

Пульс рынка

- ▶ **В отсутствие новостей рынок вчера взяли паузу.** Макростатистика по США не поступала, в еврозоне наблюдалось затишье. На этом фоне участники рынка решили передохнуть: индексы акций продемонстрировали разнонаправленную динамику, доходности 10-летних UST остались на локальном максимуме YTM 2,06%. Рекордные значения индексов акций являются неплохим поводом для коррекции, однако катализаторов пока нет. Протокол с последнего заседания ЦБ Японии свидетельствует об активных обсуждениях вариантов смягчения денежно-кредитной политики (как выкуп гособлигаций, так и снижение ставки по избыточным резервам). Тем не менее, большинство управляющих не поддержало предложение о сохранении ключевых ставок у нуля до тех пор, пока инфляция не превысит 2%.
- ▶ **Перераспределение портфелей в пользу корпоративных облигаций.** С начала года в ответ на повышение доходностей базовых активов (UST) произошла сильная коррекция суверенных бондов GEM: так, длинные выпуски Russia 42 и Brazil 41 подешевели на 10 п.п. и 12 п.п., соответственно, при этом их G-спреды расширились на 25-35 б.п. В то же время корпоративный сектор 1-ого эшелона выглядел заметно лучше суверенных бондов. Бумаги Gazprom 22 подешевели на 2,4 п.п. (до 105,3%), в то время как котировки Russia 22 просели на 4,7 п.п. В результате спред Gazprom 22 - Russia 22 сузился со 132 б.п. до 103 б.п. Отметим, что на локальном рынке эта тенденция менее выражена (спреды бумаг Газпрома, Роснефти сузились со 170-180 б.п. до 150-160 б.п.), и происходит это главным образом за счет коррекции госбумаг (доходности среднесрочных и длинных ОФЗ выросли на 20-50 б.п.). По нашему мнению, коррекция в ОФЗ еще не закончена (в том числе из-за инфляционных рисков). Поэтому мы считаем бумаги 1-ого эшелона лучшей альтернативой (в случае коррекции их котировки меньше пострадают).
- ▶ **Мы ожидаем, что ЦБ не снизит ставки в марте.** Напомним, что в январе, взвесив различные сценарии прогнозируемого нами в 1 кв. 2013 г. замедления роста экономики и повышения инфляции, равно как и фактор консервативной политики ЦБ, мы пришли к выводу, что снижение ставок Банком России стоит ожидать не раньше апреля. Единственная причина, которая послужила поводом считать возможным более раннее смягчение монетарной политики - это разгоревшаяся впоследствии дискуссия в правительстве и бизнес-сообществе о необходимости скорейшего стимулирования экономики. Между тем, хотелось бы отметить, что фундаментальные предпосылки нашего первоначального прогноза (степень ожидаемого замедления роста ВВП/инфляционное давление) с тех пор не поменялись. Более того, инфляционный фон на практике повысился еще сильнее, чем мы предполагали (мы учитывали меньший рост цен на зерно и услуги пассажирского транспорта), что формально уменьшает вероятность незамедлительного снижения ставок. Хотя инфляция сейчас в большей степени носит немонетарный характер, то, что она достигла в феврале в годовом выражении семнадцатимесячного максимума в 7,3%, и, как мы считаем, по итогам марта будет не сильно ниже, не создает условий для снижения ставок 15 марта. Напомним, что, по словам С. Игнатьева, ЦБ может приступить к смягчению монетарной политики после замедления инфляции. Тем временем, судя по недавним заявлениям Президента, чаша весов в вопросе о ставках склонилась в пользу Банка России. Сочетание этих факторов убеждает нас в том, что ЦБ снизит ставки не раньше апреля (скорее всего, к тому моменту инфляция начнет сокращаться).
- ▶ **Fitch присвоил рейтинг ГПБ на уровне BBB-.** Получение банком еще одного (третьего) рейтинга инвестиционной категории, по нашему мнению, является нейтральной новостью (наличия двух рейтингов достаточно для большинства инвесторов). На рынке евробондов бумаги ГПБ котируются на одном уровне с ВТБ, что мы считаем справедливым. В рамках общего сужения спредов "старых" субордов (выпущенных до 1 марта без условия конвертации) к старшим бумагам мы ожидаем ценового роста бумаг sub GPB 19 и sub VTB 22 (их премия за субординацию составляет 100 б.п.).

Темы выпуска

- ▶ **Энел ОГК-5: стабильная эффективность**
-

Энел ОГК-5: стабильная эффективность

**Положительный
чистый денежный
поток по итогам года**

Вчера Энел ОГК-5 (Moody's: Вa3) опубликовала результаты деятельности за 4 кв. 2012 г. по МСФО. По итогам года компании удалось выйти на положительный денежный поток, и мы полагаем, что в дальнейшем она не будет испытывать острой потребности в привлечении дополнительных объемов долга для финансирования инвестпрограммы. Энел ОГК-5 остается одной из наиболее эффективных теплогенерирующих компаний, демонстрируя стабильно высокие показатели рентабельности.

Ключевые финансовые показатели Энел ОГК-5

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	18 534	16 774	+10%	66 546	60 102	+11%
ЕБИТДА	3 757	3 544	+6%	15 021	13 550	+11%
Рентабельность по ЕБИТДА	20,3%	21,1%	-0,8 п.п.	22,6%	22,5%	+0,1 п.п.
Чистая прибыль	887	1 690	-48%	4 964	5 553	-11%
Операционный поток	3 509	2 731	+28%	15 282	12 567	+22%
Капвложения	-1 735	-3 254	-47%	-10 803	-17 321	-38%

В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Общий долг, в т.ч.	30 319	32 180	-6%
Долгосрочный долг	25 078	30 891	-19%
Краткосрочный долг	5 241	1 289	+4,1x
Чистый долг	24 968	27 443	-9%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	1,7x	2,0x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Цены на газ
опередили рост цен
на электроэнергию по
итогу года...**

По данным компании, свободные отпускные цены на электроэнергию в Европейской части РФ выросли за год на 1%, при этом цены на газ прибавили 7,5%. Таким образом, рентабельность «старых» мощностей оказалась под давлением. В ходе телеконференции финансовый директор Энел ОГК-5 отметил, что запуск новых генерирующих мощностей стал одним из основных факторов ограничения роста цен на электроэнергию. Мы полагаем, что в дальнейшем данный фактор продолжит играть важную роль на свободном рынке электроэнергии и ожидаем продолжения снижения рентабельности действующих генерирующих мощностей.

**...однако пуск новых
блоков позволил
нарастить ЕБИТДА**

В то же время запуск новых блоков (в июле и декабре 2011 г.) положительно отразился на результатах прошедшего года. Новые станции, построенные в рамках ДПМ, получают существенно более высокий платеж за мощность, призванный обеспечить гарантированную доходность инвестированного капитала. Стабильный поток выручки от продажи мощности новых станций, а также их высокая топливная эффективность и существенно более высокие топливные спреды позволили Энел ОГК-5 увеличить ЕБИТДА на 11% при практически неизменной рентабельности по итогам года.

**Компания вышла на
положительные
значения чистого
денежного потока...**

По итогам 2012 г. чистый денежный поток Энел ОГК-5 составил ~4,5 млрд руб. Инвестиции в 2012 г. составили 10,8 млрд руб. против ожидавшихся 11,8 млрд руб. В целом инвестпрограмма на 2012-2016 годы была изначально утверждена на уровне ~47,5 млрд руб., основным ее элементом является проект по модернизации Рефтинской ГРЭС. Мы ожидаем, что в дальнейшем при текущем озвученном уровне инвестиций Энел ОГК-5 удастся стабильно генерировать положительный чистый денежный поток.

**...хотя во многом это
эффект переноса
части
инвестпрограммы на
следующие годы и
изменения чистого
оборотного капитала**

Положительный денежный поток во многом обусловлен переносом ~1 млрд руб. инвестпрограммы на более поздние периоды и эффектом от изменения чистого оборотного капитала в размере ~0,7 млрд руб. В то же время комментарии финансового директора Энел ОГК-5 позволяют сделать вывод, что компания могла несколько пересмотреть инвестпрограмму в сторону оптимизации, что, на наш взгляд, позитивно для кредитного профиля. Мы ожидаем, что менеджмент раскроет детали инвестпрограммы в ходе презентации бизнес-плана на 2013-2017 гг. в рамках Дня инвестора 26 марта.

Долг незначительно

С начала года Энел ОГК-5 незначительно снизила общий объем долга до 30,3 млрд руб.

снизился г./г. ...	Средневзвешенная стоимость рублевого кредитного портфеля составила 7,6%, по кредитам, номинированным в евро – 4,1%.
...и мы полагаем, что у компании нет необходимости наращивать долговую нагрузку	С учетом выхода ЭнеЛ ОГК-5 на положительный денежный поток, отсутствия обязательных инвестпроектов и возможной оптимизации инвестиционной программы, мы не ожидаем, что компании могут потребоваться существенные объемы дополнительного финансирования. В июне текущего года ЭнеЛ ОГК-5 предстоит погасить выпуск облигаций БО-15 объемом 4 млрд руб., в целом краткосрочная часть долга составляет ~5,2 млрд руб. Мы не видим существенных рисков ликвидности для компании в свете стабильного операционного денежного потока, наличия ~5,4 млрд руб. на счетах компании и дополнительной «подушки» невыбранных кредитных линий на ~18 млрд руб.
Облигации эмитента неинтересны	Облигации эмитента БО-15 (УТМ 7,6% @ июнь 2013 г.) и БО-18 (УТМ 8,1% @ июнь 2014 г.) имеют низкую торговую ликвидность и предполагают относительно узкий спред к суверенной кривой в размере 190-240 б.п., который обусловлен лишь коротким сроком до погашения бумаг. Размещенные в конце прошлого года 3-летние БО-1 МРСК Центра и Приволжья (Moody's: Ba2) котируются с УТМ 8,6% (=ОФЗ + 260 б.п.).

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский Никель	Uranium One

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика января: потребительская неуверенность

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

По нашим оценкам, ставки будут снижены ЦБ не раньше марта

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Промышленность

Промпроизводство в январе: стагнация сменилась падением?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования
Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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.