

Рублевые корпоративные облигации

16 января 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

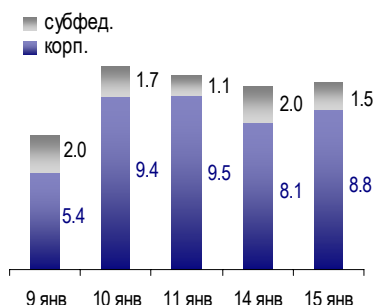
- Альянс+WSR: слияние не снизит потребности в финансировании » стр. 2

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4800	- 0.4 %
Рублей за доллар США	24.2916	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 90.86	- 1.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.51%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.34%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	166	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	641.4	- 22.7
Остатки на д/с, млрд руб.	523.1	+ 7.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 180.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

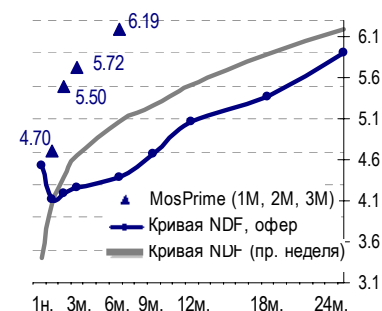


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

15 янв	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 янв	Аукцион ОБР-4 (100 млрд руб., погашение 16 июня 2008 года)
21 янв	Уплата НДС
25 янв	Уплата НДС, ½ суммы акцизов
28 янв	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-2	102.80	+ 10	2.2	7.10%
РЖД-6	101.42	+ 6	2.6	6.90%
Мосэнерго-2	100.25	+ 5	3.5	*7.72%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	101.75	+ 85	1.3	8.89%
Копейка-2	93.07	+ 82	1.0	*16.64%
Петроком-2	99.75	+ 70	1.5	8.84%

Лидеры падения

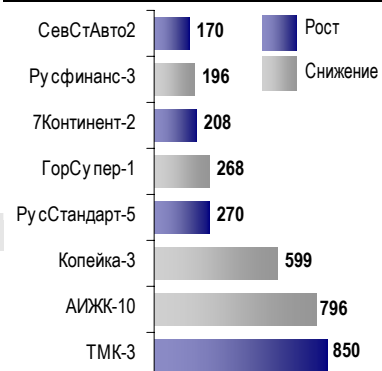
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	100.80	- 32	3.3	7.17%
ЛУКОЙЛ-3	100.57	- 15	3.4	7.05%
ОГК-5	99.15	- 15	1.6	*8.19%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-1	97.75	- 75	0.4	15.84%
ЦентрТел-5	100.00	- 25	0.6	*8.23%
ТГК-8	99.45	- 23	1.3	*8.61%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Альянс+WSR: слияние не снизит потребности в финансировании

НК Альянс и West Siberian Resources подтвердили свои намерения объединиться

Вчера получили официальное подтверждение планы по слиянию группы НК Альянс и нефтедобывающей компании West Siberian Resources (WSR). В случае успешного завершения сделки будет создана вертикально-интегрированная компания, объединяющая активы в нефтедобыче, нефтепереработке и сбыте нефтепродуктов.

Мы полагаем, что сделка позволяет рассчитывать на существенный синергетический эффект и рост капитализации объединенной компании, и поэтому слияние носит безусловно позитивный характер с точки зрения акционеров обеих компаний. Для держателей необеспеченного долга НК Альянс выгоды от слияния не столь очевидны: денежный поток West Siberian пока не столь значительный, чтобы рассматривать добывающие активы в качестве источника финансирования масштабных проектов в области нефтепереработки.

НК Альянс станет дочкой West Siberian, акционеры Альянса получат 60%-ю долю в объединенной компании

Сторонам предстоит завершить ряд юридических формальностей до конца марта 2008 года. На сегодняшний день подписан меморандум, согласно которому НК Альянс станет 100%-й дочкой West Siberian в обмен на акции допэмиссии West Siberian. В результате допэмиссии доля акционеров НК Альянс в капитале West Siberian составит 60%, при этом акционеры Альянса получат 2 из 6 мест в совете директоров объединенной компании.

Для завершения сделки предстоит получить согласие миноритариев WSR и антимонопольного ведомства

Мы отмечаем, что сделка должна быть согласована, в частности, с группой Repsol, которой принадлежит 10% акций WSR. По соглашению, заключенному в 2006 году между тремя крупнейшими акционерами WSR, доля Repsol должна оставаться в диапазоне 10-20%. Запланированная допэмиссия в пользу акционеров НК Альянс означает сокращение доли Repsol до 4%. Вчера представитель Repsol в интервью агентству АНИ заявил, что его компания в настоящее время анализирует возможный эффект от размывания доли в WSR и пока воздерживается от однозначной оценки.

Плановый срок закрытия сделки – конец марта 2008 года

Таким образом, юридическая структура сделки, вероятнее всего, потребует некоторой доработки и согласования с миноритариями. Собрание акционеров WSR должно пройти в конце февраля; к этому сроку будут известны окончательные условия сделки, а также, возможно, появятся более детальные прогнозы и проформы финансовых показателей объединенной компании. Синергетический эффект оценивается пока весьма приблизительно – на базе предварительных базовых показателей за 9 месяцев 2007 года. Тем не менее, менеджмент оценивает потенциальный экономический эффект от слияния очень высоко, и этот оптимизм, скорее всего, разделит рынок акций.

Консолидированная выручка за 9М2007: \$1.4 млрд, около 80% приходится на НК Альянс; рентабельность по EBITDA – около 16%

Вчера WSR озвучила оценки pro-forma консолидированной выручки объединенной группы за 9 месяцев 2007 года - около \$1.4 млрд, EBITDA - \$228 млн. Таким образом, рентабельность группы по EBITDA составит порядка 16%, что значительно выше 10%-го уровня НК Альянс по итогам 2006 года. Однако вклад Альянса в операционный результат группы все же более весомый по сравнению с WSR. В 2006 году показатель EBITDA НК Альянс составил \$167 млн против \$82 млн у WSR. С учетом повышения рентабельности торговых операций в прошлом году, по итогам 9 месяцев 2007 года вклад Альянса в консолидированную pro-forma EBITDA составит 60-70%, доля в консолидированной выручке – 82%.

Для кредитного профиля (и прежде всего для держателей необеспеченного рублевого долга НК Альянс) мы считаем наиболее важными следующие аспекты:

- акции допэмиссии WSR будут выпущены в пользу акционеров Альянса, при этом для держателей облигаций холдинговой компания ОАО НК Альянс, которая фактически трансформируется в 100%-ю дочку WSR, кредитная база останется без изменений;
- по данным pro-forma консолидированной отчетности, совокупный финансовый долг группы на 30.09.2007г. составил около \$500 млн, что соответствует долговой нагрузке на уровне 1.6-2.0x Долг/EBITDA;

- действующий меморандум предусматривает ограничения на сумму чистого долга обеих компаний на конец 2007 года; однако, если для WSR определен фиксированный «потолок» в \$300 млн, то для НК Альянс лимит в размере \$200 млн не включает в себя финансирование программы модернизации НПЗ.

Кредитный профиль теперь будет определяться масштабными инвестиционными проектами обеих компаний

По нашему мнению, кредитный профиль объединенной компании в среднесрочной перспективе будет определяться источниками финансирования главного инвестпроекта группы – реконструкции Хабаровского НПЗ. Совокупный объем инвестиций в НПЗ составит порядка \$1 млрд в течение 3 лет, включая стоимость уже подписанного контракта (\$806 млн до 2011 года). WSR имеет собственную инвестпрограмму: общий объем капзатрат компании за 9 месяцев 2007 года составил \$147 млн), кроме того, нельзя исключить, что компании потребуются средства для приобретений новых активов в нефтедобыче.

Долговая нагрузка по итогам 9М2007 – менее 2х Долг/ЕБИТДА, ожидаем постепенный рост

По нашему мнению, позитивный эффект от планируемого слияния для кредитного профиля оценивается менеджментом, в основном, из ожиданий будущего роста операционной прибыли и рентабельности. Группе пока лишь предстоит доказать эффективность объединения добывающих активов WSR и системы нефтепереработки и сбыта НК Альянс, которые расположены в различных регионах и требуют значительных затрат на освоение/модернизацию. Мы полагаем, что финансирование инвестиций объединенной компании полностью за счет собственных источников в ближайшие года вряд ли осуществимо. Поэтому уже в текущем году мы ожидаем постепенного роста консолидированного долга с умеренного уровня 9 месяцев 2007 года.

В текущей ситуации не видим существенного потенциала в выпуске НК Альянс-1

Обе компании заявляли в прошлом году о предварительных планах рыночных заимствований, в т.ч. на рублевом долговом рынке. С учетом ожиданий роста долговой нагрузки и размещения новых выпусков, мы склонны очень осторожно оценивать потенциал сужения спреда первого рублевого выпуска облигаций НК Альянс, который торгуется сейчас с доходностью около 10.25% УТР. Учитывая 1.5-годовую дюрацию выпуска, существенный рост цены облигаций, на наш взгляд, маловероятен.

Доходность облигаций НК Альянс-1 к оферте, % годовых



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.