

Рублевые корпоративные облигации

6 мая 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ОГК-5: хорошие результаты, неинтересная доходность» стр.2

НОВОСТИ:

Талосто готовится к продаже? » стр.4

РЫНОК ОФЗ

- Ниже ставки РЕПО » стр.5

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ЗАВТРА

- Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (13 млрд руб., дюрация 2.8 года)
- Аукцион ОФЗ-АД 46021 (9 млрд руб., дюрация 7.4 года)

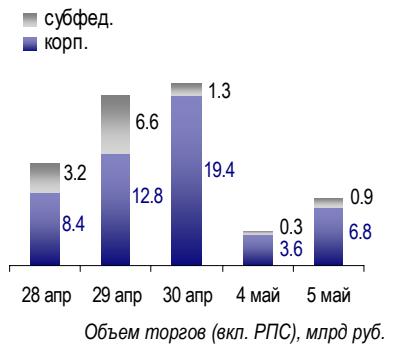
КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

8 мая	Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008) Заседание ЕЦБ по ставкам
14 мая	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (8 млрд руб., дюрация 4.5 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 12.3 года)
15 мая	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Уплата ½ суммы акцизов
26 мая	Уплата НДС, ½ суммы акцизов

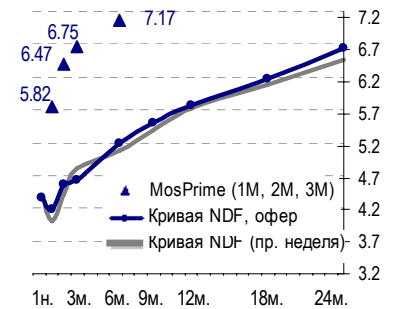
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5493	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	23.7605	+ 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 114.18	+ 4.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.46%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.29%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	146	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	604.1	+ 1.2
Остатки на д/с, млрд руб.	109.2	+ 33.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 2.3	

Объем торгов на ММВБ



MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	94.45	+ 7	5.1	9.10%
ЛУКОЙЛ-4	100.05	+ 6	4.5	7.52%
Газпром-4	102.35	+ 4	1.7	6.89%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	97.75	+ 65	1.3	*11.00%
7Континент-2	98.90	+ 40	1.1	*9.03%
УралсибЛК-1	101.25	+ 22	1.1	*10.65%

Лидеры падения

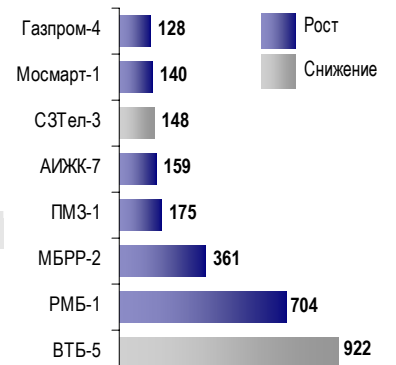
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-5	99.05	- 20	1.4	*8.39%
Газпром-6	100.30	- 13	1.2	6.80%
ФСК-4	98.85	- 10	3.1	7.83%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОбКондитер-2	100.55	- 40	0.9	*10.02%
ВолгаТел-4	99.70	- 30	1.3	*8.48%
ЦентрТел-4	106.50	- 25	1.2	8.55%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ОГК-5: хорошие результаты, неинтересная доходность

Отчетность по МСФО за 2007 год с кредитной точки зрения: ожидаемый позитив

ОГК-5 опубликовала отчетность по МСФО за 2007 год. Как и следовало ожидать, кредитные характеристики компании выглядят очень сильными: долговая нагрузка пока остается низкой, рост выручки опередил в прошлом году рост операционных расходов, рентабельность на уровне операционной прибыли увеличилась. В то же время, мы не склонны преувеличивать значимость присутствия Enel (S&P A-, Moody's A2) в качестве стратегического инвестора ОГК-5 для кредитного профиля компании.

На наш взгляд, текущий уровень доходности облигаций ОГК-5 (8.39% УТР, дюрация 1.35) полностью учитывает фактор поддержки со стороны итальянского концерна. В настоящее время мы не видим фундаментальных причин для дальнейшего сужения спреда, и рекомендуем фиксировать прибыль в облигациях компании.

Финансовые результаты ОГК-5 по МСФО (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый Долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2006	26 256	2 186	8.3%	5 621	2.6	18.5
2007	33 465	2 908	8.7%	5 088	1.7	7.6

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка,

Значительная часть средств от допэмиссии – по-прежнему на банковских депозитах...

Финансовые результаты за 2007 год выглядят позитивно, прежде всего, с точки зрения долговой нагрузки. Учитывая, что на конец года объем средств на депозитах компании в ряде российских банков составил 7.2 млрд руб., чистый долг фактически находился в отрицательной области. Судя по отчетности, компания пока израсходовала менее половины средств, привлеченных в ходе IPO 2006 года (около 12 млрд руб.), что и стало причиной размещения крупных депозитов в банках.

...однако полагаться на отрицательный «чистый долг» - не вполне корректно

В то же время, мы считаем не вполне правильным ориентироваться на чистый долг компании, поскольку использование средств от допэмиссии достаточно жестко регламентировано. Иными словами, наличие значительных средств на депозитах не отменяет необходимости привлекать долговые ресурсы, в т.ч. на цели рефинансирования. Без учета «заблокированных» денежных средства, долговая нагрузка ОГК-5 на конец 2007 года также была невысокой (1.7x Долг/ЕБИТДА), а финансовый долг полностью состоял из облигационного займа.

Пик инвестиционных расходов, по всей видимости, сдвинулся на следующий год...

Общий объем инвестиций ОГК-5 резко увеличился в 2007 году (8.6 млрд руб. против 3.4 млрд за 2006 год), хотя мы ожидали, что компания будет расходовать средства от IPO более быстрыми темпами, исходя из программы капвложений до 2010 года (около 50 млрд руб.). Мы полагаем, что пик инвестиционной активности ОГК-5 будет «сдвинут» на 2008-2009 гг. Соответственно, долговая нагрузка в 1-м полугодии 2008 года (и, вполне вероятно, до конца текущего года) останется низкой. Это отчасти подтверждается данными отчетности по РСБУ за 1-й квартал 2008: финансовый долг увеличился незначительно (на 0.3 млрд руб.), при этом компания по-прежнему обладает значительным объемом денежных средств.

...вместе с потребностями в долговом финансировании

В дальнейшем потребности ОГК-5 в долговом финансировании существенно возрастут по следующим причинам:

- проведение новой допэмиссии акций вряд ли возможно в ближайшие годы, при этом контролирующей акционер – итальянская группа Enel, на наш взгляд, больше заинтересован в выкупе остающихся у государства 26% акций компании;
- стоимость инвестпрограммы может быть пересмотрена в большую сторону по мере роста стоимости оборудования – это общая тенденция для генерирующих компаний, а в случае ОГК-5 речь идет о крупном проекте строительства нового блока на Невинномысской ГРЭС.

Фактор поддержки со стороны Enel уже учтен в котировках...

В прошлом году компания уже сообщала о возможном привлечении 15-летнего синдицированного кредита с участием ЕБРР на сумму до 9 млрд руб. В феврале также сообщалось о планах по размещению биржевых облигаций ОГК-5 уже в текущем году. Мы полагаем, что долговые инструменты будут играть главную роль в финансировании инвестпрограммы. Группа Enel также может оказать финансовую и операционную поддержку компании, однако рассчитывать на рост цены бумаг ОГК-5 исходя из «фактора сильного акционера», по нашему мнению, не стоит, т.к. у Enel в настоящее время есть собственные проблемы кредитного характера.

...тем более что у Enel есть собственные проблемы с кредитными рейтингами

Напомним, что в прошлом году рейтинги Enel были понижены в связи с опасениями относительно роста долговой нагрузки концерна из-за ряда крупных приобретений. Настрой рейтинговых агентств остается негативным, поэтому компания вынуждена не просто с осторожностью подходить к новым инвестициям, но и принимать меры по снижению долговой нагрузки. В середине апреля появились сообщения о продаже части газовых активов Enel в Европе в целях сокращения долга.

Относительно низкая доходность бумаг ОГК-5 не в последнюю очередь связана с наличием собственного рейтинга...

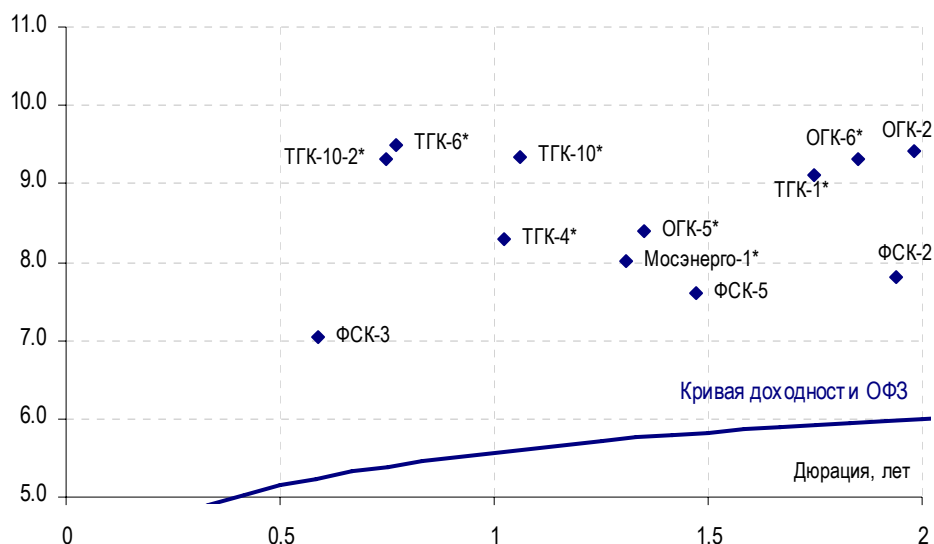
На наш взгляд, переход контроля над ОГК-5 к итальянскому концерну – ключевой фактор кредитного профиля компании - полностью учтен в котировках облигаций ОГК (доходность 8.39% УТР). Опубликованная вчера годовая отчетность по МСФО носит ожидаемо позитивный характер, но, скорее всего, не окажет существенного влияния на котировки.

Мы также отмечаем, что своеобразный новый ориентир для сектора установила ТГК-10 (владельцем контрольного пакета является финский концерн Fortum, рейтинги аналогичны рейтингам Enel), которая в конце апреля «вернула» на рынок 1-й выпуск с доходностью около 9.5% к годовой оферте (цена 98.19%).

...и все же в сегменте энергокомпаний есть и более интересные варианты с точки зрения «риск/доходность»

Таким образом, единственным фактором, в определенной степени оправдывающим дисконт облигаций ОГК-5 к бумагам большинства генерирующих компаний, является наличие рейтинга от Moody's Ba3. Тем не менее, облигации ОГК-5 пока не входят в Ломбардный список, а с точки зрения кредитных характеристик текущий спрэд, например, к более коротким выпускам ТГК-10 выглядит слишком широким. Учитывая возможное предложение нового долга ОГК-5, мы рекомендуем фиксировать прибыль в бумагах компании.

Доходность облигаций на 5 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

Талосто готовится к продаже?

Сегодня газета RBC Daily сообщила о возможности частичной или полной продажи группы Талосто концерну Nestle. Предположения авторов публикации основаны, в основном, на недавних изменениях в организационной структуре Талосто. Факт ведения переговоров о продаже бизнеса в статье подтверждается анонимными источниками.

Мы не считаем, что изменения в структуре группы обязательно являются признаком активной предпродажной подготовки. По материалам к облигационному займу, внутреннюю реструктуризацию Талосто планировалось завершить еще в прошлом году с целью повышения прозрачности для инвесторов: ранее структура холдинга включала порядка 20 юридических лиц. По окончании реструктуризации должна быть выделена головная компания (возможно, кипрская Boramir Holdings, о которой упоминается в статье), число юр.лиц – сократиться вдвое с четким разделением активов по бизнес-сегментам. Одним из позитивных результатов должна была стать публикация консолидированной отчетности.

Хотя, судя по всему, процесс несколько затянулся, создание прозрачной холдинговой структуры, безусловно, способствует любым сделкам по привлечению капитала. Однако мы обращаем внимание, что частичная продажа бизнеса даже столь сильному акционеру как Nestle необязательно улучшит структуру обеспечения по облигациям компании. Напомним, что эмитентом является SPV, поручителями – управляющая компания ЗАО «Талосто», торговый дом «Талосто» (дистрибуция) и основная операционная компания в сегменте мороженое ООО «Талосто-3000». Как будет выглядеть структура группы после реорганизации и/или в случае продажи части активов – пока неясно.

В отсутствие более четкой информации (в т.ч. финансовой), текущий уровень доходности облигаций Талосто (13.44% к погашению в марте 2009 г.) нельзя назвать завышенным. Мы также отмечаем, что значительная часть бумаг была выкуплена по оферте в сентябре прошлого года.

РЫНОК ОФЗ

Ниже ставки РЕПО

Текущий уровень доходности размещаемого выпуска 25062 – 6,4%: ниже, чем ставка РЕПО ЦБ

Завтра Минфин проведет первое размещение ОФЗ после повышения ставок Банком России. Инвесторам предлагается семилетний выпуск 46021 и трехлетний 25062, объемом 9 млрд. руб. и 13 млрд. руб. соответственно. Текущий уровень доходности 46021 составляет около 6.7%, а у бумаги 25062 – 6.4%: ниже, чем ставка РЕПО ЦБ. Мы ожидаем, что Минфин не откажется от своей прежней стратегии и не будет при размещении давать более 15 б.п. премию к рыночной доходности данных выпусков.

Однако, мы пока не видим значимой негативной реакции рынка на повышение ставки ЦБ

На первый взгляд, после повышения ставки РЕПО ЦБ, ОФЗ стали еще менее привлекательными, чем прежде. Однако пока мы не наблюдаем значимой негативной реакции рынка облигаций на недавние действия Банка России. В отличие от февральского повышения ставок ЦБ, обвала цен нет. Правда при размещении облигаций Москвы существенная премия к рынку все же была, но в последующие дни доходность 46-ого выпуска вернулась к своим прежним уровням (по 45-му выпуску сделок на вторичном рынке пока не было).

По нашему мнению, вялая реакция рынка на повышение ставок РЕПО Банка России может быть связана не только с низкой активностью торгов, но и с позитивными ожиданиями участников по поводу ситуации с банковской ликвидностью и укреплением рубля. В результате, действия Банка России не смогли сильно снизить привлекательность рублевых инструментов.

Мы не ожидаем, что предстоящие размещения ОФЗ будут полностью провальными

В связи с этим, мы не ожидаем, что предстоящие размещения ОФЗ будут полностью провальными и считаем весьма вероятным присутствие на них умеренного рыночного спроса на уровне 10-20% от предлагаемого объема. В то же время, мы предполагаем, что, как и на предыдущих аукционах, основной объем размещения купят крупные государственные участники.

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
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

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	npatrahin@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.