

Рублевые корпоративные облигации

31 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- «Скрытые oferty» энергокомпаний: ищем лучшие варианты » *стр. 2*

Индикаторы

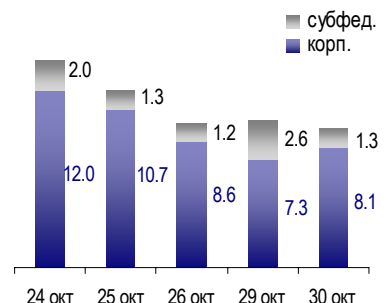
Долларов США за Евро	1.4428	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	24.7165	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 87.81	- 2.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.26%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спред, б.п.	130	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	477.9	+ 99.2
Остатки на д/с, млрд руб.	100.2	- 0.6
Сальдо операций с ЦБ	-199.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 8 ноября планируется размещение Таттелеком-4 (1.5 млрд руб., годовая oferta)
- Банк Зенит планирует 5-ый выпуск (5 млрд руб., 5 лет)
- Планируется выпуск Купец-Финанс-1 (розничная торговля, 1.5 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

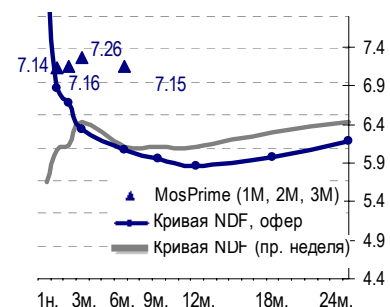


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

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
15 ноя	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
21 ноя	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (3 млрд руб., дюрация 7.7 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	100.40	+ 25	2.9	7.94%
ФСК-4	101.19	+ 19	3.5	7.07%
ЛУКОЙЛ-4	101.80	+ 15	4.9	7.15%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Башкирэн-3	99.95	+ 75	1.3	*8.60%
Газэнсень-1	97.95	+ 65	3.8	8.72%
ХКФБ-4	98.73	+ 23	0.9	*11.85%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	100.45	- 25	3.7	*7.66%
ОГК-5	99.55	- 5	1.8	*7.90%
Сибур-1	99.35	- 5	1.8	*8.22%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-2	98.60	- 30	2.2	*9.58%
Транскредит-1	96.60	- 30	2.4	8.95%
Копейка-2	92.90	- 24	1.2	*15.61%

Лидеры по оборотам

Облигация	Обороты (млн руб.)	Тренд
Черкизово-1	111	Рост
Тех Николь-2	121	Снижение
Связь-Банк-1	146	
ЮТК-3	200	
РСХБ-3	202	
ОГК-6	206	
ЛУКОЙЛ-4	340	
ЦентрТел-5	451	

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к offerте



**Raiffeisen
BANK**

«Скрытые оферты» энергокомпаний: ищем лучшие варианты

Реорганизация энергокомпаний открывает ряд интересных возможностей в их долговых бумагах

Вчера были подведены итоги внеочередного собрания акционеров РАО ЕЭС по вопросу второго этапа реорганизации холдинга. Сегодня в прессе активно обсуждаются возможные проблемы, связанные с офертой на выкуп акций у акционеров, не согласных с реформой. Однако для долгового рынка, на наш взгляд, больший интерес представляет возможность досрочного погашения облигаций ряда энергокомпаний.

Такая возможность появляется в связи с юридической реорганизацией компаний, формирующих целевую структуру отрасли, т.е. большинства ОГК, ТГК, а также компаний распределительного сетевого комплекса. Реорганизация в форме присоединения фактически означает для держателей облигаций объявление оферты на выкуп бумаг по номиналу.

Наиболее интересными для покупки считаем ОГК-6 и ОГК-2, а в перспективе – Кубаньэнерго и Пермэнерго

По нашему мнению, скрытые оферты по долговым обязательствам энергокомпаний открывают интересные возможности получить достаточно высокий уровень доходности при минимальном уровне риска и короткой дюрации. Мы рекомендуем инвесторам обратить внимание на бумаги компаний, которые в ближайшее время будут проводить собрания акционеров по вопросу реорганизации - прежде всего, ОГК-6, бумаги которых в настоящее время торгуются ниже номинала.

Потенциально привлекательны также бумаги региональных сетевых компаний – в частности, Кубаньэнерго и Пермэнерго, поскольку им также предстоит до конца 1 п/г 2008 года перейти в состав новых МРСК. Решающее заседание Совета директоров РАО по вопросу реорганизации РСК назначено на конец ноября, а собрания акционеров компаний будут проходить в январе 2008 г.

Последний этап реформы РАО ЕЭС предусматривает присоединение ее активов к «целевым» энергокомпаниям, включая ряд ОГК и ТГК

Смысл реорганизации энергокомпаний заключается в выделении пакетов акций целевых компаний холдинга с баланса РАО ЕЭС России. Схема выделения активов в упрощенном виде выглядит следующим образом:

- активы РАО ЕЭС распределяются между несколькими вновь созданными юридическими лицами (холдингами) пропорционально пакетам акций, принадлежащим РАО в энергокомпаниях, в т.ч. ОГК и ТГК;
- компании-холдинги присоединяются к соответствующим компаниям.

Таким образом, акционеры РАО должны в результате реорганизации получить количество акций отраслевых компаний пропорционально их доле в РАО ЕЭС. В свою очередь, присоединение юридического лица является одной из форм реорганизации, что требует одобрения общего собрания акционеров.

Для держателей облигаций энергокомпаний очередная реорганизация дает возможность предъявить бумаги к досрочному выкупу...

Акционеров РАО ЕЭС прежде всего интересует, насколько полно их интересы будут учтены при пропорциональном распределении активов. Для кредиторов самих энергокомпаний (в т.ч. держателей облигаций) реорганизация означает возможность потребовать досрочного исполнения обязательств. В соответствии с п.6 ст.15 Федерального Закона «Об акционерных обществах», кредиторы имеют право направить письменное требование об исполнении обязательств в течение 30 дней с даты опубликования сообщения о принятом решении о реорганизации. Мы считаем дату общего собрания своеобразной точкой отсчета: в течение первых 30 дней после собрания эмитент должен проинформировать кредиторов о возможности досрочного выкупа, а затем, у кредиторов есть еще 30 дней, чтобы направить эмитенту требование о досрочном погашении.

...но этим правом гарантированно обладают только кредиторы, являющиеся таковыми на дату общего собрания

Существует еще одна причина, по которой дата внеочередного собрания акционеров очень важна для кредиторов: юридическая практика показывает, что оферта гарантированно распространяется на тех кредиторов, которые получают уведомления о реорганизации. При этом эмитент фиксирует список кредиторов на дату внеочередного собрания.

Таким образом, кредиторы, которые не попадут в реестр на дату принятия решения о реорганизации, скорее всего, не смогут в общем порядке предъявить свои требования эмитенту. Поэтому мы рекомендуем рассматривать для покупки с целью предъявления к оферте только бумаги компаний, которые еще не провели собрания акционеров по вопросу реорганизации.

У кредиторов есть 30 дней, чтобы направить запрос эмитенту; сколько есть времени у эмитента, чтобы исполнить «оферту» - четко не определено

Второй процедурный вопрос, непосредственно влияющий на доходность операции – определение срока, в течение которого компании должны удовлетворить требования кредиторов. Этот срок четко не определен законодательством – можно говорить лишь о некотором «разумном» периоде, в течение которого должны быть произведены выплаты. В качестве консервативного сценария мы рассматриваем ситуацию, при которой держатели облигаций будут вынуждены ожидать выплат в течение двух месяцев после окончания срока предъявления бумаг к погашению.

Мы отмечаем, что в 2005 году, когда в связи с реорганизацией Ленэнерго инвесторы получили право на предъявление облигаций к досрочному выкупу, эмитент заявил, что будет погашать бумаги в течение 4 месяцев, причем в произвольном порядке. Кроме того, бумаги, предъявленные к досрочному погашению, были заблокированы на счете в НДЦ на весь срок до исполнения обязательств.

Прецедент Ленэнерго 2005 года – не очень позитивный, но это во многом связано с новизной проблемы

Тем не менее, выкуп бумаг Ленэнерго, на наш взгляд, не вполне корректно рассматривать в качестве аналога для прогнозирования сроков исполнения досрочных оферт по обязательствам новых энергокомпаний. В случае Ленэнерго фактически впервые тестировалась юридическая процедура досрочного погашения облигаций, и инвесторы получили достаточно полное представление о связанных с ней рисках. Юридические риски, безусловно, сохраняются и сейчас, но мы все же считаем, что вероятность искусственного затягивания выплат по бумагам новых энергокомпаний невысока.

Мы ориентируемся на 2 месяца как достаточный срок для исполнения обязательств большинством генкомпаний

Исходя из 2-месячного срока как консервативного прогноза по срокам завершения расчетов эмитентов с кредиторами, мы рассчитали ориентировочную доходность приобретения облигаций по текущим котировкам с целью предъявления к досрочному выкупу. Срок такой сделки определяется следующим образом:

*[кол-во дней до даты проведения внеочередного собрания акционеров]
+ [30 дней для публикации эмитентом итогов собрания]
+ [30 дней для предъявления бумаг к досрочному погашению]
+ [60 дней для исполнения обязательств эмитентом].*

По нашему мнению, «доходность к скрытой оферте» по бумагам большинства компаний, оказалась достаточно привлекательной, хотя в большинстве случаев на эту доходность могут рассчитывать только существующие держатели бумаг, т.к. целый ряд энергокомпаний уже провели внеочередные собрания акционеров, которые одобрили реорганизацию.

Доходность облигаций энергокомпаний с учетом права на досрочное погашение в связи с реорганизацией

Выпуск	Ставка купона, %	Текущая цена, %	Доходность к погашению/оферте, % год.	Дюрация до погашения/оферты	Предполагаемая дата досрочного выкупа	Доходность к досрочному выкупу, % год.	Простая доходность к выкупу, % год.
Мосэнерго-1	7.54	100.20	*7.55	1.77	-	-	-
Мосэнерго-2	7.65	100.56	*7.63	3.71	-	-	-
ТГК-1	7.75	98.75	*8.51	2.19	26 фев 08	12.26	3.80
ТГК-4	7.60	99.25	*8.27	1.49	26 фев 08	10.40	3.23
ЮГК ТГК-8	8.00	99.50	*8.52	1.42	9 фев 08	10.25	2.73
ТГК-10	7.60	99.20	*8.29	1.52	27 фев 08	10.56	3.30
ОГК-2	7.70	98.75	*8.39	2.41	28 фев 08	12.20	3.83
ОГК-3	6.75	-	-	-	-	-	-
ОГК-6	7.55	98.35	*8.47	2.30	8 мар 08	12.95	4.39
ГидроОГК	8.10	102.35	7.49	3.16	-	-	-

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Наибольший интерес представляют бумаги компаний, которые еще не провели собрания акционеров по поводу реорганизации

Даты проведения собраний акционеров ГидроОГК и Мосэнерго пока не объявлены. Кроме того, их облигации торгуются выше номинала, поэтому они вряд ли представляют интерес для предъявления к досрочному погашению. Мы также не рассматриваем низколиквидный выпуск ОГК-3 с очень короткой дюрацией (оферта в декабре 2007 года) и выпуск ТГК-6-Инвест, поскольку его эмитентом является SPV. ТГК-1, ТГК-4, ТГК-8, ТГК-10 уже провели собрания, ОГК-2 проводит собрание акционеров сегодня, и соответственно, приобретение этих бумаг, вероятнее всего, уже не дает их держателям права на досрочное погашение в общем порядке.

Рекомендуем ОГК-6

Таким образом, мы рекомендуем обратить внимание, прежде всего, на выпуск ОГК-6, собрания акционеров которой пройдет 9 ноября. Исходя из цены вчерашнего закрытия (98.35%), держатели бумаг ОГК-6 могут рассчитывать на доходность к «скрытой оферте» порядка 13% год. при условии досрочного погашения через 120 дней после даты проведения внеочередного собрания акционеров.

Это возможность купить качественный риск с интересной доходностью и короткой дюрацией

Мы подчеркиваем, что наш расчет доходности носит лишь ориентировочный характер, т.к. реальный уровень будет зависеть от продолжительности процедуры удовлетворения требований кредиторов. Вместе с тем, мы считаем, что бумаги энергокомпаний со скрытым пут-опционом дают возможность инвестировать на коротком горизонте с очень привлекательным соотношением «риск/доходность».

Пора присмотреться к РСК, которым также предстоит реорганизация

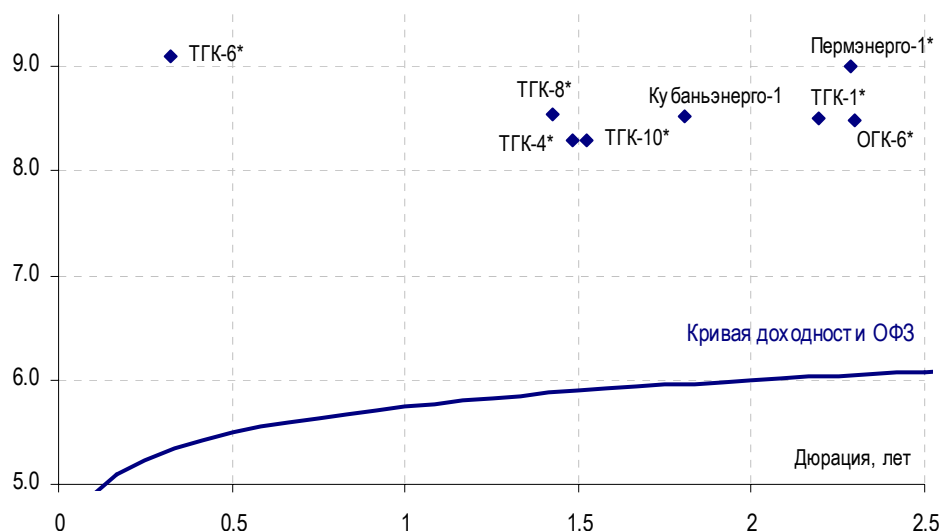
В 1-м полугодии 2008 года аналогичные возможности должны появиться в бумагах Кубаньэнерго и Пермэнерго, которым также предстоит пройти в состав новых МРСК (и соответственно, они прекратят существование в качестве независимых единиц). Внеочередные собрания акционеров РСК пройдут в январе 2008 года. Мы рассчитали потенциальный уровень доходности этих бумаг исходя из предположения о покупке этих бумаг по текущим ценам и предъявления к досрочному выкупу в конце июня 2008 года:

Доходность облигаций РСК с учетом права на досрочное погашение в связи с реорганизацией

Выпуск	Ставка купона, %	Текущая цена, %	Доходность к погашению/оферте, % год.	Дюрация до погашения/оферты	Предполагаемая дата досрочного выкупа	Доходность к досрочному выкупу, % год.	Простая доходность к выкупу, % год.
Кубаньэнерго-1	7.85%	99.09	8.53	1.81	30 июн 08	9.57	6.19
Пермэнерго-1	8.15%	98.50	*9.01	2.28	30 июн 08	10.87	7.03

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Доходность облигаций на 30 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.