

Рейтинг ФСК будет повышен в этом году

В начале декабря ФСК ЕЭС планирует разместить очередной выпуск трехлетних облигаций в объеме 5 млрд руб. Эмитент хорошо известен участникам рынка и принадлежит к классу наиболее надежных квазисуверенных заемщиков. Последний выпуск облигаций ФСК был размещен 12 октября текущего года (ФСК-4, 6 млрд руб.). К настоящему времени облигации еще не вышли на вторичный рынок и торгуются на форвардах (when&if basis) на уровне номинала, что соответствует спреду к кривой доходности ОФЗ около 6 п.

Мы подробно рассматривали финансовый профиль ФСК в преддверии октябрьского размещения облигаций, с тех пор ситуация в компании существенно не изменилась. С точки зрения финансовой устойчивости мы позиционировали ФСК на рынке как несколько более сильного эмитента по сравнению с Мосэнерго и ГидроОГК, но уступающего лидерам рынка Газпрому и РЖД (подробнее см. «Облигации ФСК-4: смотрим в будущее» от четвертого октября). В настоящем отчете мы уделим основное внимание перспективам и последствиям возможного повышения кредитного рейтинга ФСК агентством S&P, а также состоянию рыночной конъюнктуры накануне размещения.

S&P усиливает фактор господдержки в рейтингах: ФСК окажется в наибольшем в выигрыше

Одним из важных для оценки кредитного риска ФСК событий, произошедших с момента последнего размещения рублевых облигаций компании, явилось решение агентства S&P поместить 15 ноября рейтинги семи российских компаний (из энергетического, транспортного и финансового секторов) в список CreditWatch с прогнозом «позитивный». Это решение агентство приняло по результатам пересмотра степени влияния правительства на государственные компании в России.

Рейтинги будут выведены из списка CreditWatch в течение нескольких недель вслед за пересмотром рисков и преимуществ государственного контроля, равно как и других факторов кредитоспособности. После этого рейтинг может быть повышен на одну-три ступени в каждом конкретном случае. Подробнее критерии S&P при присвоении рейтинга государственным компаниям изложены в публикации агентства «*Rating Government-Related Entities: a Primer*» от 14 июня 2006 г.

В числе этих компаний оказалась и ФСК. Анализируя методологию S&P, мы приходим к выводу, что фактор господдержки учтен в рейтинге ФСК (B+) в наименьшей степени по сравнению с другими компаниями, рейтинги которых будут пересмотрены. Агентство разделило предприятия, которым потенциально может быть оказана господдержка, на две категории:

- компании, играющие центральную роль в реализации политических и экономических целей государства;
- коммерческие предприятия, системообразующая роль которых менее очевидна, но господдержка которых в критической ситуации может быть важна для обеспечения социальной стабильности.

Яркими представителями последней категории, на наш взгляд, являются банковские учреждения, имеющие крупные депозиты населения. К числу предприятий первой группы мы бы отнесли естественные монополии. Именно эти компании составляют основу списка S&P на повышение рейтинга.

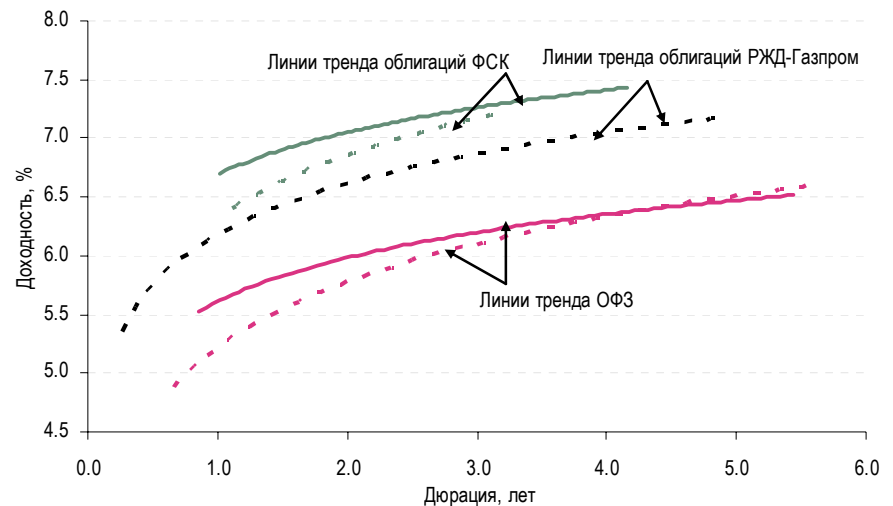
Грань между компаниями первой и второй категории провести довольно сложно. На наш взгляд, ФСК в большей степени подпадает под определение предприятий первой группы, так как она играет важную роль в деле обеспечения энергетической безопасности страны. Кроме того, в результате реализации энергетической реформы доля государства в ФСК будет доведена до 75%+1 акция, в то время как возможное негативное влияние РАО ЕЭС на кредитоспособность компании снизится. Отметим, что до настоящего времени низкий кредитный рейтинг ФСК (В+) агентство S&P объясняло не кредитными характеристиками самого эмитента, а необособленностью финансовой деятельности эмитента от РАО ЕЭС России (материнской компании, рейтинг которой также находится на уровне В+).

С нашей точки зрения, вероятность повышения кредитного рейтинга ФСК более чем на одну ступень весьма высока. Скорее всего, это событие произойдет после размещения выпуска ФСК-5, но до выхода облигаций на вторичный рынок в начале следующего года. Для эмитента присвоение рейтинга на уровне ВВ или выше будет означать включение облигаций в ломбардный список Банка России, что предполагает возможность гарантированного рефинансирования через инструмент однодневного прямого РЕПО Банка России.

Приглашение к новогоднему ралли

Рынок рублевых облигаций стойко переносит все сложности, обусловленные непростой ситуацией с ликвидностью. За последние полтора месяца доходности ОФЗ выросли в среднем на 20 б. п., тогда как рост доходностей корпоративных выпусков первого эшелона не превысил 25-30 б. п. Участники рынка в большинстве своем сохраняют уверенность в том, что период высоких ставок на денежном рынке носит локальный характер, и не спешат избавляться от рублевых облигаций (см. раздел «Перспективы восстановления ликвидности»). Некоторое снижение котировок облигаций началось только во второй декаде ноября. Однако, как только появились признаки притока на корсчета банков бюджетных ассигнований, инвестиционная активность возросла, и покупки рублевых облигаций возобновились. Вместе с тем, до размещения облигаций ФСК-5 (в начале декабря) участникам рынка еще предстоит тяжелые налоговые платежи конца ноября, поэтому мы не ожидаем бурного роста котировок рублевых облигаций до начала декабря. Таким образом, уровень доходностей на рублевом рынке облигаций на момент размещения будет близок к максимальным за последние несколько месяцев значениям.

Рисунок 2. Облигации ОФЗ и первого эшелона на 12 октября и 23 ноября 2006 г.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

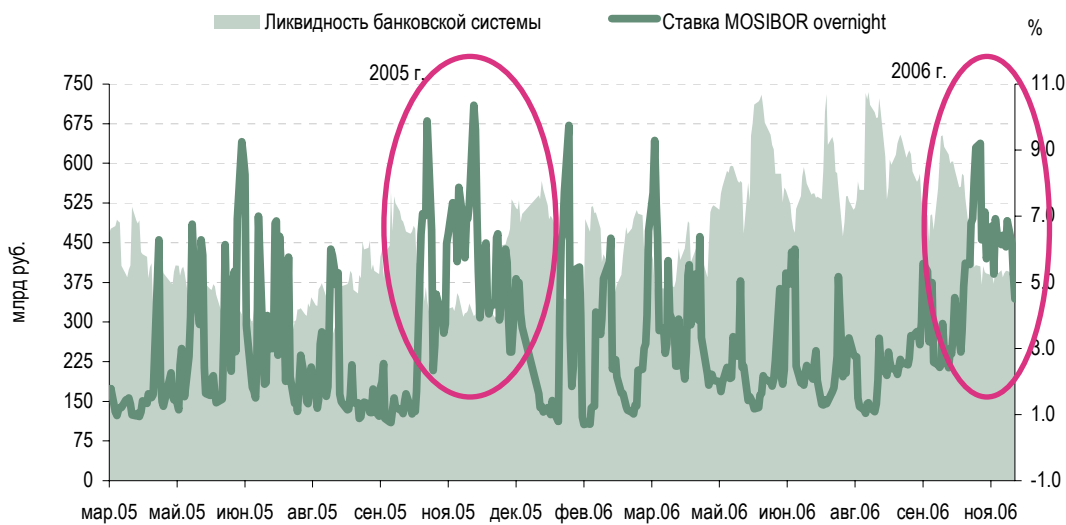
Высока вероятность того, что в оставшиеся после размещения ФСК-5 недели декабря конъюнктура рублевого рынка облигаций будет улучшаться и сохранится стабильно благоприятной в первые месяцы 2007 г. Таким образом, с большой долей уверенности можно говорить о том, что в начале 2007 г. на вторичных торгах выпуск ФСК-5 начнет торговаться выше номинала.

Официальный ориентир по доходности нового выпуска ФСК-5 представлен в достаточно широком диапазоне: ОФЗ+95-125 б. п. Среднее значение спреда ФСК-2 и ФСК-3 на протяжении 2006 г. составляет 100-110 б. п., причем более узкий спред характерен для выпуска с более высокой дюрацией (ФСК-2). Премия выпусков ФСК к кривой доходности Газпрома, как правило, составляет около 30 б. п. На наш взгляд, премия нового выпуска ФСК-5 к кривой доходности ОФЗ на уровне 100-110 б. п. (7.20-7.30%) — наиболее реалистичный ориентир. Этот выпуск будет очень привлекателен для инвесторов: потенциал роста котировок ФСК-5 очевиден в связи с началом новогоднего ралли и с учетом высокой вероятности повышения кредитного рейтинга эмитента.

Перспективы восстановления ликвидности

Как и в прошлом году, вторая половина октября и ноябрь текущего года оказались не очень благоприятными для инвесторов в рублевые облигации. Связано это с уменьшением объема рублевой ликвидности и резким ростом ставок на денежном рынке. В то время как на развивающихся рынках аппетиты инвесторов к риску неуклонно растут, и доходности облигаций снижаются, рынок рублевых облигаций стагнирует, а в середине ноября даже были отмечены продажи. В этот период инвесторы наиболее активно сокращали позиции в облигациях первого эшелона, так как доходности этих инструментов сопоставимы со ставками РЕПО. Кроме того, были отмечены продажи и в выпусках третьего эшелона, под которые трудно получить рефинансирование.

Рисунок 3. Ликвидность и динамика ставок overnight



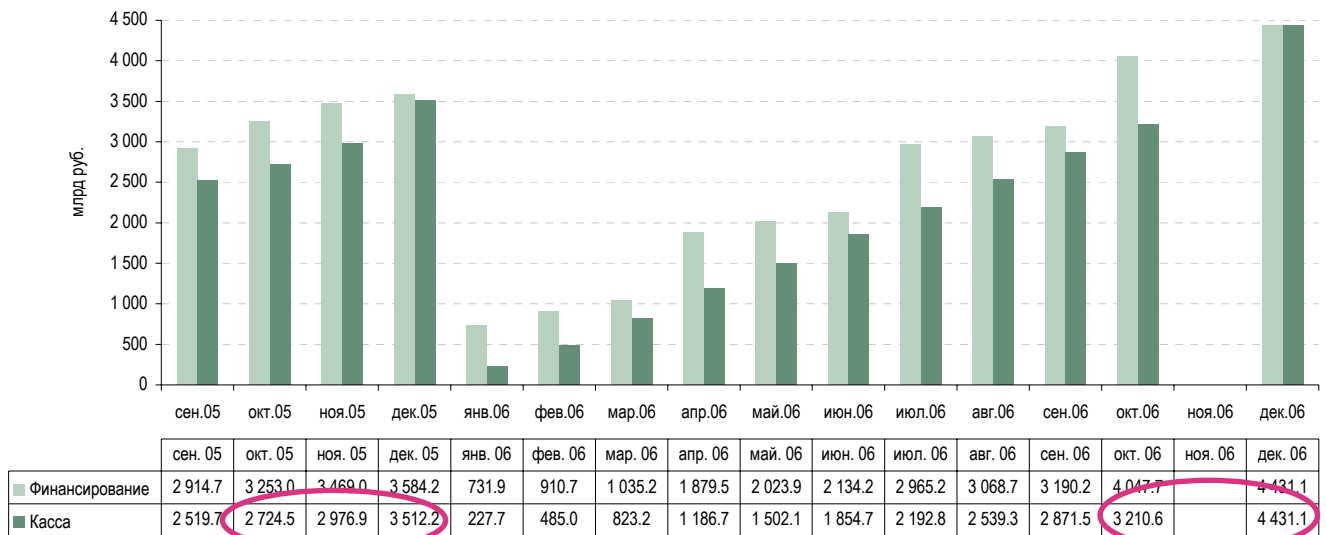
Источник: Reuters

Резкое ухудшение ликвидности, на наш взгляд, происходит по следующим причинам:

- **Снижение ожиданий существенного укрепления курса рубля до конца года:** надежды на укрепление рубля к корзине USD/EUR обусловлены тем, что для монетарных властей приоритетом является сдерживание инфляции. Многие участники рынка (в том числе и мы) были уверены, что Банк России не удержит заявленный 9%-ный уровень инфляции, не применив в четвертом квартале свое главное оружие — укрепление рубля. Однако эти надежды не оправдались. Накопленная инфляция за первые 10 месяцев года составила 7.5%, а по состоянию на 14 ноября — 7.8%. Это на 1.8 п. п. лучше аналогичного показателя 2005 г. (тогда по итогам года инфляция в России составила 10.9%). Такие показатели были достигнуты за счет очень резкого замедления инфляции в сентябре-октябре, которое мы объясняем использованием административного ресурса и благоприятной ценовой конъюнктурой на отдельные виды товаров. На фоне снижения ожиданий укрепления национальной валюты спекулятивные инвесторы начали закрывать длинные позиции по рублю. Как следствие, в Банке России резко снизились продажи валютной выручки, за счет которых пополнялась ликвидность в течение всего года.
- **Укрепление доллара на валютном рынке в сентябре и в первой половине октября:** курс доллара в начале осени укрепился против евро почти на 3.0%. Это скорее психологический фактор, так как большинство инвесторов играет на укрепление рубля против корзины USD/EUR. Тем не менее, прослеживается четкая прямая зависимость между фазами укрепления доллара и последующим снижением продаж валютной выручки.
- **Высокий уровень бюджетной стерилизации:** освоение бюджетных средств происходит со значительными задержками. В результате средств, поступающих из бюджета в банковскую систему, оказалось недостаточно для поддержания ставок денежного рынка на низком уровне.

Восстановление ситуации с ликвидностью до конца года вполне вероятно. Основной фактор, способствующий резкому притоку рублевой ликвидности, – федеральный бюджет. Выделение бюджетных средств традиционно опережает кассовое исполнение, в результате к концу года сумма неисраченных средств увеличивается. В 2006 г. проблема равномерного расходования бюджетных ассигнований стоит особенно остро. По состоянию на начало ноября кассовое исполнение бюджета отстало от финансирования более чем на 800 млрд руб. С учетом законодательных поправок расходная часть бюджета должна составить около 4.4 трлн. рублей. Таким образом, за последние два месяца года бюджет должен потратить около 1.2 трлн. рублей, так как на следующий год выделенные средства не пролонгируются. Для сравнения, за аналогичный период прошлого года объем расходов федерального бюджета составил около 800 млрд руб. Это привело к резкому снижению ставок денежного рынка в конце декабря и вызвало всплеск инфляции, а затем и значительное укрепление рубля в первые два месяца 2006 г.

Рисунок 4. Динамика финансирования и кассового исполнения федерального бюджета



Примечание: данные по кассе за декабрь 2006 г. приведены по оценке Ренессанс Капитала.

Источник: Минфин РФ

В последние дни ситуация на валютном рынке существенно изменилась. Доллар резко утратил завоеванные позиции, и курс EUR/USD достиг максимальных за последние полтора года значений (1.3094 по состоянию на 24 ноября). По нашим оценкам, с ослаблением доллара продажи валютной выручки Банку России могут возрасти, что должно способствовать росту рублевой ликвидности.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozдина@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexveenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozдина@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Петр Гришин
Николай Подгузов
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantushin@rencap.com

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова

Электроэнергетика

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jropova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов. ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации: брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000 дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000 депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100