

ОГК-5: Сильные результаты за I полугодие 2010 года по МСФО

Российский рынок облигаций
29 июля 2010 г.

Выводы

ОГК-5 (Moody's Ba3) вчера опубликовала достаточно сильную отчетность за 1П2010 по МСФО. В частности, компания продемонстрировала значительный рост выручки и EBITDA и снизила долговую нагрузку. Вместе с тем, мы считаем текущую доходность облигаций ОГК-5 справедливой и не видим потенциала опережающего ценового роста.

В то же время, советуем инвесторам обратить внимание на готовящийся к размещению дебютный выпуск ТГК-9. При сходных кредитных показателях (выручка, рентабельность, долговая нагрузка), облигации ТГК-9 маркируются с премией к кривой ОГК5 на уровне 50-115 б.п. (ориентир доходности 8,35-8,85% годовых к 3-летней оферте).

Инвестиционный анализ

Высокая рентабельность и снижение долговой нагрузки. Вчера ОГК-5 опубликовала высокие результаты за первое полугодие 2010 г по стандартам МСФО. Относительно показателей аналогичного периода 2009 г, эмитенту удалось продемонстрировать 34%-ный рост выручки и 41%-ный рост EBITDA. Как следствие, норма EBITDA увеличилась на 1 п.п. - до 20,6%.

Повышению показателей способствовал рост продаж объема электроэнергии на 23%, а также 25%-ное повышение цен на нее. Продолжающаяся либерализация рынка электроэнергии и жесткий контроль над издержками позволили ОГК-5 показать рост чистой рентабельности почти на 5 п.п. (до 14,4%).

Чистый долг ОГК-5 сократился в первом полугодии на 9% и на отчетную дату составлял 15,9 млрд руб. Это, вкпе с ростом денежного потока, привело к снижению коэффициента чистый долг/EBITDA с 2,3х до 1,7х. Среди значимых положительных моментов опубликованного отчета стоит отметить, что капитальные вложения эмитента в отчетном периоде были полностью профинансированы за счет средств полученных от операционной деятельности.

В облигациях ОГК-5 идей не видно, внимание на размещение ТГК-9. По нашему мнению, опубликованная отчетность не отразится на котировках обращающихся рублевых облигаций ОГК-5. Недавно размещенный выпуск ОГК-5 БО-15 позволяет сейчас заработать YTP 7,2% на инвестиционном горизонте двух лет. Данный уровень доходности представляется нам справедливым, в частности относительно обращающихся выпусков компаний металлургического сектора, имеющих идентичные с ОГК-5 кредитные рейтинги по версии Moody's (Северсталь и ММК).

В секторе энергетики внимания инвесторов, на наш взгляд, заслуживают готовящиеся к размещению дебютные облигации ТГК-9. Выпуск маркируется с доходностью YTP 8,35 - 8,85% к 3-летней оферте, что предполагает премию на уровне 50 - 115 б.п. к экстраполированной кривой доходности ОГК-5. Мы находим данную компенсацию за кредитный риск ТГК-9 достаточно привлекательной. Отдельно взятые кредитные метрики ОГК-5 и ТГК-9 на основании данных отчетностей компаний по МСФО за 2009 г в плане (1) выручки, (2) рентабельности и (3) долговой нагрузки вполне сопоставимы.

Некоторым минусом для облигаций ТГК-9 на текущий момент (с рыночной точки зрения) можно считать отсутствие у эмитента кредитного рейтинга, что помешает ему войти в ломбардный список и, тем самым, ограничивает круг потенциальных покупателей. В тоже время отсутствие рейтинга не является показателем худшего кредитного качества ТГК-9. Мы также полагаем, что поддержать спрос на облигации ТГК-9 должно ограниченное предложение новых бумаг от энергетических компаний с момента "размораживания" первичного рынка, что способствовало высвобождению лимитов у инвесторов на кредитный риск сектора.

Компания	1П2009	1П2010	1П10/1П09, %
Выручка, млн руб	19 213	25 755	34,0
EBITDA, млн руб	3 769	5 295	40,5
Чистый долг, млн руб	17 427*	15 856	(9,0)
Коэффициенты			
Норма EBITDA, %	19,6	20,6	
EBITDA / Процентные расходы	17	7	
Чистый долг / EBITDA	1,8	1,7	

Источник: данные компании, оценки Альфа-Банка

* - чистый долг по состоянию на конец 2009 г

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерены получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов Торговые операции	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-7896 Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 7050 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74 09
Аналитическая поддержка	Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу (7 495) 785-96 78 Станислав Боженко, Ph.D, старший кредитный аналитик (+7 495) 924-25-15 (доб. 71-21) Денис Воднев, старший кредитный аналитик (7 495) 792-58 47
Долговой рынок капитала	Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26 Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-груп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.