



На рынке

- **ОФЗ 26204** размещен под 7.89% и дюрацией порядка 5 лет. Минфин пошел на предложение премии к кривой в размере около 10 б.п. В итоге инвесторы получили длинный ОФЗ с интересной доходностью, а Минфин «долгое» фондирование. Мы считаем, что именно временные характеристики долга – залог предлагаемой премии: если бы размещался более короткий выпуск, вряд ли премия была значительной. Во 2-м квартале 70% размещений по плану придётся на срок свыше 5 лет, что потенциально может оказать давление на длинный конец кривой ОФЗ.
- Несмотря на ослабление рубля к доллару и небольшой рост ставок NDF на сроке два года корпоративный сектор чувствовал себя хорошо. Оборот в основном режиме и РПС составил 30 млрд руб., при этом 60% объёма прошло по выпускам, выросшим в цене.
- Поток негативных сообщений компенсировал Федрезерв США: ставки нужно «держат низкими еще долгое время», а ФРБ Нью-Йорка возобновляет тестирование операций обратного РЕПО для стерилизации избыточной денежной массы в будущем.
- Суверенный долг США в доходностях вырос, России – упал, а корпоративные облигации выраженной динамики не показали.
- Fitch повысило РДЭ Группы ЛСР с уровня «В-» до «В», прогноз по рейтингу – «стабильный». Признание международным агентством улучшения кредитных метрик эмитента и благоприятные оценки перспектив его развития будут способствовать выходу нового выпуска на вторичный рынок выше номинала.

Главные новости

Денежный рынок

Рубль ослаб, вслед за евро

Внутренний рынок

Хороший рост на хорошем обороте

Первичный рынок

ОФЗ 26204: премия за срок

Глобальные рынки

Плохая новость не приходит одна

Российские еврооблигации: красный цвет в корпоративном секторе

Корпоративные новости

АвтоВАЗ: возвращение на долговой рынок?

Fitch оценило перспективы Группы ЛСР

Доходности и спреды		yield, %	б.п.
RUS_30	↓	4.660	0
RUS30_UST10 bp	↑	131	131
UST_10	↑	3.352	2
UST_2	↑	0.662	1
UST10-UST2 bp	↑	269	2
EU_10	↓	3.236	-2
EU_2	↓	1.690	-1
EU10-EU2 bp	↓	155	-1
EMBI+ bp	↓	270	-2
Денежный рынок			
LIBOR OIS US 3m	↑	17	0
LIBOR OIS EUR 3m	↑	17	0
Mosprime o/n	↓	3.15	0.0
Mosprime 3m	↑	3.98	0.0
RUB NDF 3m, %	↑	4.78	1.5
К/с+депоз (млрд руб)	↑	1 430	84.4
Кредитный риск CDS 5y			
Russia	↑	133	3
Greece	↑	986	2
Portugal	↑	559	26
Spain	↑	220	3
Italy	↑	158	1
Индексы			
		цена	изм, %
MSCI BRIC	↑	353	0.49
MSCI Russia	↑	1 061	1.24
Dow Jones	↑	12 086	0.56
RTSI	↑	1 997	1.04
VIX (RTS)	↓	26	-4.06
Валюты			
EUR/USD	↓	1.4124	-0.66
3m FWD rate diff	↑	-132	4
RUB/USD	↑	28.315	0.41
RUB/EUR	↓	39.997	-0.24
RUB BASK	↑	33.572	0.06
Товары			
Urals \$ / bbl	↓	112	-0.53
Золото \$ / troy	↑	1 437	0.68

Новости коротко

Сегодня

- Аукцион по размещению **ОБР-18** на 100 млрд руб.
- Биржевое размещение **ЛСР-БО-03** объемом 2.0 млрд руб.
- Казначейство США предложит 10-летние **TIPS** на \$ 10 млрд.
- Статистика: PMI еврозоны, рынок труда в США и заказы на товары длительного пользования в феврале в США

Экономика

- Минфин предлагает **повысить НДС на газ** с 2012 г. до 529 руб. за 1000 куб. м., а с 2013 г. - до 558 руб. Такие изменения содержатся в основных направлениях налоговой политики, которые весной должно утвердить Правительство РФ. В 2011 году ставка НДС на газ была повышена со 147 до 237 руб за тыс. куб. м.
- **Инфляция** за период с 15 по 21 марта по оценке Росстата составила 0.1 %, с начала месяца – 0.4 %, с начала года – 3.6 % (в 2010 г. с начала месяца – 0.5 %, с начала года – 3.1 %, в целом за март – 0.6 %).

Корпоративные новости

- **Банк ВТБ Северо-Запад** в результате реорганизации общества присоединен к банку ВТБ. / Банк России
- Банк России принял решение об уменьшении в 2011-2013 гг. доли участия ЦБ в капитале **Сбербанка** на 7.58 п.п. минус 1 акция. В настоящее время доля участия Банка России в УК Сбербанка составляет 57.58 %, т.о. приватизация акций Сбербанка в указанном размере позволит сохранить долю участия Банка России на уровне 50 % +1 голосующая акция. Продажа акций Сбербанка может быть осуществлена в любой период в течение 2011 – 2013 годов. Решение подлежит согласованию с Правительством РФ. / Интерфакс
- **Уралхим** опроверг информацию о готовящейся продаже компании. По словам председателя совета директоров компании Д. Мазепина, никаких переговоров о возможной продаже не ведется. / Прайм-ТАСС
- **НОМОС-БАНК** отчитался о чистой прибыли за 2010 год по МСФО в размере 7.4 млрд руб. без учета результата Ханты-Мансийского банка. Чистая прибыль Ханты-Мансийского банка за 2010 год по МСФО составила 3 млрд руб., увеличившись в 5.1 раза по сравнению с 2009 г. Начиная с 2011 года, финансовые результаты ХМБ будут полностью консолидированы в финансовой отчетности НОМОС-БАНКА. / Прайм-ТАСС
- **РусГидро** планирует в 2011 году привлечь 15 млрд руб. в виде кредитов или размещения облигационных займов. / Прайм-ТАСС
- По сведениям источников Интерфакса, **ФСК** планирует осуществить технический листинг бумаг на Лондонской фондовой бирже 28 марта.
- **Аэрофлот** продал **ГМК «Норильский никель»** авиакомпанию **Нордавиа** за \$ 7 млн. Региональный перевозчик был оценен в \$ 207 млн., из них \$ 200 млн составили обязательства Нордавиа. Помимо долга, они включают дисконтированную стоимость платежей по операционному лизингу самолетов. Аэрофлот деконсолидирует эту сумму, а также накопленный убыток по Нордавиа, из отчетности по МСФО за 2010 год. В 2010 году Нордавиа выполнила 1972 млн пкм., или 5 % оборота Группы Аэрофлот. Убыток Нордавиа за 9 месяцев 2010 года составил \$ 9 млн. / Коммерсант

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- Ставка купонов по облигациям **МДМ Банка серии БО-02** по результатам бук-билдинга составила 8.15 %. Перед закрытием книги МДМ Банк снизил ориентир ставки купона по своим новым трехлетним облигациям объемом 5 млрд руб. с 8.25-8.75 % до 8.0-8.3 %. Размещение запланировано на 25 марта. / Cbonds
- **Банк НФК** планирует в конце марта – начале апреля открыть книгу заявок на покупку трехлетних биржевых облигаций объемом 2 млрд руб. с 1.5-годовой офертой. Ориентир по доходности находится в диапазоне 10.25-10.78 %. / Cbonds

Рейтинги

- **S&P** подтвердило рейтинг **СТС Media** на уровне «BB-», прогноз пересмотрен со «стабильного» на позитивный». / S&P
- **Fitch** подтвердило рейтинг **Аэрофлота** на уровне «BB+», прогноз по рейтингу «стабильный». / Fitch

Денежный рынок

Рубль ослаб, вслед за евро

Рост напряженности на европейском рынке долга привел к ослаблению евро в середине дня и «потасил» рубль вниз по отношению к доллару. По итогам дня корзина изменилась на 4 копейки, доллар укрепился на 12 копеек, евро упал на 5 копеек. Российская валюта продолжает чутко реагировать на внешний негатив, несмотря на высокие котировки нефти. На «ставочном» фоне все спокойно – 1.4 трлн ликвидности не оставляют ставкам шанса.



Внутренний рынок

Хороший рост на хорошем обороте

Динамика ликвидных ОФЗ					
Выпуск	Оборот, млн руб.	23.03		22.03.2011	
		Yield, %	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 46018	-	7.89	6.45	0	0.00
ОФЗ 26204	25 667	7.87	5.15	-	0.00
ОФЗ 26203	143	7.56	4.21	2	-0.10
ОФЗ 25077	1 422	7.53	3.82	5	-0.19
ОФЗ 25075	386	7.24	3.51	0	-0.03
ОФЗ 25076	1 601	6.65	2.54	2	-0.06
ОФЗ 25078	285	5.87	1.68	4	-0.07
ОФЗ 25073	592	5.29	1.25	-1	0.00

Источник: ММВБ

Несмотря на ослабление рубля к доллару и небольшой рост ставок NDF на сроке 2 года, корпоративный сектор чувствовал себя хорошо. Оборот в основном режиме и РПС составил 30 млрд рублей, при этом 60% объёма прошло по выпускам, выросшим в цене. Инвесторы интересовались FRN АИЖК-12 (ставка купона определяется, как ставка рефинансирования ЦБ + 250 б.п.) – инструмент вырос на фигуру. Хороший рост показали свежие выпуски Газпром нефти 8-10, которые постепенно сокращают спрэд к собственной кривой. Небольшая коррекция в коротком МТС-5 сопровождалась ростом в длинном МТС-7. Ростом на четверть процента в цене отреагировали бумаги ЛСР на новость о повышении рейтинга компании до В по версии Fitch.

Центральным событием рынка ОФЗ стал аукцион 26204 – Минфин разместил выпуск с премией, и кривая ОФЗ на сроке 2-4 года сдвинулась вверх 2-5 б.п. Росту доходностей в госсекторе также способствовало ослабление рубля и небольшой рост ставок NDF (подробнее см. «ОФЗ 26204 – премия за срок»).

Статистика торгов

Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
АИЖК 12об	542	8	7 000	15.12.13	15.06.11	111.8	1.08	-31.18	0.33
А-ИнжИнв 1	398	4	1 750	30.10.14	-	98.9	-1.11	9.05	2.83
АльфаБанк1	719	36	5 000	02.02.16	04.02.14	100.5	0.01	8.20	2.40
Газпромнефт9	789	25	10 000	26.01.21	08.02.16	101.5	0.35	8.28	3.75
ГазпромА11	788	8	5 000	24.06.14	-	119.3	-0.08	7.15	2.53
ГлобэксБО1	471	10	5 000	16.02.13	-	100.7	0.03	8.03	1.66
ЛСР 02 обл	419	42	5 000	01.08.13	31.01.13	102.0	0.25	8.79	1.59
МГор62-об	388	26	35 000	08.06.14	-	118.2	0.06	7.02	2.51
Мечел 16об	633	4	5 000	09.02.21	18.02.14	100.6	0.20	8.19	2.43
МТС 04	436	28	15 000	13.05.14	19.05.11	101.6	0.01	5.61	0.15
МТС 05	406	26	15 000	19.07.16	26.07.12	109.1	-0.22	6.89	1.15
МТС 07	342	23	10 000	07.11.17	-	100.2	0.39	8.84	4.62
МТС 08	316	28	15 000	03.11.20	12.11.15	100.0	0.10	8.31	3.56
НацКап БО1	400	1	500	19.12.13	-	100.0	0.00	8.36	2.28
НацКап БО1	400	1	500	19.12.13	-	100.0	0.00	8.36	2.28
Петрокомб5	381	11	5 000	21.12.14	19.12.12	108.6	-0.13	7.55	1.47
РЖД-10обл	800	13	15 000	06.03.14	-	121.2	0.12	7.05	2.36
РЖД-16 обл	424	11	15 000	05.06.17	13.06.11	102.0	-0.08	5.23	0.21
РиэлЛинв 1	499	4	2 000	19.12.14	-	99.8	-0.22	8.75	2.96
РУСАЛБАл07	959	38	15 000	22.02.18	03.03.14	100.1	0.00	8.45	2.46
РФАИнвест2	519	3	1 000	17.10.13	-	96.0	0.52	10.64	1.82
Сибметин01	458	23	10 000	10.10.19	16.10.14	116.0	0.39	8.40	2.64
Сибметин02	540	13	10 000	10.10.19	16.10.14	115.8	0.17	8.48	2.64
ТГК-2 БО-1	563	5	5 000	17.09.13	-	100.6	-0.17	8.93	2.10
ТГК-6 01	396	14	5 000	24.08.17	29.08.13	100.8	0.10	8.09	2.08
ТехнЛизИ01	398	4	1 750	24.10.14	-	99.0	-1.06	9.02	2.81
Транснф 03	733	22	65 000	18.09.19	28.09.11	108.7	0.29	-5.99	0.55
ФСК ЕЭС-08	341	11	10 000	15.09.20	26.09.13	100.5	0.00	7.05	2.12
ЧТПЗ БО-01	308	21	5 000	04.12.12	06.12.11	105.0	0.00	9.18	0.61
ЮнКрБанк-5	422	12	5 000	01.09.15	03.09.13	100.2	-0.05	7.55	2.12

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы
Юрий Нефёдов

ОФЗ 26204: премия за срок

Планы размещения ОФЗ по срокам			
Срок	1Q*	2Q	Изм.
1	5		-5
2	55		-55
3	95	100	5
4	10		-10
5	120	130	10
7	55	80	25
10		20	20
Итого	340	330	-10
<5 лет	49%	30%	-19%
>5 лет	51%	70%	19%

* учитываются отменённые и добавленные выпуски

Источники: Минфин, Аналитический департамент Банка Москвы

Вчера состоялся ожидаемо удачный аукцион ОФЗ 26204. Выпуск размещен под 7.89% с дюрацией порядка 5 лет. Минфин пошел на предложение премии к кривой порядка 10 б.п., и в итоге именно эта премия была реализована на рынке, так как размещение прошло по верхней границе ранее объявленного диапазона 7.8-7.9%.

Переподписка составила порядка 1.32X. Удачный аукцион с точки зрения объема стал самым «премиальным» в этом году. С похожей премией – около 7 б.п. – размещался пятилетний 25077 в январе. Из итогов аукциона можно сделать следующие выводы:

- в условиях внешнего негатива Минфин готов занимать...
- ...и занимать с премией, но на длинный срок (ОФЗ 26204 – самый длинный выпуск в этом году).

В итоге инвесторы получили длинный ОФЗ с интересной доходностью, а Минфин «долгое» фондирование. Мы считаем именно временные характеристики долга залогом предлагаемой премии, если бы размещался более короткий выпуск, вряд ли премия была значительной.

До конца марта рынку, согласно плану размещений, будет предложено 10 млрд выпуска 25075 (4 года) и 10 млрд выпуска 26203 (5 лет).

В целом, во втором квартале планы размещения ОФЗ сместились в сторону более длинных выпусков (см. таблицу слева). Так, если в первом квартале, с учётом замен и отмен размещений плановый объём размещения на сроке менее 5 лет составлял 49%, то во втором квартале уже 30%. Соответственно, во втором квартале 70% придётся на срок свыше 5 лет, что потенциально может оказать давление на длинный конец кривой ОФЗ.

Итоги аукционов ОФЗ в 2011 году

Дата	Выпуск	Срок	План	Факт	%	Yield, %	Bid	Prem	Bid/Cover
19.01.2011	ОФЗ 25076	3	30	29.8	99%	7.03	59	2	1.95
26.01.2011	ОФЗ 25077	5	30	7.4	25%	7.63	8	7	0.26
02.02.2011	ОФЗ 26204	7	30	Отмена					
02.02.2011	ОФЗ 25078	2	30	53.6	179%	6.46	68	3	2.27
09.02.2011	ОФЗ 50001	0.75	5	Отмена					
09.02.2011	ОФЗ 25076	3	35	33.8	97%	7.09	47	4	1.34
09.02.2011	ОФЗ 25078	2	25	46.5	186%	6.45	70	2	2.80
16.02.2011	ОФЗ 25077	5	30	29.8	99%	7.57	73	2	2.43
02.03.2011	ОФЗ 26203	5	20	18.8	94%	7.62	38	2	1.90
09.03.2011	ОФЗ 25076	3	30	28.7	96%	6.83	56	(4)	1.86
16.03.2011	ОФЗ 25077	5	30	10.2	34%	7.60	16	—	0.55
23.03.2011	ОФЗ 26204	7	25	24.8	34%	7.89	33	10	1.32

Источники: Минфин, ЦБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Нефёдов

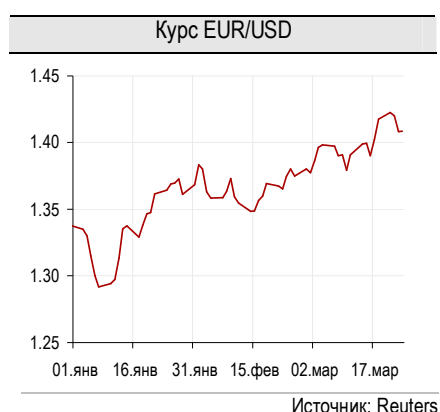
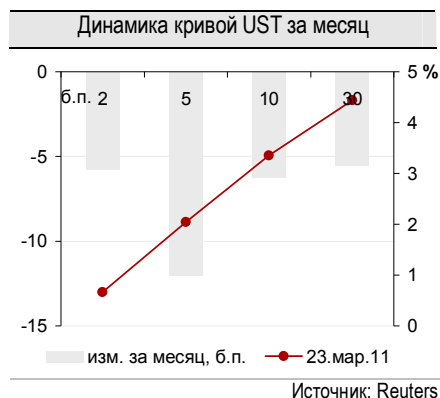
Плохая новость не приходит одна

Середина недели оказалась богата на события, которые не предвещают в среднесрочной перспективе ничего хорошего.

1. **В Португалии разгорается политический кризис.** Вечером премьер-министр страны Жозе Сократиш подал заявление об отставке президенту, после того как парламент отверг предложенный правительством план сокращения бюджетных расходов. Президент пока отставку не принял, и премьер поедет на саммит ЕС в прежнем статусе. Окончательное разрешение вопроса о полномочиях намечено на вечер пятницы. Доходность 10-летних облигаций Португалии вчера выросла на 14 б.п. до 7.58 %.
2. **Европейский фонд финансовой стабильности не будет увеличен.** Вчера был опубликован проект итогового заявления участников ближайшего саммита Евросоюза. Согласно документу, увеличение объема EFSF с текущих 250 до 440 млрд евро откладывается до июля 2011 г. (фактически, на неопределенный срок) в связи с роспуском парламента Финляндии, а также с «необходимостью координации с созданием Европейского механизма стабильности». Учитывая нарастающие трудности в Португалии и вчерашнее заявление бывшего главного экономиста ЕЦБ о том, что Греции придется реструктуризировать суверенный долг, итоги саммита могут стать серьезным разочарованием для финансовых рынков в понедельник.
3. **Рынок недвижимости США испытывает серьезные проблемы.** Продажи новых домов в феврале обновили минимальные значения и вместо ожидаемого роста опустились до 250 тыс. в годовом выражении с 301 тыс. в предыдущем месяце. Новое ослабление рынка жилья может спровоцировать коррекционные настроения, несмотря на то, что участники рынка не ждут скорого восстановления. Появляются признаки того, что государственные стимулы после кризиса давали лишь временный эффект, а по окончании стимулирования спрос на жилье стал еще слабее.

Несмотря на все вышеперечисленные факты, глобального бегства в качество вчера не наблюдалось. Среди причин можно назвать отсутствие нового негатива из Ливии и Японии, а также рост американского фондового рынка благодаря акциям сырьевых компаний. Но главную поддержку рынкам оказало выступление Бернанке на банковской конференции в Сан-Диего, в ходе которого он пообещал поддержку малым банкам, а также намекнул на то, что ФРС все еще уверена в необходимости держать ставки на «низком уровне в течение долгого периода времени». В то же время ФРБ Нью-Йорка объявил о возобновлении тестирования операций обратного РЕПО для стерилизации избыточной денежной массы в будущем (если такое решение будет принято).

После заявлений представителей ФРС доходность UST'10 подскочила на 5 б.п. и по итогам дня мы можем наблюдать слабый рост всей кривой treasuries. Утром доходности снова нацелились на понижательный тренд.

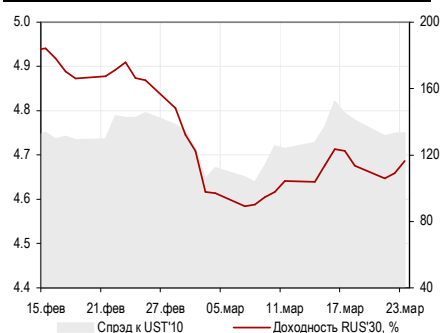


Изменение кривой UST

	УТМ, %		Изм-е, б.п.	
	22.мар.11	23.мар.11	День	Месяц
UST 02	0.65	0.66	1	-6
UST 05	2.04	2.04	0	-12
UST 10	3.33	3.35	3	-6
UST 30	4.44	4.44	1	-6

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Источник: Reuters

Российские еврооблигации: красный цвет в корпоративном секторе

Суверенные еврооблигации после кратковременной просадки на фоне скачка доходностей treasuries по итогам дня немного подорожали, а спрэд RUS'30-UST'10 сузился до 135 б.п.

В корпоративном секторе наблюдаем менее радостную картину, хотя и без тотальных распродаж. Наиболее ликвидные российские еврооблигации закрылись разнонаправленно, колебания доходностей по итогам дня составляли +/- 5 б.п.

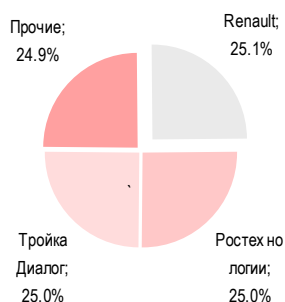
Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	113.8	2.27	157	1.8	0.00	-3
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	108.5	4.49	209	4.7	0.02	-1
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	124.5	5.45	272	1.0	-0.26	4
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	108.6	0.00	279	6.5	-0.10	2
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	106.4	5.72	221	7.8	-0.29	4
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	124.1	6.58	284	2.7	-0.36	3
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	108.3	6.62	255	12.1	-0.33	3
Alrosa' 20	USD	1000	03.11.20	106.7	6.79	350	6.6	0.05	-1
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	109.9	3.88	313	1.8	0.10	-7
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	111.6	5.38	348	3.8	-0.04	1
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	116.7	6.52	396	5.1	-0.07	1
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	104.0	3.66	325	0.9	0.04	-7
MTS' 12	USD	400	28.01.12	104.9	2.04	165	0.8	-0.02	-3
MTS' 20	USD	750	22.06.20	113.9	6.59	352	6.4	0.19	-3
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	104.2	3.74	329	1.1	0.00	-2
RuRail' 17	USD	1500	03.04.17	104.6	4.85	227	4.9	-0.02	0
Rushydro' 18	RUB	20000	28.10.15	99.5	8.17	102	3.5	0.00	0
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	112.9	3.92	309	2.1	0.07	-5
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	113.4	4.51	334	2.6	0.06	-3
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	98.3	5.68	281	5.3	-0.08	1
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	104.3	1.64	121	1.0	-0.04	0
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	109.5	2.51	176	1.8	0.02	-3
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	112.5	4.80	260	4.4	-0.10	2
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	107.8	5.10	259	4.9	-0.08	2
VIP' 11	USD	300	22.10.11	103.8	1.64	126	0.5	-0.01	-7
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	108.6	4.02	325	1.9	0.11	-7
VIP' 16	USD	600	23.05.16	110.3	5.91	378	4.1	0.07	-2
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	113.2	6.75	412	5.1	-0.05	1

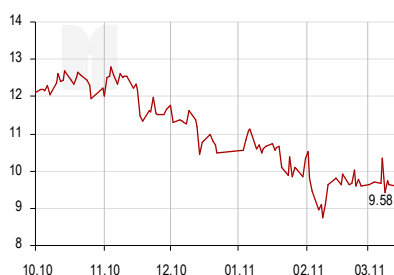
Источники: Bloomberg

Анастасия Сарсон

Корпоративные новости

Текущая структура собственности
АвтоВАЗа

Источник: сайт компании

Индексы рублевой доходности
облигаций машиностроительного
сектора

Источники: ММББ, RD Банка Москвы

Ключевые показатели отчетности
АвтоВАЗа по МСФО

МСФО, RUR млрд	2008	6М 2009	2009	6М 2010	П-к-П, %
Выручка	168.4	53.1	92.0	62.0	16.8%
EBITDA	-14.4	-13.5	-35.4	12.2	
Чистая прибыль	-23.7	-19.5	-48.9	3.0	
Совокупный долг	50.1	59.9	79.9	77.1	28.7%
Чистый долг	36.3	51.0	70.1	65.9	29.1%
Собственный капитал	62.2	42.8	11.9	14.6	-65.8%
Всего активы	183.0	155.8	121.2	123.3	-20.9%
Долг/Активы (х)	0.3	0.4	0.7	0.6	
Долг/Собственный капитал (х)	0.8	1.4	6.7	5.3	
Долгосрочный долг/Долг (%)	5%	3%	18%	83%	

Источники: отчетность компании, расчеты Банка Москвы

АвтоВАЗ: возвращение на долговой рынок?

На днях менеджмент АвтоВАЗа объявил о возможности возвращения компании на публичный долговой рынок в 2012 году путем выпуска облигационного займа объемом до \$ 1 млрд для финансирования масштабной инвестиционной программы. В настоящее время единственный обращающийся выпуск эмитента является неликвидным – оборот за 3 месяца 146.9 тыс. руб. (значительная часть выпуска была предъявлена к офертам в 2009 г. и 2010 г.). Также четыре выпуска биржевых облигаций эмитента были погашены в 2009 году.

Планируемый выпуск может стать еще одним пунктом в антикризисной программе реструктуризации долга компании (в 2009 году правительство выделило на поддержку АвтоВАЗа денежные транши в 25 млрд руб. и 10 млрд руб., которые через Ростехнологии были переданы АвтоВАЗу в виде беспроцентных кредитов). Однако говорить о будущем облигационном выпуске как о свершившемся факте пока преждевременно – руководство АвтоВАЗа подчеркивает, что облигации – лишь один из возможных вариантов привлечения финансирования. В частности компания уже имеет открытые кредитные линии на сумму 20 млрд руб. (полученные в процессе реструктуризации от Сбербанка и ВТБ).

В качестве одного из этапов реструктуризации АвтоВАЗом запланирована масштабная инвестиционная программа, которая потребует привлечения значительных заемных средств. Объем инвестпрограммы составляет 183.5 млрд руб. до 2020 г., причем в ближайшие три года ежегодные капитальные расходы планируются в размере 25-27 млрд руб. АвтоВАЗ планирует ускорить модернизацию сборочных линий, что позволит увеличить объем производства до 900 000 автомобилей в год (545 450 автомобилей по итогам 2010 года), в 2011-2013 гг. начнется производство семи новых моделей автомобилей. К 2020 г. АвтоВАЗ должен выйти на уровень производства около 1.5 млн автомобилей в год на своих площадках в Тольятти и Ижевске, из которых 1 млн будет приходиться на модели Lada.

По словам президента компании Игоря Комарова, часть инвестпрограммы АвтоВАЗ намерен профинансировать за счет собственных средств, однако еще около 50-60 млрд руб. понадобится «извне». В настоящее время долговая нагрузка АвтоВАЗа и так является очень высокой (чистый долг по итогам 2009 г. – 70 млрд руб. при отрицательной EBITDA, по итогам 6 месяцев 2010 г. – 65.9 млрд руб. при EBITDA 6м 12.2 млрд руб.) и будет увеличиваться по мере финансирования инвестиционной программы.

В такой ситуации улучшению кредитного качества автопроизводителя должно поспособствовать возможное приобретение контрольного пакета крупным международным альянсом Renault-Nissan (в первую очередь, с точки зрения имиджа и возможной дополнительной поддержки). В ноябре 2010 года представители альянса сообщали, что Renault, владеющая блокпакетом акций АвтоВАЗа, намерена довести свою долю до контрольной в течение ближайших двух-трех лет. Однако в настоящий момент определенную обеспокоенность вызывают появившиеся на прошлой неделе новости о том, что переговоры временно приостановлены после катаклизма в Японии. В частности, Nissan, как и ряд других японских производителей, сообщил о прекращении работы трех из четырех сборочных заводов на территории Японии.

Мы полагаем, что приостановка переговорного процесса является временной, и после стабилизации ситуации в Японии (в частности, некоторые японские автопроизводители намерены возобновить производство уже на следующей неделе) альянс Renault-Nissan приобретет контрольный пакет АвтоВАЗа в запланированные сроки. Наличие крупной международной структуры в качестве ключевого акционера должно оказать существенную поддержку кредитному качеству эмитента и в определенной мере компенсировать риски, связанные с высокой долговой нагрузкой. Таким образом, предполагаемый в 2012 году облигационный выпуск компании в случае покупки контрольного пакета сильными международными акционерами может представлять определенный интерес, особенно с учетом того, что машиностроительный сектор на российском долговом рынке пока не слишком широко представлен (ликвидными выпусками являются только КАМАЗ, СОЛЛЕРС и ГСС).

Антон Дроздов, CFA, Екатерина Горбунова, Анастасия Сарсон

Fitch оценило перспективы Группы ЛСР

Параметры нового выпуска	
Эмитент	ЛСР
Выпуск	БО-3
Размещение	24.03.11
Объем выпуска, млн руб.	2 000
Купон, %	9.5 %
Срок обращения, лет	3
Оферта, лет	Нет
Мод. дюрация, лет	2.4
УТМ	9.73 %
Рейтинги	NR/ B2/ B
Ломбард	возможен

Источники: данные организатора, расчеты РДБанк Москвы

Вчера рейтинговое агентство Fitch повысило РДЭ Группы ЛСР с уровня «B-» до «B», прогноз по рейтингу – «стабильный».

Поскольку рейтинг от агентства Moody's уже находился на уровне B2 (соответствует B от S&P и Fitch), что позволяет бумагам ЛСР быть включенными в ломбардный список ЦБ до 1 июля, то с точки зрения потенциальной ломбардности размещаемого сегодня на бирже выпуска ЛСР БО-3, данное событие изменений не вносит.

Между тем, признание международным агентством улучшения кредитных метрик эмитента и благоприятные оценки перспектив его развития будут способствовать выходу нового выпуска на вторичный рынок выше номинала.

В своем пресс-релизе Fitch отмечает улучшения в структуре капитала ЛСР и позиции ликвидности в 2010 году:

- ЛСР успешно рефинансировал краткосрочные кредиты, что благоприятно отразилось на структуре долга компании: на конец года 13 % составляли краткосрочные заимствования, более 50 % обязательств имели сроки погашения в 2015 году.
- Показатель «Общий долг/EBITDAR» оценивается в 3.3х-3.5х, показатель «Чистый долг/ EBITDAR» - 3.2-3.4х.

Следующий год для ЛСР может оказаться весьма успешным. Уже очевидно оживление в секторе недвижимости, на что указывает, в том числе рост спроса на ипотечные кредиты, которых в прошлом году было выдано в 2.5 раза больше чем годом ранее. Помимо общей активизации на рынке, группа, по мнению Fitch, получит преимущества от интенсификации инфраструктурного строительства в России в преддверии проведения в стране Кубка мира по футболу в 2018 году. Улучшение финансовых показателей группы можно ожидать также от запуска в 1-м полугодии 2011 года цементного завода:

- Рост выручки в 2011 году по прогнозу Fitch составит 6-8 %, вдвое превысив рост предыдущего периода.
- Уровень долговой нагрузки компании вырастет до 3.6-3.8X по показателю «Общий долг/EBITDAR», и до 3.3-3.5X в терминах «Чистый долг/ EBITDAR».

Напомним, что согласно планам компании, чистый долг Группы на конец 2011 года увеличится на 6 млрд руб. с 31-32 млрд руб. на конец 2010 года. (См. наш вчерашний комментарий). Учитывая, что эмитент уже собрал книгу заявок на выпуск облигаций на 2 млрд руб., размещение которого состоится сегодня, до конца года ЛСР привлечет средства на сумму 4 млрд руб. На наш взгляд, планируемое наращивание долга в 2011 году не приведет к ухудшению кредитных метрик Группы ЛСР – сильнейшего представителя строительного сектора на долговом рынке.

Повышение рейтинга от Fitch, на наш взгляд, может быть позитивно воспринято участниками рынка, поскольку помимо оценок итогов 2010 года содержит мнение о возможности улучшения операционных показателей в 2011 году. Мы не исключаем, что размещаемый сегодня выпуск начнет обращение на вторичном рынке на 25-30 б.п. выше номинала.

Екатерина Горбунова

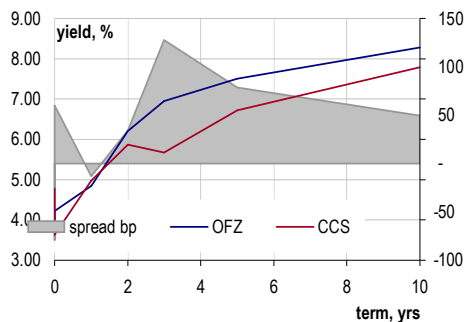
Показатели обращающихся выпусков

Выпуск	ЛСР 02	ЛСР БО-1	ЛСР БО-2
Объем выпуска, млн. руб.	5 000	1 500	2 000
Купон, %	9.8	10.5	10.0
Дюрация, лет	1.6	1.1	2.1
УТМ/УТР	8.79	8.79	9.33
Оборот за 3 мес, млн руб.	3 113	451	1 209
Число сделок за 3 мес.	384	43	373
Котировальный лист	A1	A2	A2

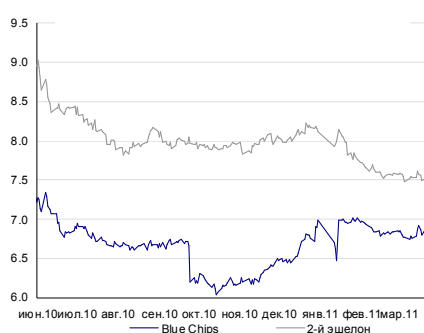
Источник: ММББ, РД Банка Москвы

Российский долговой рынок

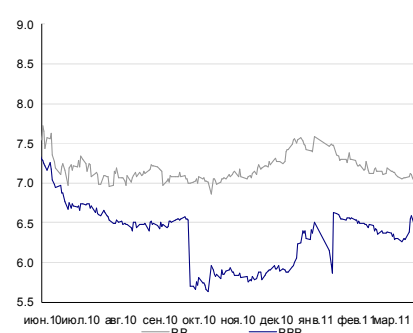
Кривые ОФЗ и CCS



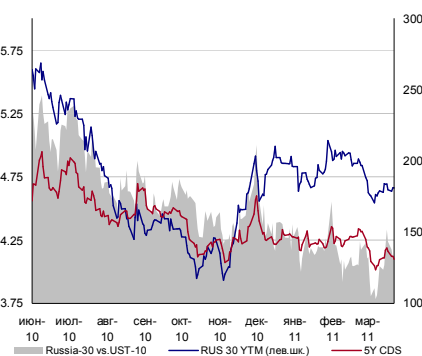
Индексы BMBI эшелоны



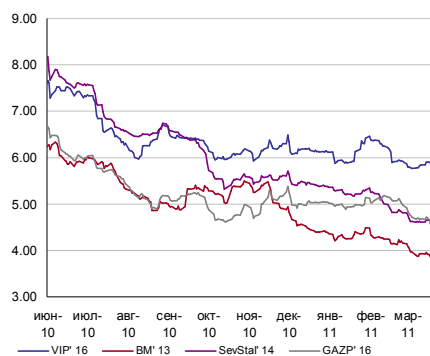
Индексы BMBI рейтинги



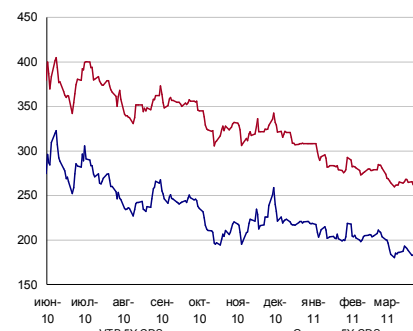
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

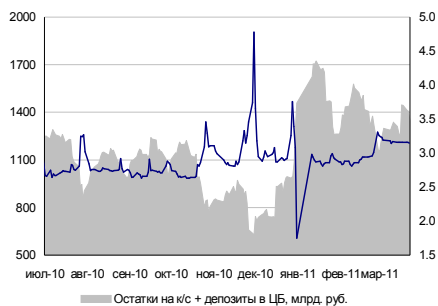


CDS корпораций

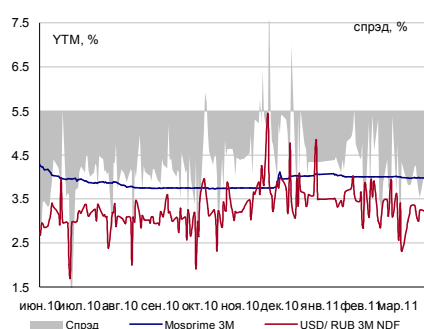


Денежно-валютный рынок

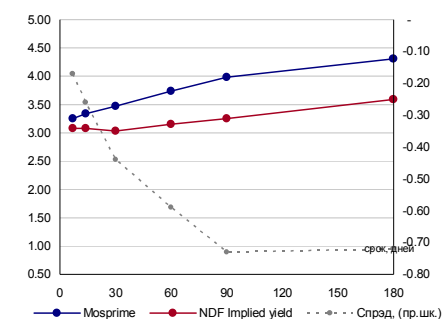
Ликвидность и ставки



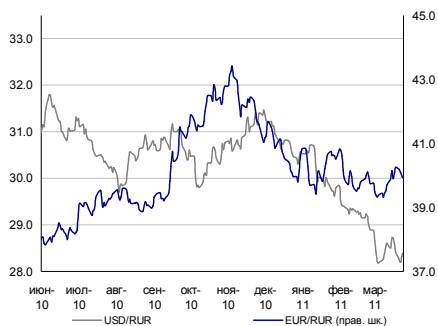
Форвардный базис



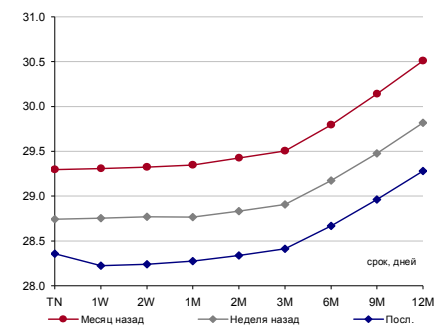
Спреды денежного рынка



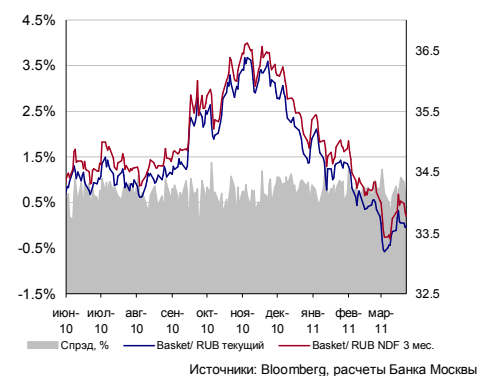
Курс рубля



Форвардные кривые

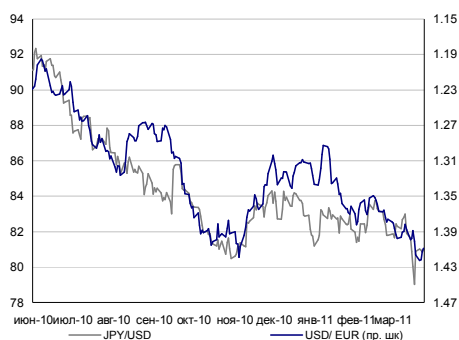


Своп-поинты 3 месяца

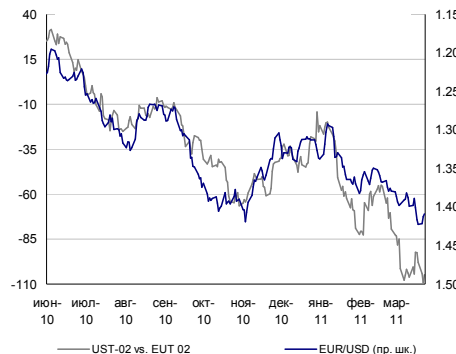


Глобальный валютный и денежный рынок

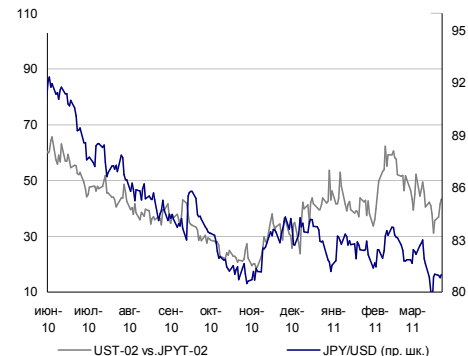
Основные валюты



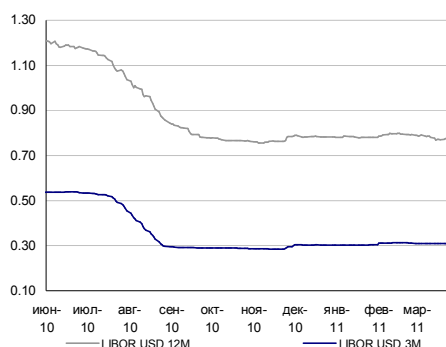
Ставки и курсы евро/доллар



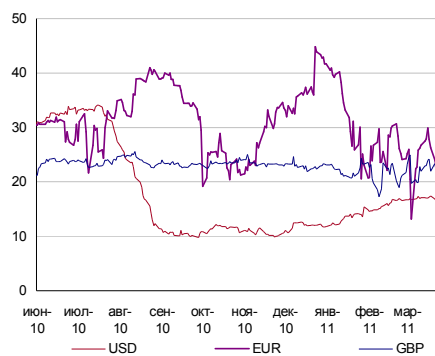
Ставки и курсы иена/доллар



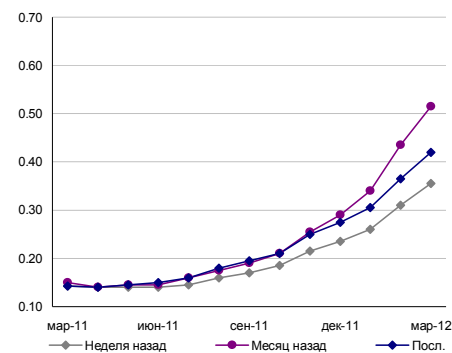
LIBOR USD



LIBOR-OIS

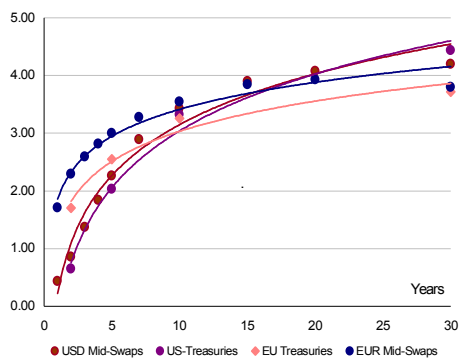


FED RATE ожидания

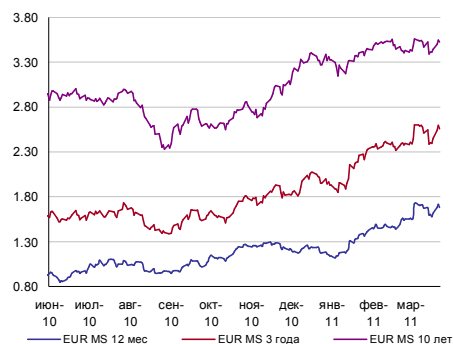


Глобальный долговой рынок

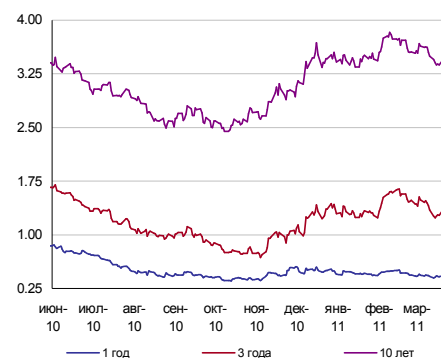
Базовые кривые



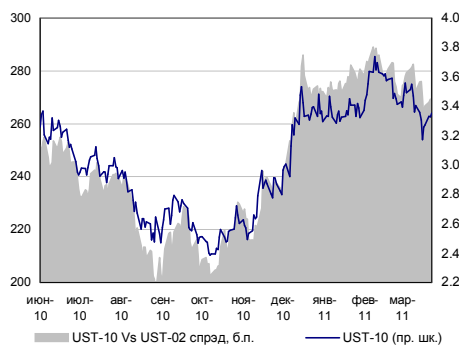
EUR IRS (mid)



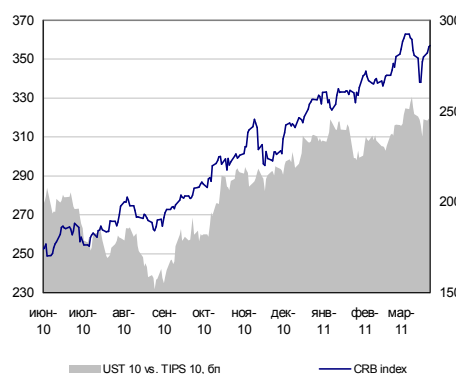
USD IRS (mid)



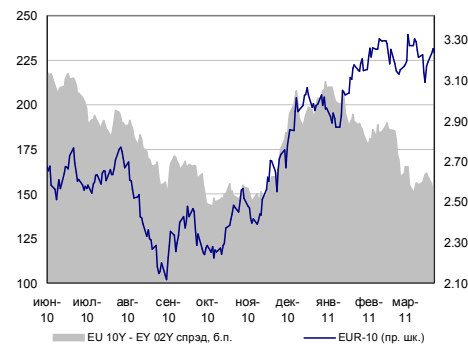
UST



Инфляционные ожидания

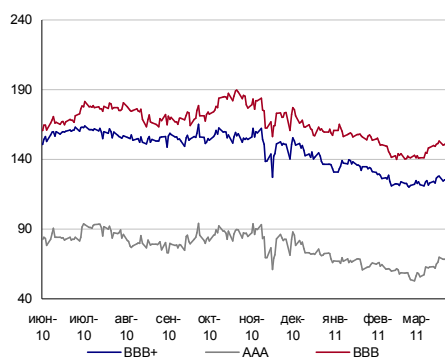


Bundes

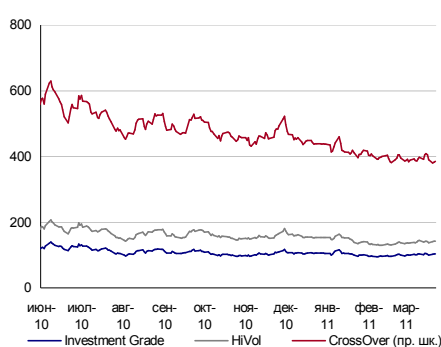


Глобальный кредитный риск

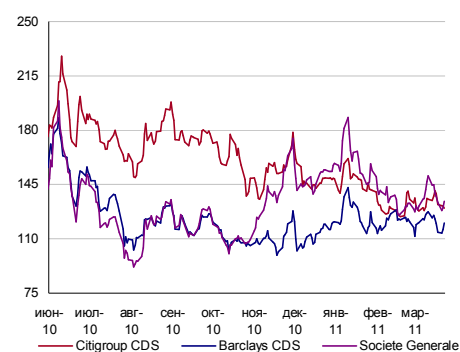
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

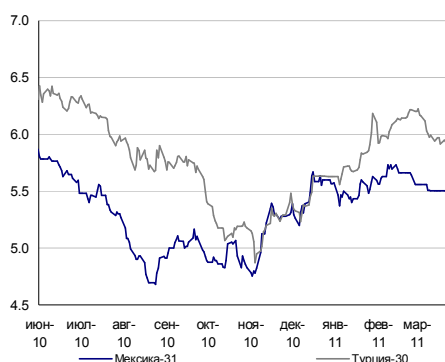


CDS Global Banks

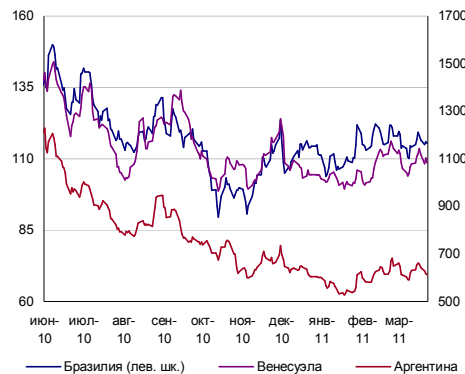


Emerging markets

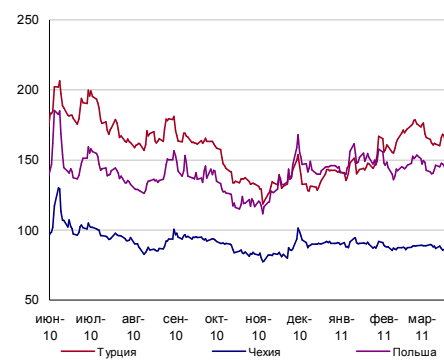
Еврооблигации EM



Lat Am CDS

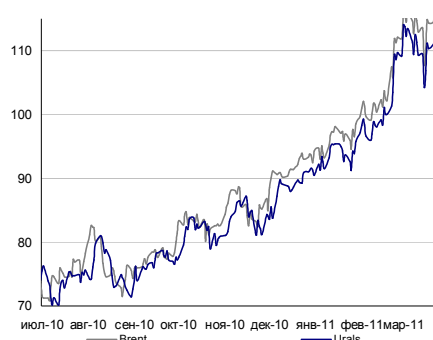


EMEA CDS

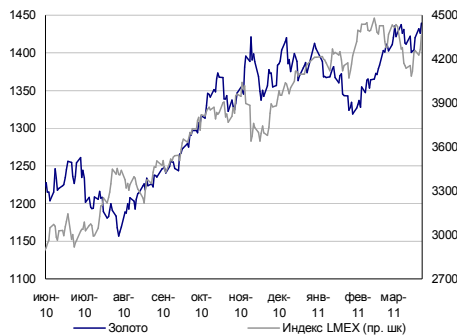


Товарные рынки

Нефть



Драгметаллы



CRB food



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank of Moscow Research @mmbank.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@mmbank.ru

Сергей Вахрамеев

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Экономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Юрий Нефедов

Nefedov_YA@mmbank.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Андрей Кучеров

Kuchеров_AA@mmbank.ru

Финансовый сектор

Виктория Чичуа

Chichua_VT@mmbank.ru

Долговые рынки

Юрий Нефедов (руководитель группы)

Nefedov_YA@mmbank.ru

Анастасия Сарсон

Sarson_AY@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozдов_AY@mmbank.ru

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru

Потребсектор

Виталий Купеев

Kupееv_VS@mmbank.ru

Машиностроение / транспорт

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin_DA@mmbank.ru

Телекоммуникации

Кирилл Горячих

Goryachih_KA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.