

# Рублевые корпоративные облигации

9 января 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- ТАИФу придется занять на НКНХ? » стр. 2
- Белон: по МСФО хуже, чем по РСБУ » стр. 3

## Индикаторы

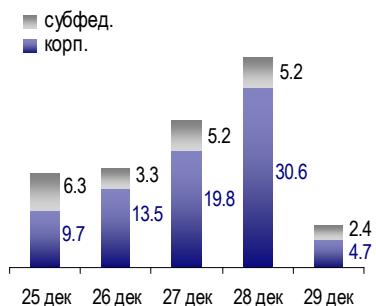
Долларов США за Евро	1.3019	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.3713	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 54.75	- 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.63%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	106	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	637.4	- 28.7
Остатки на д/с, млрд руб.	98.1	+ 46.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 60.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- ЭКЗ «Лебедянский» планирует второй выпуск (1.5 млрд руб., 3 года)
- Планируется выпуск Тюменьэнерго-2 (2.7 млрд руб., 5 лет)

## Объем торгов на ММВБ

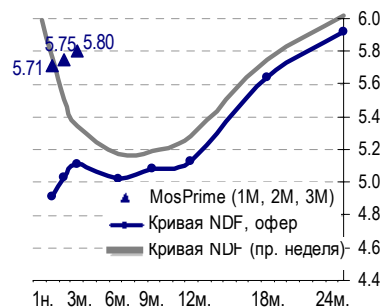


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 10 янв Аукцион ОФЗ-АД 46018 (7 млрд руб., дюрация 8.7 лет)
- 11 янв Аукцион ОБР-3 (30 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	101.15	+ 24	2.4	6.56%
РЖД-7	103.05	+ 22	4.8	7.03%
РЖД-6	102.00	+ 20	3.4	6.86%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Татэнерго	102.00	+ 30	1.1	8.01%
СаНОС-2	105.30	+ 25	0.8	*3.80%
МОЭСК-1	100.95	+ 23	3.9	7.95%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	100.60	- 15	4.0	7.27%
ОГК-5	100.00	- 1	2.5	*7.63%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	114.45	- 30	2.2	7.80%
Очаково-2	98.45	- 25	1.2	10.05%
Пятерочка-2	103.45	- 15	3.4	8.43%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## ТАИФу придется занять на НКНХ?

*Увеличение капитала НКНХ может повлиять на кредитное качество ТАИФа*

27 декабря 2006 г. Нижнекамскнефтехим опубликовал важную новость: капитал компании по решению акционеров будет увеличен на 25.8 млрд руб. По нашему мнению, ожидаемое увеличение уставного капитала НКНХ может привести к ощутимому росту долговой нагрузки ТАИФа – компании, контролирующей 76% голосующих акций НКНХ. Мы не ожидаем существенного влияния этого решения на котировки облигаций самого НКНХ, т.к. позиция компании относительно привлечения новых долгов пока не ясна.

Информация о планах по увеличению капитала НКНХ была опубликована в конце октября 2006 г., когда компания сообщила о созыве внеочередного собрания акционеров для одобрения допэмиссии акций на сумму 25.8 млрд руб. Судя по всему, средства от размещения акций будут направлены на финансирование масштабных инвестиционных планов компании. Так, в конце прошлого года руководители НКНХ сообщали о намерении увеличить производственные мощности НКНХ более чем в 3 раза.

*Влияние допэмиссии на кредитное качество самого НКНХ относительно невелико...*

Подробные данные об инвестиционной программе НКНХ пока не были обнародованы, однако, судя по предварительным сведениям, средств от выпуска акций будет недостаточно для ее финансирования. Так, в конце прошлого года представители НКНХ сообщали о том, что компания планирует занять до \$5 млрд на увеличение производственных мощностей более чем в 3 раза. С учетом отсутствия данных о финансовых планах компании, мы нейтрально оцениваем влияние последних событий на кредитное качество НКНХ.

*... а ТАИФу может потребоваться новый долг для выкупа допэмиссий НКНХ*

По нашему мнению, более существенное влияние допэмиссия акций НКНХ способна оказать на кредитное качество ТАИФа. В настоящий момент группа ТАИФ является контролирующим акционером НКНХ (под ее управлением находится около 76% голосующих акций НКНХ). Соответственно, для сохранения контроля над Нижнекамскнефтехимом, ТАИФу может потребоваться привлечение \$500 - \$750 млн. Мы ожидаем, что выкуп допэмиссии акций НКНХ будет производиться структурами группы ТАИФ за счет долговых источников. Отсутствие консолидированной финансовой отчетности не позволяет точно оценить возможное влияние привлечения нового долга на уровень долговой нагрузки компании.

*Кредитное качество облигаций ТАИФ-Финанс может снизиться*

На наш взгляд, влияние роста долговой нагрузки на облигации ТАИФ-Финанс является опосредованным, т.к. эти бумаги являются, по сути, долгом нефтеперерабатывающего комплекса ТАИФ-НК. Однако существенный рост долга группы и низкая финансовая прозрачность все же существенно ослабляют кредитное качество компании. С учетом сложной структуры группы мы считаем вероятность «перекладывания» части нового долга на ТАИФ-НК весьма существенной.

С фундаментальной точки зрения кредитный риск ТАИФ в настоящий момент отличается от риска НКНХ в связи с низкой финансовой прозрачностью и ростом долговой нагрузки. Отчасти этот фактор смягчается существенной политической поддержкой группы ТАИФ со стороны властей Татарстана. Однако принципиальные различия в кредитном качестве все же должны компенсироваться разницей в спредах облигаций НКНХ и ТАИФ-Финанса.

*«Справедливая» цена ТАИФ-Финанс-1: 99.40-99.50%*

Наша оценка кредитного спреда между бумагами ТАИФ-Финанс и НКНХ составляет 100 б.п. Исходя из спреда бумаг НКНХ-4 в 190-200 б.п. к ОФЗ, «справедливая» цена облигаций ТАИФ-Финанс, по нашему мнению, должна составлять 99.40-99.50% от номинала.

## Белон: по МСФО хуже, чем по РСБУ

*Долговая нагрузка по МСФО выше, чем по РСБУ*

В конце декабря Белон опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за I п/г 2006 г. В целом основные тенденции, отраженные в ней, соответствуют результатам по РСБУ, однако мы отмечаем, что уровень долговой нагрузки группы, судя по всему, окажется более высоким, чем мы ожидали ранее. Мы сохраняем нашу оценку «справедливого» спреда Белона на уровне 340 б.п. к ОФЗ и подтверждаем рекомендацию зафиксировать прибыль в облигациях компании.

Основные отличия консолидированной отчетности группы по МСФО от результатов ОАО «Белон» по РСБУ состоят в следующем:

- выручка по МСФО оказалась ниже, чем по РСБУ (4.9 млрд против 5.4 млрд руб) в связи с отражением внутригрупповых операций;
- в отчетности по МСФО отражен долг дочерних структур группы, что увеличило совокупный размер финансового долга с 4.1 до 6.3 млрд руб.

За счет включения дочерних компаний группы, показатель валовой прибыли по МСФО оказался выше, чем по РСБУ, а в остальном, различия в отчетности по российским и международным стандартам относительно невелики.

В целом отчетность по МСФО, как и результаты по РСБУ свидетельствует о снижении выручки и рентабельности компании в I п/г 2006 г. Как мы уже отмечали, такая динамика связана с фактором сезонности и неблагоприятной конъюнктурой на угольном рынке, имевшей место в 2006 году.

*Прогноз Долг/ЕБИТДА по итогам 2006 г: около 5х*

С учетом роста долга по консолидированной отчетности мы пересматриваем оценку уровня долговой нагрузки на конец 2006 г. По нашему мнению, соотношение Долг/ЕБИТДА по МСФО может составить около 5х (наша предыдущая оценка – 3.5х). В целом же рост долговой нагрузки не является сюрпризом, т.к. компания в настоящий момент финансирует крупные инвестиционные проекты по строительству новой обогатительной фабрики и запуску шахты «Костромовская».

*Рекомендуем зафиксировать прибыль с ориентиром 99.40-99.50% от номинала*

Наша оценка «справедливого» спреда облигаций Белона к ОФЗ составляет 340 б.п., что существенно выше текущего уровня в 300 б.п. По нашему мнению, декабрьские цены бумаг Белона (100.10-100.30%) свидетельствуют о существенной переоценке облигаций компании, и мы рекомендуем зафиксировать прибыль с ориентиром 99.40-99.50%. Дополнительное давление на выпуск Белон-1 оказывает ожидаемое размещение уже зарегистрированного второго выпуска облигаций на сумму 2 млрд руб.

*С запуском новых мощностей финансы группы должны «выправиться»*

При этом мы не считаем, что относительно высокая долговая нагрузка свидетельствует о существенном ослаблении кредитного качества группы Белон. С запуском новых производственных мощностей, финансовые показатели группы будут выглядеть существенно лучше, а долговая нагрузка вернется к уровню около 2х Долг/ЕБИТДА.

---

**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
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Ольга Базюкина	obazyukina@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

**Начальник аналитического отдела**

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928
----------------	------------------------	-------------------

---

**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.