

Рублевые корпоративные облигации

1 июля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ОГК-2: комментарий к МСФО-2007 » стр. 2

ОБЛИГАЦИИ МОСКВЫ

- РЖД давит на Москву» стр. 4

Индикаторы

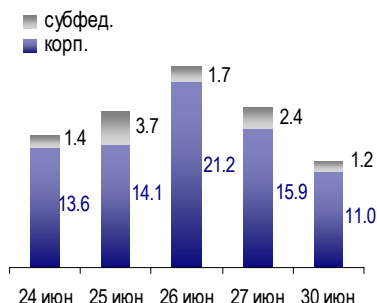
Долларов США за Евро	1.5755	- 0.2 %
Рублей за доллар США	23.3972	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 139.30	- 0.4 %
Москва-39, дох. % год.	7.04%	- 21 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.68%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	173	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	592.3	- 33.1
Остатки на д/с, млрд руб.	369.3	+ 40.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 56.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Трансаэро планирует 2-ой выпуск облигаций объемом 3 млрд руб.
- Планируется выпуск Лизинговая компания Уралсиб-2 (5 млрд руб.)

Объем торгов на ММВБ

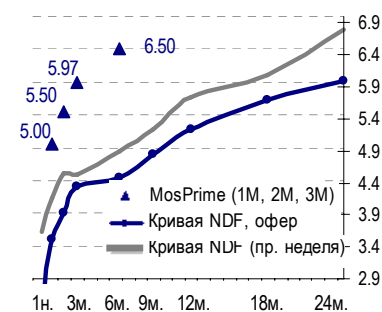


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 июл	Аукцион Москва-50 (5 млрд руб., дюрация 3.1 года)
3 июл	Размещение Банк Петрокоммерц-4 (3 млрд руб., годовая оферта)
9 июл	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (6 млрд руб.) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (5 млрд руб., дюрация 7.3 года)
10 июл	Размещение ПСК Стройиндустрия (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
15 июл	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Уплата 1/2 суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	99.39	+ 114	4.5	7.68%
ФСК-4	99.80	+ 85	2.9	7.50%
АИЖК-3	102.80	+ 80	1.5	7.77%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-2	100.22	+ 77	1.7	*8.90%
Х5-1	96.73	+ 48	1.8	*9.64%
АвтоВАЗ-4	99.00	+ 40	0.9	*9.16%

Лидеры падения

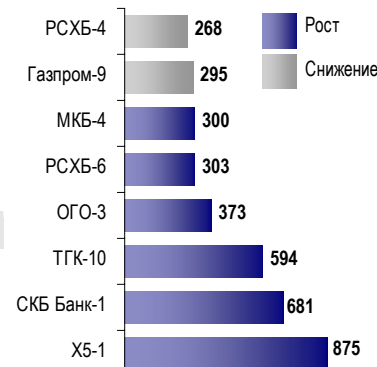
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	99.00	- 100	3.7	7.97%
АИЖК-8	91.15	- 85	4.1	*10.28%
АИЖК-9	89.95	- 70	4.9	9.99%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	98.00	- 175	2.0	9.99%
ВолгаТел-4	98.52	- 113	1.1	*9.64%
ОМЗ-5	97.00	- 110	1.1	*11.92%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ОГК-2: комментарий к МСФО-2007

Результаты ОГК-2 по МСФО: низкая рентабельность и много свободных денежных средств

Вчера ОГК-2 опубликовала отчетность по МСФО за 2007 год. Хотя результаты вновь оказались достаточно слабыми с точки зрения рентабельности, мы не ожидаем существенной негативной реакции рынка облигаций. Нам представляется, что оценка кредитного риска в среднесрочной перспективе базируется главным образом на факторе поддержки со стороны Газпрома – контролирующего акционера компании.

Вместе с тем, мы считаем, что именно ОГК-2 может одной из первых среди генераторов вернуться на рынок облигаций, т.к. у компании пока нет альтернатив долговым источникам финансирования амбициозной инвестпрограммы. Облигации ОГК-2 (доходность 9.68% УТМ, дюрация 1.8 года), на наш взгляд, не выглядят привлекательно на текущих ценовых уровнях.

Финансовые результаты ОГК-2 по МСФО за 2007 год:

- Выручка: 33.7 млрд руб. (+33% к 2006 г.), валовая маржа: 1.6%
- EBITDA: 1.6 млрд руб., маржа EBITDA: 4.7%
- Валовый долг: 6.9 млрд руб., Долг/EBITDA: 4.3x, EBITDA/Проценты: 1.7x
- Чистый долг: -14.6 млрд руб.

Обращаем внимание на рост расходов на приобретение электроэнергии

Компания разочаровала рынок, зафиксировав чистый убыток в размере 266 млн руб. против прибыли по итогам 2006 года в размере 2.4 млрд руб. Однако на отчет о прибылях и убытках за 2006 год сильно повлияли события разового характера: прибыль по МСФО была получена в основном за счет восстановления крупной суммы резерва на обесценение основных средств. В 2007 году отчетность более точно отражает ситуацию с рентабельностью – маржа EBITDA чуть выше (4.7% против 1.2%) по сравнению с прошлым годом.

Мы выделяем две ключевых причины низкой рентабельности компании в 2007 году:

- пятикратный рост расходов на приобретение электроэнергии на открытом рынке – по итогам года их доля в структуре операционных затрат достигла 18%;
- высокая топливная составляющая – соотношение расходов на топливо и выручки остается высоким, а некоторое снижение по сравнению с 2006 годом (53% против 64%) напрямую связано с увеличением расходов на покупную электроэнергию.

Важный негативный фактор – низкий тариф Сургутской ГРЭС-1

По этим критериям ОГК-2 интересно сопоставить с ОГК-6, которая также контролируется Газпромом. С точки зрения затрат на топливо ОГК-2 ничем не уступает, однако валовая рентабельность ОГК-6 значительно выше. На наш взгляд, это связано с низким тарифом на электроэнергию основного генерирующего предприятия ОГК-2 – Сургутской ГРЭС-1 (на нее приходится около 50% от объема продаж электроэнергии и лишь 37% от выручки ОГК-2).

В 2008 году выручка должна увеличиться, однако существенное повышение рентабельности – более отдаленная перспектива

По нашему мнению, озвученный в марте план компании по годовой выручке – 35 млрд руб. – представляется чрезмерно консервативным на фоне результатов 1кв2008 по РСБУ (выручка за 1-й квартал составила 12.6 млрд руб.). Однако мы осторожно оцениваем перспективы роста рентабельности компании в 2008 году. Эффект от либерализации рынка электроэнергии, повышение рентабельности за счет изначально сильных операционных характеристик станций ОГК-2 и растущего спроса на энергию в Тюменской области – это, на наш взгляд, более отдаленная перспектива.

Что касается долговой нагрузки, то соответствующие показатели ОГК-2 отражают вполне комфортную ситуацию. Средства от размещения акций в пользу Газпрома сформировали значительный запас денежных средств (21 млрд руб.), которые были размещены на банковских депозитах. Отсюда – отрицательный чистый долг в размере 14.6 млрд руб. и отсутствие каких-либо проблем с выкупом облигаций 1-го выпуска на 2.3 млрд руб. (46% от объема займа).

Чистый долг компании был отрицательным в конце 2007 года, но ситуация меняется

Баланс начнет меняться уже в 2008 году по мере реализации инвестпрограммы компании. План по инвестициям ОГК-2 до 2011 года - порядка 150 млрд руб., причем, если судить по результатам 1-го квартала 2008 г., ОГК-2 расходует средства, полученные от допэмиссии акций, быстрее других генкомпаний. В конце апреля ОГК-2 уже отчиталась о финансировании проектов на Троицкой и Ставропольской ГРЭС. Общая сумма авансовых платежей генподрядчикам составила 12.1 млрд руб. Расходы отражены и в российской отчетности за 1кв2008: сумма денежных средств и краткосрочных финансовых вложений сократилась с 21.7 до 11.8 млрд руб. Чистый долг остался отрицательным, однако ОГК-2 может быстро исчерпать запас ликвидности (около 6 млрд руб.), приступив к строительству новых энергоблоков сразу на трех станциях.

Инвестпрограмма требует значительных средств уже в текущем году: компания может вернуться на долговой рынок

В конце июня представители ОГК-2 заявили, что объем кредитных ресурсов, которые компания собирается привлечь для финансирования инвестпрограммы, может составить до 60 млрд руб. Эти оценки носят предварительный характер, но в качестве одного из источников финансирования рассматриваются заимствования на долговом рынке. Как и в случае ОГК-6, альтернативой долговому ресурсам является проведение еще одной допэмиссии акций в пользу контролирующего акционера. Однако представители Газпрома называли реальными сроки размещения допэмиссии ОГК-2 не ранее середины 2009 года; к осени возможно лишь принятие принципиального решения. При этом среднесрочная инвестпрограмма ОГК-2 значительно превосходит по стоимости инвестпрограмму ОГК-6.

Альтернатива долговому ресурсам – новая допэмиссия в пользу Газпрома

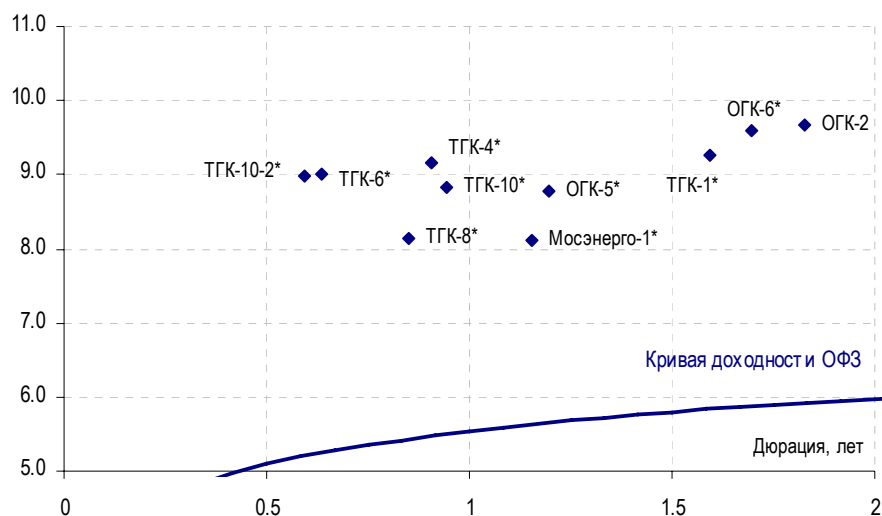
Хотя новые размещения облигаций компании вряд ли состоятся в ближайшие 2-3 месяца, мы считаем, что ОГК-2 может одной из первых среди генкомпаний вернуться на долговой рынок. Если компания израсходует средства от прошлогодней допэмиссии и обратится к кредитным ресурсам, долговая нагрузка может достаточно быстро выйти на уровень 3х Долг/ЕБИТДА и выше – в случае если рентабельность компании останется низкой.

Поддержка Газпрома – важнейший фактор кредитного профиля ОГК-2, но и он не защищает от падения котировок

Позитивным фактором кредитного профиля ОГК-2 является поддержка со стороны Газпрома, который может способствовать и привлечению сторонних инвесторов. Мы полагаем, что кредитный риск ОГК-2 будет в среднесрочной перспективе восприниматься инвесторами рынка облигаций прежде всего как риск дочерней компании Газпрома. По этой причине возможна лишь краткосрочная реакция рынка на публикацию отчетности.

На общей волне продаж на рублевом рынке спреда облигаций ОГК-2 расширились за последние 2 недели примерно на 30 б.п., доходность составляет около 9.68% УТМ. Учитывая сравнительно длинную дюрацию выпуска (1.8 года), мы полагаем, что в текущей ситуации это не предел для роста доходности бумаг компании. Мы по-прежнему отдаем предпочтение более коротким выпускам сектора, прежде всего, ТГК-10.

Доходность облигаций на 30 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

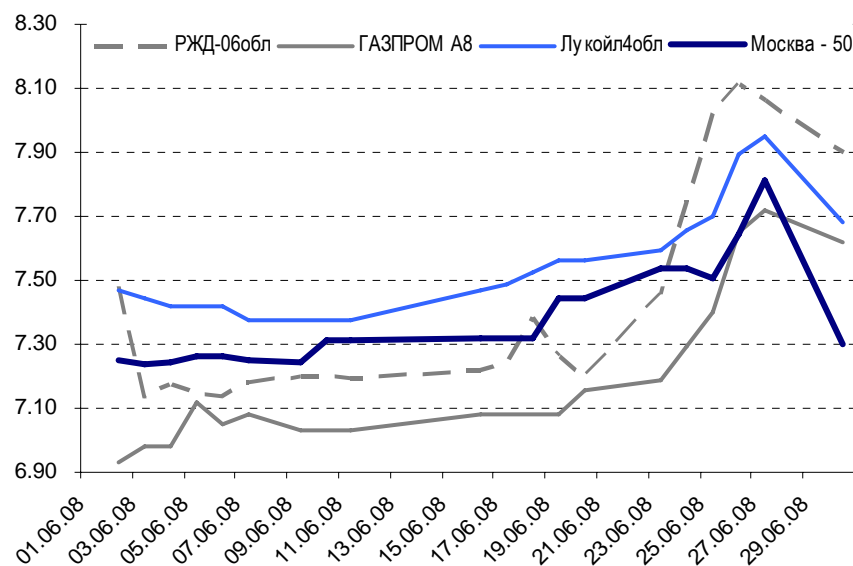
ОБЛИГАЦИИ МОСКВЫ

РЖД давит на Москву

Завтрашний аукцион 50-го выпуска облигаций Москвы на 5 млрд. руб. будет первым рублевым размещением высококлассного заемщика после того, как был объявлен ориентир доходности по новому выпуску РЖД на уровне 8.4-8.9%. По нашему мнению в среду Москве будет очень трудно разместить сколь-нибудь значимый объем по доходности существенно ниже 8% без поддержки нерыночного характера.

На прошлой неделе рынок облигаций отреагировал на информацию по новому выпуску РЖД повышением доходности по большинству бумаг первого эшелона в среднем на 50 б.п. Доходность 50-го выпуска Москвы увеличилась с 7.5% до 7.8%. Итоги торгов понедельника были искажены нерыночным характером сделок в связи с закрытием квартала.

Динамика доходности облигаций в июне



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

По нашему мнению, в новых рыночных условиях Москве не избежать увеличения стоимости заимствования минимум на 50 б.п. Хотя даже этот уровень не гарантирует успешного размещения. Существует неопределенность, где все же разместятся 7 июля РЖД - на уровне 8.5% или 9% - ведь рынку предлагается рекордный объем в 20 млрд. руб. Поэтому многие инвесторы могут отказаться покупать бумаги Москвы даже по доходности выше 8%. Кроме того, постоянно размещая один и тот же выпуск, Москва продавливает его цену и снижает его привлекательность: предыдущее размещение 50-го выпуска было совсем недавно – 19 июня.

По нашему мнению, Москомзайм завтра не согласится давать ту доходность, которую от него требует рынок, и, скорее всего, аукцион не имеет шансов на успех, если не будет поддержки нерыночного характера. Мы считаем, что Москва будет ждать итогов размещения РЖД и в зависимости от его результатов принимать решения о новом уровне ставок по своим бумагам. Вполне возможно, что в таких условиях столица захочет свернуть программу внутренних облигационных займов и переключиться на другие источники финансирования.

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.