ФСК-1	100.15	+ 7	0.1	6.72%
ВТБ-4	99.55	+ 5	0.3	*7.82%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВБД-2	102.70	+ 70	2.6	8.15%
Ленэнерго-2	99.25	+ 25	3.5	8.94%
Зенит-2	99.15	+ 15	1.2	9.32%

Лидеры падения

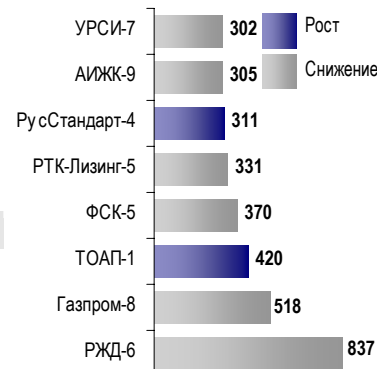
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	99.80	- 110	5.5	7.74%
АИЖК-8	100.75	- 95	4.5	*7.67%
АИЖК-7	100.92	- 78	5.4	7.72%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	98.50	- 99	1.7	*10.07%
ХКФБ-3	97.50	- 90	0.8	*13.28%
ОМК	100.00	- 50	0.5	9.39%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Белон: крупная ставка на угледобычу

Белон планирует увеличить выручку с \$500 млн до \$750 млн уже в следующем году

Вчера основной бенефициар группы Белон Андрей Добров дал развернутое интервью агентству Reuters, в котором раскрыл некоторые детали относительно финансовых планов компании и ее инвестиционной программы. В целом, программа развития группы выглядит очень амбициозно и предусматривает увеличение показателя EBITDA более чем в 2 раза уже в следующем году. Мы позитивно оцениваем перспективы роста операционных показателей компании. Вместе с тем, мы отмечаем, что совокупный объем капвложений 2007-2008 гг. составит не менее 8.5 млрд руб., что может привести к опережающему росту финансового долга по сравнению с выручкой и операционной прибылью.

Объем инвестиций 2008-2012 гг составит порядка \$500 млн, около 30% планируется профинансировать за счет долговых инструментов

Белон оценивает стоимость инвестпрограммы на 2008-2012 гг в \$500 млн., из которых 70% планируется профинансировать за счет собственных средств, 30% - за счет заемных. В качестве возможных инструментов заимствований г-н Добров назвал банковские кредиты или кредитные ноты. При этом компания планирует провести допэмиссию акций не ранее 2010 года, поэтому в среднесрочной перспективе СПО не следует рассматривать в качестве альтернативного ресурса. По нашему мнению, уровень долговой нагрузки Белона при такой схеме финансирования будет существенно зависеть от способности компании выполнить собственные планы по наращиванию объемов продаж и рентабельности.

Уровень долговой нагрузки не критичен, но и рассчитывать на ее снижение не стоит

В 1-м полугодии 2007 г. компания продемонстрировала неплохую динамику финансовых показателей – прежде всего выручки и EBITDA, что позволило сохранить долговую нагрузку на уровне 2006 года (4.3-4.4x Долг/EBITDA). Валовый долг компании в абсолютном выражении достиг 8.7 млрд руб. Мы ожидаем, что долг вновь увеличится во 2-м полугодии, а в начале следующего года долговая нагрузка может превысить 4.5x Долг/EBITDA.

Основные показатели Группы Белон по МСФО за 1 п/г 2007 г.*:

- Выручка: 6.7 млрд руб. (+40% к 1 п/г 2006);
- EBITDA: 1.0 млрд руб., маржа EBITDA: 15.2%
- Долг: 8.7 млрд руб., Долг/EBITDA: 4.3x

* - без учета результатов дочернего банка

Быстрый рост – в расчете на угольный сегмент

Собственный прогноз Белона по показателю EBITDA за 2007 год - \$67-75 млн – выглядит реалистично, учитывая результаты за январь-июнь. Озвученный г-ном Добровым ориентир по EBITDA на 2008 год гораздо более амбициозен - \$200-210 млн. Достичь столь стремительного роста компания планирует главным образом за счет увеличения годовой добычи угля с 4.5 до 7 млн тонн после завершения модернизации шахт Листвяжная и Новая, а также введения в эксплуатацию шахты Костромовская.

Компания наращивает добычу в расчете на сохранение благоприятной конъюнктуры

Компания рассчитывает, что увеличение объемов угледобычи более чем на 50% придется на период роста цен на уголь, прежде всего коксующийся концентрат. При этом доля угольного сегмента в совокупной выручке группы по итогам 2008 года должна достичь 65% (по итогам 2007 года – 55%). Оптимистический прогноз по годовой выручке, учитывающий быстрый выход на запланированный объем добычи и сохранение благоприятной конъюнктуры - 20-22 млрд руб.

Главный вопрос: удастся ли повысить рентабельность?

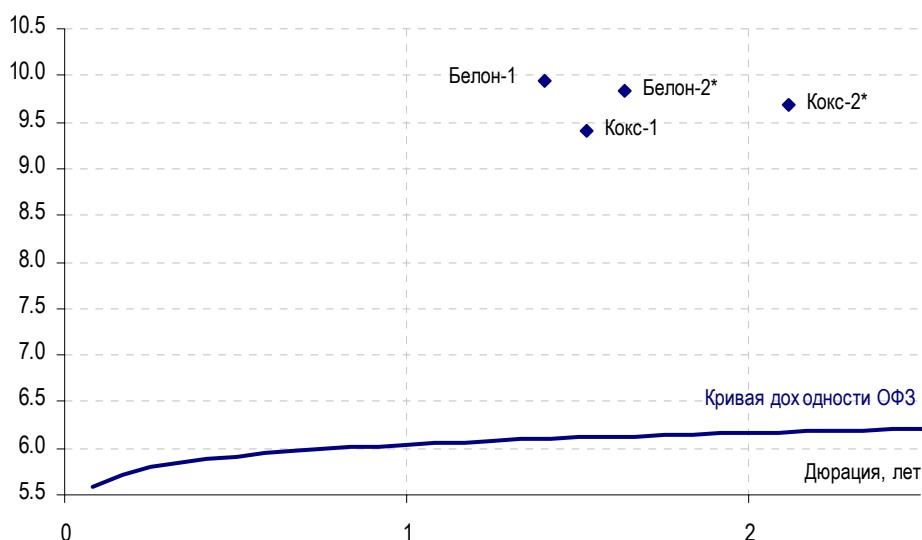
Несмотря на высокую маржу в угольном сегмента, по консолидированным показателям рентабельности Белон в 2006-2007 гг. существенно уступал другим угольным компаниям, в т.ч. из-за значительной доли металлотрейдингового направления в совокупной выручке. При сохранении рентабельности на уровне 15%, годовая выручка в 20 млрд руб. соответствовала бы показателю EBITDA на уровне \$150 млн. Таким образом, план по увеличению показателя EBITDA почти в 3 раза подразумевает радикальный рост рентабельности по сравнению с предыдущими годами – примерно до 25%.

**Масштабные инвестиции
могут привести к
опережающему росту
долга**

Мы осторожно оцениваем перспективы резкого увеличения рентабельности Белона. Кроме того, дорогостоящая инвестпрограмма группы (около \$220 млн в 2007 году плюс \$500 млн на 2008-2012 гг.) может привести к опережающему росту долга, т.к. пик инвестиционных затрат приходится на 2007-2008 гг. По нашему мнению, компания способна профинансировать инвестиции 2008 года не более чем на 50%. Мы оцениваем кредитный профиль компании достаточно позитивно и не ожидаем существенных проблем с рефинансированием. Однако мы не ожидаем снижения долговой нагрузки Белона с текущих 4.3-4.5x Долг/ЕБИТДА. В 1-м полугодии 2008 года долговая нагрузка может несколько превысить этот уровень.

На наш взгляд, текущая доходность облигации Белона адекватна кредитному качеству компании. Спрэды к бумагам Кокса в целом справедливо отражают разницу в масштабах бизнеса, рентабельности и долговой нагрузки. 1-й выпуск облигаций Белона по-прежнему торгуется с более широким спрэдом по отношению ко 2-му. Однако мы считаем, что спекулятивный потенциал в бумагах Белона в текущей ситуации практически отсутствует. С учетом амбициозных инвестпроектов Белона и невысокой вероятности увеличения пакета акций, принадлежащего группе ММК, долгосрочный потенциал роста котировок облигаций Белона также ограничен.

Доходность облигаций на 21 ноября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ПМЗ: равнение на Сатурн и УМПО

**ПМЗ отчитался за 9
месяцев 2007 г. —
отмечаем рост долговой
нагрузки**

Пермский Моторный Завод представил финансовую отчетность по РСБУ за 9 месяцев 2007 года. Результаты отражают некоторое ослабление финансового профиля: несмотря на ускорение темпов роста выручки, заметно снизилась рентабельность и увеличилась долговая нагрузка (Долг/ЕБИТДА 8.5x). Среди позитивных факторов кредитного качества ПМЗ мы отмечаем устойчивый спрос на основную продукцию и возможность финансовой поддержки со стороны государства в случае необходимости.

**Позитивные новости в
основном касаются
подписания новых
контрактов**

С точки зрения перспектив развития, III квартал принес ряд позитивных новостей. В августе на международном авиасалоне МАКС компания подписала контракты на поставку 33 двигателей на сумму около 5 млрд руб., что сопоставимо с годовым выпуском предприятия. В целом, мы ожидаем увеличения спроса на продукцию ПМЗ в течение ближайших 5-7 лет за счет роста объемов производства самолетов, оснащаемых пермскими двигателями. Так, в соответствии с планами ОАК в течение 2008-2012 гг. должно быть произведено 99 самолетов Ту-204/214 и Ил-96 (в среднем 45 двигателей в год). При этом, по данным прессы, ориентиры госкорпорации в значительной степени подтверждены твердыми контрактами на отечественные самолеты.

Финансовые результаты ПМЗ по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	6 574	553	8.4%	2 777	5.0	2.3
2006	7 418	452	6.1%	2 920	6.5	2.0
1 п/г 2007	3 361	230	6.8%	3 439	7.5	1.9
9М2007	5 889	322	5.5%	3 670	8.5	1.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Темпы роста выручки увеличились по сравнению с 1-м полугодием

Выручка ПМЗ за III квартал примерно на 50% превысила среднюю выручку за предыдущие 2 квартала, при этом доходы за 9М2007 выросли на 11.6% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Столь неровная динамика в целом характерна для отрасли, это связано в первую очередь с длительным циклом производства газотурбинных двигателей (до 9 месяцев) и относительно небольшими объемами выпуска – несколько десятков моторов в год. Тем не менее, с учетом хороших результатов квартала, планы компании по увеличению выручки до 8.0 млрд руб. в 2007 году (+7.3% к 2006 г.) выглядят вполне реалистичными.

Снижение рентабельности связано с административными расходами

Динамика финансовых показателей ПМЗ за 9М2007 отражает общую для моторостроителей тенденцию снижения операционной эффективности: маржа ЕБИТДА в III квартале упала до 3.6%, по итогам 9 месяцев – до 5.5%. Однако снижение рентабельности ПМЗ объясняется иными причинами, нежели в случае НПО Сатурн и УМПО. Несмотря на существенный рост цен на используемые в производстве металлы, компании удается удерживать валовую рентабельность на достаточно высоком уровне – 15.3% (14.8% в 2006 году). При этом значительную часть маржи ПМЗ «съедают» административные расходы. Более подробный анализ причин снижения операционной эффективности компаний затруднен в связи с отсутствием консолидированных финансовых результатов.

На фоне низкой рентабельности долговая нагрузка достигла 8.5х Долг/ЕБИТДА

ПМЗ продолжил наращивать долг, его объем вырос за 3 месяца на 6.7% (+230 млн руб.). Привлеченные средства были направлены на увеличение оборотного капитала: запасы материалов и незавершенной продукции на балансе ПМЗ увеличились на 340 млн руб. в течение III квартала. Таким образом, рост долга, судя по всему, связан с будущим увеличением объемов выпуска и не оказывает существенного негативного влияния на кредитное качество компании. Однако мы отмечаем, что с учетом длительного технологического цикла производства основного вида продукции, изменения оборотного капитала отразится на финансовых результатах с существенной задержкой.

Увеличение долга в определенной степени компенсируется сравнительно низкими процентными расходами

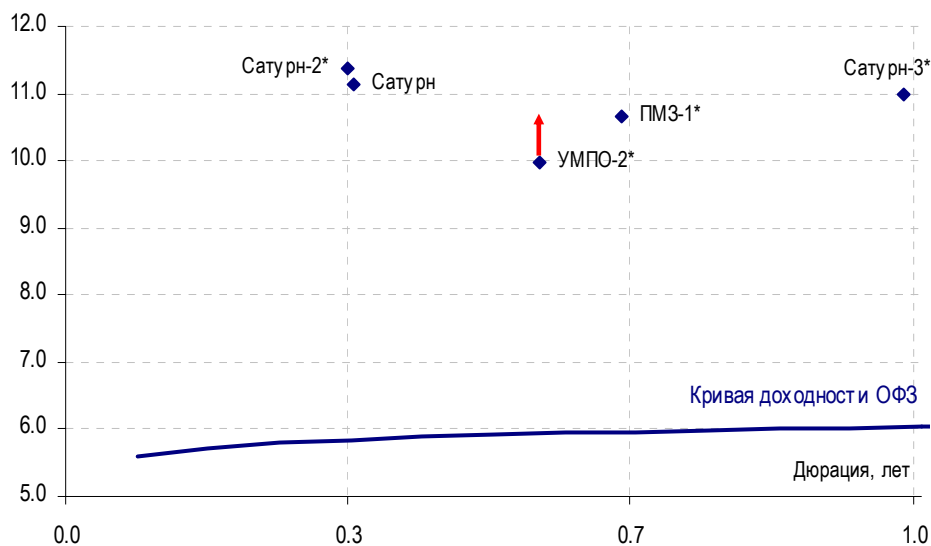
Разрастание долга на фоне снижения рентабельности привело к существенному увеличению долговой нагрузки: показатель Долг/ЕБИТДА по итогам 9 месяцев достиг предельно высокого значения 8.5х. Бремя обслуживания долга ПМЗ в некоторой степени облегчается относительно невысокой стоимостью банковских кредитов - средняя эффективная ставка по ним составляет около 6-7% годовых. Поскольку основная часть займов предоставлена ПМЗ госбанками, мы склонны рассматривать столь комфортные условия кредитования как оказание предприятию поддержки со стороны государства.

С точки зрения возможности господдержки, ПМЗ выглядят предпочтительнее УМПО и Сатурна

С начала 2007 года существенно ухудшился финансовый профиль трех крупных моторостроителей, представленных на долговом рынке - УМПО, НПО Сатурн и ПМЗ: по итогам 9М2007 долговая нагрузка Долг/ЕБИТДА первых двух компаний превысила уровень 10х. В данной ситуации фактор господдержки приобретает еще большее значение. По нашему мнению, с этой точки зрения ПМЗ находится в чуть более выгодном положении по сравнению с УМПО и НПО Сатурн. В настоящий момент контрольный пакет акций ПМЗ принадлежит АФК Система, но фактически управление компанией осуществляется представителями ВТБ. Мы полагаем, что такая структура упрощает взаимодействие с властью как по стратегическим вопросам объединения в холдинг, так и по вопросам рефинансирования краткосрочных долгов.

После публикации слабых результатов за III квартал спреда облигаций Сатурна расширились на 50-100 б.п. до уровня ПМЗ. Мы считаем, что текущие цены в большей степени соответствуют кредитным рискам двигателестроительных компаний. При этом достаточно ликвидный выпуск УМПО-2 (объем 4 млрд руб.) выглядит переоцененным по отношению к Сатурну и ПМЗ с потенциалом расширения спреда на 70-100 б.п.

Доходность облигаций на 21 ноября



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	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.