



На рынке

- Вчера объем свободных средств в банковской системе пробил вниз комфортный уровень в 1 трлн руб. Из-за сжатия ликвидности по причине уплаты налога на прибыль, а также приближающихся выходных, инвесторы предпочитали неактивную торговлю в корпоративных и муниципальных бумагах.
- Все внимание рынка будет сегодня приковано к заседанию ЦБ. Судя по покупкам всей кривой госбумаг, большинство инвесторов надеются на то, что сегодня изменения ставок не произойдет. Во второй половине дня возможны сильные движения котировок как в связи с публикацией решения ЦБ по денежной политике, так из-за традиционного большого числа технических сделок в конце месяца.
- Акрон** опубликовал финансовые показатели за 4-й квартал и 2010 год в целом, продемонстрировав значительный рост EBITDA в 2010 году, что привело к снижению показателей долговой нагрузки компании, несмотря на рост ее долгового портфеля. На 31.12.2010 показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составил 2.7X. Мы отмечаем улучшение качества долгового портфеля Акрона как с точки зрения его срочности, так и валютной диверсификации. Между тем, обращающиеся выпуски эмитента мы считаем переоцененными и полагаем, что их справедливая доходность находится не менее чем на 60 б.п. выше текущей.
- РусГидро** опубликовала достаточно сильную отчетность по МСФО за 2010 год. Несмотря на почти двукратный рост совокупного долга, показатели долговой нагрузки остаются на комфортном уровне: «Совокупный долг/ЕБИТДА» составляет на конец года 0.7X. Мы видим потенциал снижения доходности евробонда RusHydro'15 примерно на 20 б.п.
- На глобальных рынках наступающие праздники и разочаровывающая статистика опустили кривую доходностей UST. Интерес к российским еврооблигациям, днем ранее выглядевший слабым на фоне ралли на внешних рынках, вчера проявился более явно.

Доходности и спреды		yield,%	б.п.
RUS_30	↓	4.640	-3
RUS30_UST10 bp	↑	133	133
UST_10	↓	3.312	-5
UST_2	↓	0.621	-2
UST10-UST2 bp	↓	269	-2
EU_10	↓	3.223	-7
EU_2	↓	1.771	-4
EU10-EU2 bp	↓	145	-3
EMBI+ bp	↓	267	-1
Денежный рынок			
LIBOR OIS US 3m	↑	16	0
LIBOR OIS EUR 3m	↓	12	-1
Mosprime o/n	↑	3.48	0.1
Mosprime 3m	↓	3.77	0.0
RUB NDF 3m,%	↑	3.58	0.0
К/с+депоз (млрд руб)	↓	1 039	-24.0
Кредитный риск CDS 5y			
Russia	↓	128	0
Greece	↓	1 400	-32
Portugal	↓	659	-7
Spain	↓	242	-9
Italy	↓	151	-2
Индексы			
MSCI BRIC	↓	366	-1.09
MSCI Russia	↑	1 085	0.82
Dow Jones	↑	12 763	0.57
RTSI	↑	2 029	0.56
VIX (RTS)	↓	25	-3.07
Валюты			
EUR/USD	↑	1.4796	0.76
3m FWD rate diff	↓	146	0
RUB/USD	↓	27.558	-0.45
RUB/EUR	↑	40.725	0.06
RUB BASK	↓	33.473	-0.20
Товары			
Urals \$ / bbl	↓	121	-0.80
Золото \$ / troy	↑	1 536	0.58

Внутренний рынок

В преддверии заседания ЦБ и длинных выходных

Глобальные рынки

UST в фаворе накануне праздников

Российские еврооблигации: дозрели до покупок

Корпоративные новости

Правительство РФ с 1 мая существенно повышает экспортные пошлины на бензин

Акрон: смешанные итоги года, выпуски существенно переоценены

РусГидро: сильная отчетность по МСФО за 2010 г., евробонд интересен

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Новости коротко

Сегодня

- Заседание **Банка России**
- Биржевое размещение **Уральский Банк Реконструкции и Развития-02** на 2 млрд руб.

Экономика РФ

- Банк России фиксирует **снижение инфляционных ожиданий** в преддверии заседания совета директоров по процентной политике. «Некоторые аналитики стали давать прогноз по инфляции ниже 7 % (к концу года), что для нас радостно», - сказал заместитель председателя ЦБ РФ Сергей Швецов журналистам. / Reuters
- Банк России провел **аукцион по размещению ОБР-18** на сумму 10 млрд руб. Средневзвешенная ставка на аукционе составила 3.37 %. Объем привлеченных средств составил 9.96 млрд руб. / Cbonds
- Минфин РФ проведет 3 мая **аукцион по размещению бюджетных средств** на банковские депозиты на сумму до 50 млрд руб. Минимальная процентная ставка размещения средств – 4.25 %. / Прайм-ТАСС

Корпоративные новости

- **РусГидро** надеется летом 2012 года получить блокпакет электроэнергетической компании бизнесмена Олега Дерипаски Евросибэнерго в обмен на два актива, сказал журналистам глава РусГидро Евгений Дод. РусГидро обсуждает передачу 40 процентов Иркутскэнерго и блокпакета Красноярской ГЭС, которые контролируются структурой Дерипаски. Ранее компания говорила, что надеется получить в ответ не менее 25 % акций Евросибэнерго, недавно отложившей IPO на 2012 год. / Reuters
- **Альфа-групп**, принадлежащая российскому миллиардеру Михаилу Фридману, ведет переговоры о продаже своей доли в 25.3 % в STC Media российской Национальной Медиа Группе. Альфа предложила свою долю в STC Media шведской Modern Times Group, сейчас владеющей 38.3 % акций STC. Если MTG не заинтересует предложение, Альфа сообщила, что может вместо этого заключить сделку о продаже с Национальной Медиа Группой. / Reuters
- Чистая прибыль **Газпрома** по МСФО в IV квартале 2010 года выросла на 2 % по сравнению с аналогичным периодом 2009 года - до 314.8 млрд руб., превзойдя среднерыночный прогноз (296.8 млрд руб.). / Интерфакс
- Выручка **АФК Система** в 2010 г. составила \$ 28.1 млрд, увеличившись на 49.9 % по сравнению с 2009 г. EBITDA по итогам года выросла на 8.7 % до \$ 7.3 млрд. В 4 квартале 2010 года чистый долг корпоративного центра по сравнению с предыдущим кварталом снизился с \$ 1.9 млрд до \$ 684.5 млн. Отношение консолидированного долга к EBITDA группы улучшается - в 2010 году показатель составил 2.1 по сравнению с 2.3 в 2009 году. / Интерфакс
- **Северсталь** опубликовала результаты 1-ого квартала, свидетельствующие о снижении производства стали на 5 % кв-к-кв на фоне резкого сокращения выпуска полуфабрикатов. Производственные результаты Северстали можно охарактеризовать как нейтральные – выпуск конечной продукции с наиболее высокой добавленной стоимостью остался относительно стабильным. В золотодобывающем сегменте значительное (-10.5 %) снижение кв-к-кв объясняется сезонностью, а бурный (+41.9 %) рост выпуска год-к-году – новыми приобретениями.
- Чистый убыток **Соллерс** по МСФО в 2010 году сократился до 1/2 млрд. руб. Компания сообщила о том, что её выручка по МСФО в 2010 году достигла 55.3 млрд. руб., увеличившись г-к-г на 59 %. EBITDA компании выросла с 0.26 млрд. до 4.3 млрд. руб., таким образом, рентабельность EBITDA составила 8 %. Чистый убыток в 2010 году сократился с 5 млрд. до 1.2 млрд. руб. Напомним, что Соллерс реализовал в 2010 году 98 тыс. автомобилей и 75 тыс. двигателей, на 172 % и 44 % больше, чем в 2009 году, соответственно.

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **ИСО ГПБ-Ипотека Два** разместила облигации на 7.06 млрд руб. (транши А и Б на 5.506 млрд и 1.553 млрд руб. соответственно). По словам вице-президента ГПБ В. Серегина данная сделка является уже четвертой сделкой по секьюритизации ипотечного портфеля ГПБ-Ипотеки, общий объем секьюритизированных ипотечных кредитов ГПБ-Ипотеки с ее учетом превысит 27 млрд руб. / Cbonds
- Облигации **РУСАЛ Братск 08** выходят на вторичные торги в списке «В». Срок обращения выпуска составляет 10 лет, предусмотрена оферта через 4 года. / Cbonds
- **Кузбассэнерго** разместило облигации серии 02 совокупным объемом 5 млрд руб. По данным торговой системы ММВБ, с облигациями компании зафиксировано 40 сделок. Ставка купона была установлена на уровне 8.7 %. Перед закрытием книги эмитент снизил ориентир ставки купона с 8.7-9.0 % до 8.55-8.85 %. Ранее компания снижала ориентир с 8.85-9.1 % до 8.7-9.0 %. / Cbonds

- Совет директоров ОАО «ФСК ЕЭС» принял решение о размещении облигационных займов на общую сумму до 125 млрд руб. В частности, по открытой подписке планируется разместить облигации серий 12–20 в выпусках по 10-20 млрд руб. сроком до 12 лет. Предлагаемая разбивка выпуска по сериям предоставит ОАО "ФСК ЕЭС" возможность выпуска облигаций таким объемом, который будет максимально соответствовать потребностям компании в момент возникновения дефицита денежных средств. / Прайм-ТАСС
- **Строй-Контраст** начнет 4 мая размещение 3-летних облигаций 2-й серии на 3 млрд руб. Облигации будут размещаться по цене, равной 71.18 % от номинала. Способ размещения – закрытая подписка среди квалифицированных инвесторов. / Прайм-ТАСС
- **ЮТэйр-Финанс** утвердило решение о выпуске 5-летних облигаций 5-й серии на 1.5 млрд руб. Планируется включение облигаций в котировальный список «В» на ММВБ. / Прайм-ТАСС

Кредиты и займы

- **ТрансКредитБанк** привлекает субординированный кредит **ВТБ** совокупным объемом 5.5 млрд руб. сроком на 10 лет. / Прайм-ТАСС

Глобальные рынки

- **Китайский юань преодолел психологически важную отметку** в 6.5 впервые с 1993 г. укрепившись почти на 5 % с июня 2010 г., (когда был введен механизм более гибкого механизма формирования обменного курса) и на 0.9 % с начала месяца. Динамика юаня может указывать на использования китайскими властями валютного курса для борьбы с инфляцией. Согласно консенсус-прогнозам, курс CNY/USD может достичь 6.3 к концу года. / Bloomberg, WSJ, Dow Jones
- Всемирный банк в четверг поднял **прогноз роста ВВП Китая** в 2011 году с 8.7 % до 9.3 %, сообщила китайская англоязычная газета China daily в пятницу. Одновременно банк отметил, что основными вызовами, с которыми столкнется Китай в 2011 году, остаются инфляционный риск и рынок недвижимости. / Интерфакс

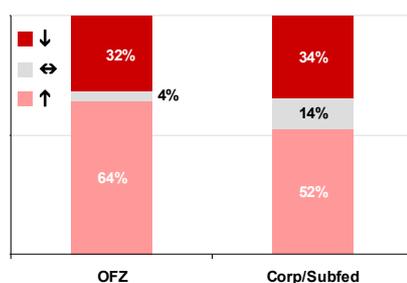
Внутренний рынок

В преддверии заседания ЦБ и длинных выходных

Динамика ликвидных ОФЗ					
Выпуск	28.04			27.04.2011	
	Оборот, млн руб	Yield,%	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 26205	1 079	7.99	6.59	-2	0.18
ОФЗ 26204	2 283	7.67	5.07	-5	0.25
ОФЗ 26203	529	7.32	4.14	0	0.00
ОФЗ 25077	1 751	7.25	3.74	-2	0.10
ОФЗ 25068	43	6.35	2.66	-1	0.02
ОФЗ 25076	1 732	6.34	2.46	-3	0.08
ОФЗ 25078	1 740	5.63	1.60	-1	0.01
ОФЗ 25073	2	5.17	1.15	-4	0.04

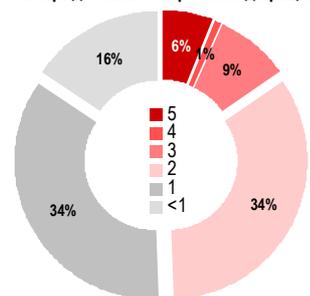
Источник: ММББ

Распределение оборота по изм. цены



Источник: ММББ, расчеты RD Банка Москвы

Распределение оборота по дюрации



Источник: ММББ, расчеты RD Банка Москвы

Все внимание рынка будет сегодня приковано к заседанию ЦБ, до публикации которого мы не ожидаем активной торговли. Судя по вчерашнему позитивному настрою рынка и покупкам по всей кривой госбумаг, большинство инвесторов надеются на то, что сегодня изменения ставок не произойдет.

Практически всем ликвидным выпускам ОФЗ вчера удалось закрыться на зеленой территории при значительных объемах покупок. Оборот в этом сегменте рынка составил за день 21 млрд руб., превысив оборот по корпоративным выпускам почти в 1.5 раза. Основной спрос пришелся на среднесрочный и длинный участок кривой - на выпуски с дюрацией от 2.5 лет. Лидером роста стал наиболее востребованный у инвесторов выпуск ОФЗ 26204, подросший за день на 25 б.п.

Вчера объем свободных средств в банковской системе пробил вниз комфортный уровень в 1 трлн руб. и составил на утро пятницы 864.5 млрд руб. (-174.9 млрд руб.). Из-за сжатия ликвидности по причине уплаты налога на прибыль, а также приближающихся выходных, инвесторы предпочитали неактивную торговлю в корпоративных и муниципальных бумагах. Их котировки вчера двигались в боковом направлении на относительно невысоких оборотах. Сегодня возможны более сильные движения как по факту публикации решения ЦБ об изменении денежной политики, так из-за традиционного большого числа технических сделок в конце месяца.

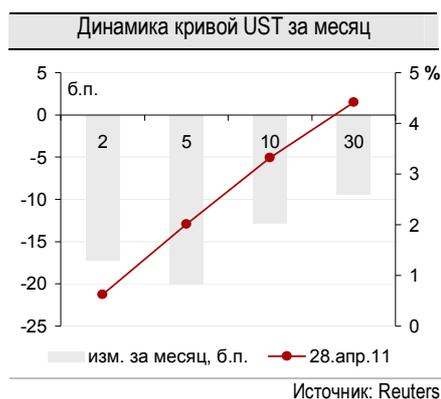
Статистика торгов

Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
АиФМПфин 2	216	2	1 000	21.12.12	23.12.11	100.7	0.00	10.33	0.57
АльянсБО1	672	7	5 000	04.02.14	-	102.9	0.19	8.22	2.28
Аэрофл БО1	188	4	6 000	08.04.13	-	102.0	0.15	6.75	1.72
Башнефть01	236	7	15 000	13.12.16	18.12.12	108.6	-0.04	7.01	1.39
Газпрнефт4	517	14	10 000	09.04.19	10.04.18	100.5	0.16	8.27	5.01
ВЭБ 06	169	8	10 000	13.10.20	17.10.17	99.3	-0.20	8.21	4.79
ГПБ БО-01	325	7	10 000	08.12.13	-	101.9	0.44	7.08	2.20
ГСС БО-03	287	9	3 000	22.04.14	23.04.13	100.7	0.20	8.02	1.73
Зенит БО-2	177	8	5 000	22.09.13	22.09.12	101.5	0.20	6.75	1.27
КАМАЗ БО-2	513	9	3 000	04.02.14	-	101.9	0.30	7.97	2.30
КрЕврБ-06	218	10	4 000	18.02.14	21.08.12	101.4	0.10	7.32	1.17
КрЕврБ-БО1	725	22	5 000	27.04.14	-	100.1	0.00	8.22	2.52
МагнитБО-6	280	6	5 000	22.04.14	-	100.3	0.15	7.80	2.52
МГор58-об	235	5	15 000	01.06.11	-	100.6	-0.02	4.09	0.09
МДМ БО-2	320	15	5 000	21.03.14	-	100.4	0.01	8.17	2.42
Мечел 15об	362	5	5 000	09.02.21	18.02.14	100.8	-0.09	8.07	2.35
Мосэнерго3	238	4	5 000	28.11.14	06.12.12	105.8	-0.23	6.53	1.38
МТС 05	532	10	15 000	19.07.16	26.07.12	109.4	0.03	6.13	1.06
ОФЗ 25062	342	4	45 000	04.05.11	-	100.0	-0.01	3.35	0.02
РЖД БО-01	637	18	15 000	05.12.12	-	105.2	0.14	6.08	1.40
РЖД-07обл	307	3	5 000	07.11.12	-	102.3	-0.02	6.08	1.35
РЖД-08обл	205	9	20 000	06.07.11	-	100.9	0.23	3.66	0.18
РЖД-14обл	416	14	15 000	07.04.15	11.10.11	103.9	-0.16	1.07	0.45
РосселхБ11	196	6	5 000	30.01.20	07.02.13	104.1	-0.02	6.61	1.56
СамарОбл 5	192	18	8 300	19.12.13	-	102.3	-0.15	6.30	0.70
СудострБ-3	175	2	1 500	03.09.12	05.09.11	98.8	0.25	13.28	0.31
СУЭК-Фин01	324	8	10 000	26.06.20	05.07.13	103.5	-0.10	7.72	1.84
Трансф 03	213	15	65 000	18.09.19	28.09.11	109.7	0.14	-11.09	0.47
Тюменэнрг2	195	2	2 700	29.03.12	-	102.5	0.00	7.16	0.84
ЮТэйрФБО-3	184	6	1 500	19.12.13	-	102.8	0.20	8.54	2.17

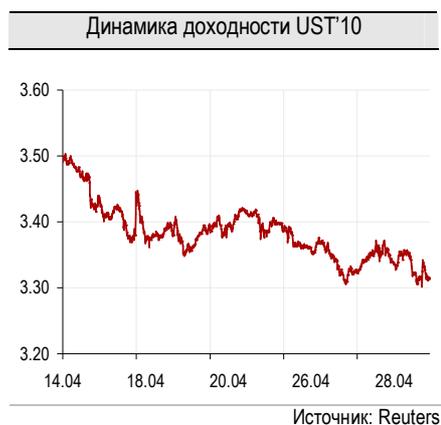
Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Глобальные рынки

UST в фаворе накануне праздников



После реализации отложенных до заседания ФРС покупок внешние долговые рынки выглядят не так позитивно. Основное давление на настроения инвесторов оказала вчерашняя макростатистика из Штатов. Первая из трех оценок роста ВВП за 1-й квартал 2011 г. оказалась хуже консенсус-прогноза и составила 1.8%. Данные по рынку труда также разочаровали, продемонстрировав рост первичных заявок на пособие по безработице за минувшую неделю против ожидавшегося снижения. Не исключено, что у обеих этих неприятных новостей может быть общая природа: катастрофа в Японии не лучшим образом отразилась на производстве в США, а недостаток поставок автокомпонентов провоцирует снижение занятости на автомобильном производстве. Но все же не стоит забывать, что оценка ВВП – первая и еще может быть пересмотрена, а снижение темпов роста на фоне Японии и ближневосточных событий могло бы быть и более существенным. Относительно занятости – данные предоставлены за короткую пасхальную неделю, а, следовательно, рост заявок может быть временным явлением.

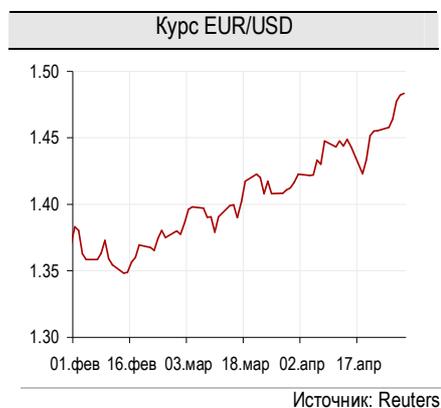


Вторым фактором роста интереса к UST, после макростатистики, стала подготовка к «майским праздникам», а они в каждом регионе свои: Европа сегодня будет торговаться без Великобритании, где объявлен выходной по случаю свадьбы в королевской семье, а Азия – без Японии, где отмечается национальный праздник. День растительности.

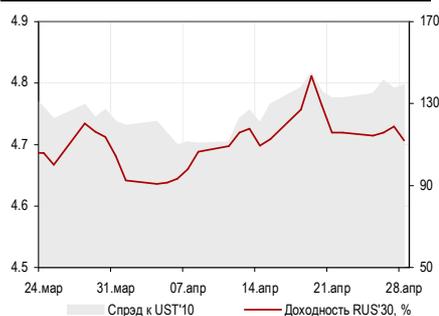
Кривая доходности казначейских облигаций США вчера снова снизилась, особенно на длинном конце кривой:

Изменение кривой UST				
	УТМ, %		Изм-е, б.п.	
	27. апр. 11	28. апр. 11	День	Месяц
UST 02	0.65	0.63	-2	-17
UST 05	2.02	2.00	-1	-20
UST 10	3.36	3.32	-4	-13
UST 30	4.45	4.42	-4	-9

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы



Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Источник: Reuters

Российские еврооблигации: дозрели до покупок

Интерес к российским еврооблигациям, днем ранее выглядевший слабым на фоне ралли на внешних рынках, вчера проявился более явно. Суверенный сегмент по большей части стоял на месте, доходность индикативного RUS'30 снизилась незначительно вслед за доходностями UST. Зато в корпоративном секторе по подавляющему большинству ликвидных бумаг можно было наблюдать снижение доходностей на 2-5 б.п.

Сегодня торговая активность вряд ли будет существенной: традиционный «фактор пятницы» осложняется выходным днем в Великобритании. Хотя не исключено, что большой объем разнообразной макростатистики из США сможет спровоцировать некоторых участников торгов на какие-то действия. Сегодня будут опубликованы индекс стоимости рабочей силы в первом квартале, личные расходы и доходы потребителей в марте, индекс деловой активности в производственном секторе региона Чикаго в апреле и индекс настроения потребителей Мичиганского университета в апреле.

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	113.6	2.00	140	1.7	0.01	-2
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	108.9	4.39	214	4.6	0.15	-3
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	108.8	0.00	285	6.4	0.12	-2
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	105.9	5.77	233	7.7	0.32	-4
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	123.6	6.62	293	2.7	0.62	-6
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	108.0	6.64	260	12.0	0.90	-7
Alrosa' 20	USD	1000	03.11.20	107.9	6.62	344	6.8	0.31	-4
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	110.2	3.50	287	1.8	-0.06	3
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	111.9	5.27	350	3.7	0.02	-1
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	116.5	6.53	411	5.2	0.01	0
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	103.9	3.36	305	0.8	0.03	-4
MTS' 12	USD	400	28.01.12	104.3	2.08	176	0.7	-0.04	3
MTS' 20	USD	750	22.06.20	114.1	6.55	358	6.3	0.21	-3
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	104.2	3.44	309	1.0	0.03	-4
RuRail '17	USD	1500	03.04.17	104.9	4.78	235	5.0	0.16	-3
Rushydro '18	RUB	20000	28.10.15	100.2	7.99	139	3.6	0.02	-1
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	112.8	3.74	304	2.0	0.00	-1
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	114.0	4.18	313	2.6	0.03	-2
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	98.7	5.61	289	5.4	0.29	-5
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	104.3	1.18	83	0.9	0.13	-16
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	109.5	2.24	160	1.7	0.03	-3
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	107.5	5.13	278	4.8	0.20	-4
VIP' 16	USD	600	23.05.16	111.1	5.70	371	4.0	0.14	-3
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	114.9	6.44	397	5.2	0.20	-4

Источники: Bloomberg

Анастасия Сарсон, Ольга Сибиричева

Правительство РФ с 1 мая существенно повышает экспортные пошлины на бензин

Накануне премьер-министр РФ Владимир Путин поручил Минэнерго подготовить проект постановления об увеличении пошлин на бензин. При этом, как пояснил Интерфаксу пресс-секретарь премьера Дмитрий Песков, данное повышение «призвано сбалансировать экспортные и внутренние потребности» в бензине. В результате, вчера к вечеру было принято решение по увеличению с 1 мая ставок экспортных пошлин на бензин с 0.67 от ставки нефтяной пошлины до 0.9.

В настоящее время премия экспортных поставок по бензину, по нашим оценкам, составляет около \$ 100 за тонну, а значит, повышение пошлины с \$ 305 за тонну до \$ 410 за тонну нивелирует эту разницу и окажет стабилизирующее влияние на соотношение спроса и предложения на внутреннем рынке. При этом принятая мера не скажется на динамике нормализованных доходов нефтяных компаний, т.к. автомобильный бензин не является основным экспортным товаром отечественных ВИНКов (доля экспорта автомобильного бензина исторически находилась на уровне около 10 % от общего объема выпуска). Так, например, ЛУКОЙЛ вообще не осуществляет экспорт товарных бензинов с принадлежащих концерну российских заводов.

Мы не ожидаем существенной реакции рынка на новость об увеличении экспортных пошлин на бензин из-за низкого влияния указанной меры на размер будущих денежных потоков российских нефтегазовых компаний.

Денис Борисов к.э.н., Сергей Вахрамеев

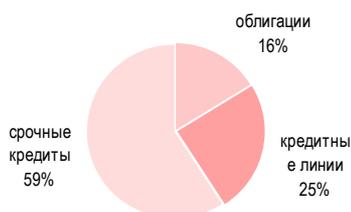
Акрон: смешанные итоги года, выпуски существенно переоцененыСобытие

Акрон опубликовал финансовые показатели за 4-й квартал и 2010 год в целом. По итогам последнего квартала компании удалось заработать более 1/3 годовой EBITDA, увеличив значение EBITDA в 4-м квартале на фоне роста цен и операционных показателей примерно вдвое по сравнению с уровнем предыдущих 3-х месяцев. Это позволило компании снизить показатель «Чистый долг/EBITDA» до 2.7X к концу 2010 года с 3.4X на начало года, несмотря на рост совокупного объема задолженности на 10 % из-за значительных инвестиционных затрат.

Основные финансовые показатели Акрона по МСФО

\$ млн	2009	2010	г-к-г, %	3 кв. 10	4 кв. 10	кв-к-кв, %
Выручка	1 182	1 538	30.2	346	465	34.5
Операционные расходы	953	1 198	25.8	285	337	18.4
EBITDA	229	340	48.6	61	128	109.9
маржа, %	19.4	22.1		17.6	27.5	
Чистая прибыль	223	184	-17.5	69	62	-9.5
Операционный ДП	90	108	20.2	73	12	-84.0

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Структура долгового портфеля Акрона на 31.12.2010

Источники: отчетность, расчеты RD Банк Москвы

Структура долгового портфеля Акрона на 31.12.2010

Источники: отчетность, расчеты RD Банк Москвы

Опубликованные Акронem финансовые показатели продемонстрировали значительный рост EBITDA в 2010 году, что привело к снижению показателей долговой нагрузки компании несмотря на рост ее долгового портфеля. На 31.12.2010 показатель «Чистый долг/EBITDA» составил 2.7X.

Мы отмечаем улучшение качества долгового портфеля Акрона как с точки зрения его срочности, так и валютной диверсификации. Между тем, обращающиеся выпуски эмитента мы считаем переоцененными и полагаем, что их справедливая доходность находится не менее чем на 60 б.п. выше текущей.

Комментарий**Относительно результатов деятельности Акрона в 2010 году мы отмечаем:**

- На уровне EBITDA отчетность Акрона оказалась несколько лучше ожиданий, однако судя по денежным потокам, ситуация не столь благоприятна. За 2010 год компании удалось получить лишь около \$ 108 млн операционного денежного потока при капитальных расходах в размере \$ 179 млн и довольно существенных дивидендных выплатах и затратах на выкуп собственных акций (всего около \$ 50 млн).
- За год компания нарастила долговой портфель на 11 %, улучшив при этом его структуру. На начало 2011 года доля кредитов со сроком погашения свыше 5 лет составила 10 % портфеля, годом ранее таких кредитов не было. Общая доля краткосрочной задолженности составила 36.6 %, что на 2 % меньше чем на начало 2010 года.
- Судя по составу задолженности, основной рост долгового портфеля был вызван привлечением срочных кредитов, объем облигаций в обращении сократился до 16 % с 19 % годом ранее. Исходя из отчетности компании, на 31.12.2010 сумма неиспользованных кредитных линий, открытых в рамках долгосрочных банковских кредитов составила 8.6 млрд руб. (на 31.12.2009 – 0).
- Компания диверсифицировала задолженность в пользу наращивания доли займов в долларах США и китайских юанях. Кредиты с фиксированной ставкой привлекаются под 8.75-10 % в рублях, от 3.6 до 8 % в долларах, от 4.62 % до 8.5 % в китайских юанях.
- Чистый долг Акрона за 2010 год вырос с \$ 817 до \$ 920 млн. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» на фоне роста финансовых показателей упало до 2.7X с 3.4X на начало года, что при существовании у компании достаточно масштабной инвестпрограммы все еще является весьма высоким показателем, делающим инвестиции в бумаги Акрона достаточно рискованными.

О перспективах:

- В начале 2011 года цены на основную продукцию Акрона, комплексные удобрения, продолжили рост (средние цены реализации в 1-м квартале, вероятно, будут примерно на 10 % выше уровня 4-го квартала), однако рост тарифов на природный газ, стоимости хлористого калия, апатитового концентрата и укрепление рубля также должны были существенно сказаться и на уровне издержек. В результате мы ожидаем, что принципиального изменения финансовых показателей по сравнению с уровнем, продемонстрированным в 4-м квартале, у компании не произошло.
- В будущем серьезный удар по компании могут нанести планы по увеличению регулируемых тарифов на природный газ внутри РФ. Впрочем, в последние недели обсуждение вопроса их более медленного, чем планировалось ранее, повышения активизировалось и, в случае, если рост тарифов на газ в России все-таки будет ограничен уровнем инфляции, перспективы компании значительно улучшатся.

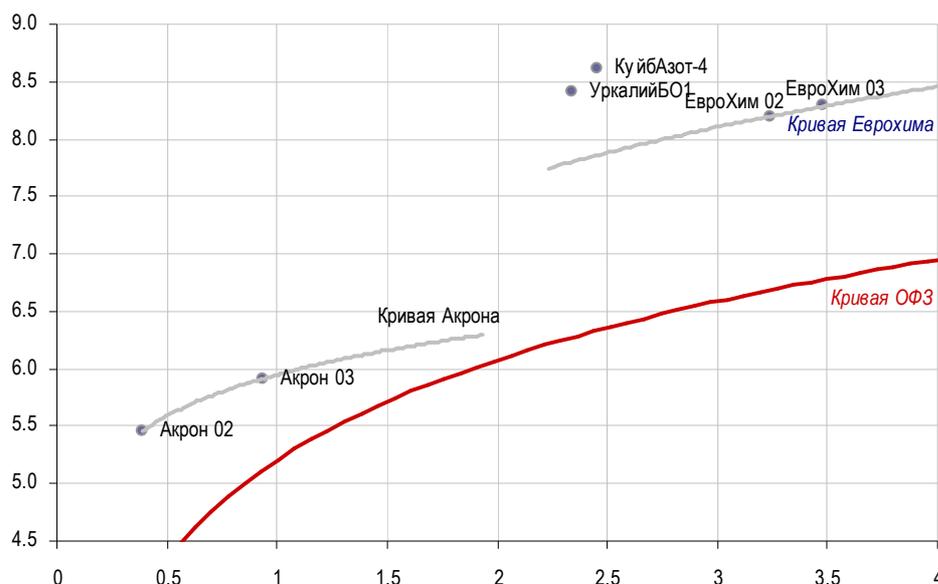
Влияние на рынок

В настоящий момент облигации Акрона (-B1/B+) серий 2 и 3 торгуются с доходностями около 5.6 и 5.9 % на дюрации 0.4 и 0.9 года. Спрэд выпусков Акрона составляет около 100 б.п. к кривой ОФЗ, что почти на 50 б.п. меньше соответствующего спреда ЕвроХима (BB/-BB) при разнице кредитных рейтингов эмитентов в две ступени. Мы считаем облигации Акрона переоцененными и полагаем, что справедливая доходность выпусков находится не менее чем на 60 б.п. выше текущей.

Параметры выпусков Акрона

Выпуск	Акрон 02	Акрон 03
Объем выпуска, млн. руб.	3 500	3 500
Купон, %	14.1	13.9
Дюрация, лет	0.4	0.9
УТМ/УТР	5.62	5.89
Оборот за 3 мес, млн руб.	1 427	1 313
Число сделок за 3 мес.	145	139
Рейтинги	/ B1/ B+	/ B1/ B+
Котировальный лист	A1	A1

Источники: ММББ, расчеты RD Банк Москвы

Карта доходностей облигаций нефтехимической отрасли

Источник: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Волков, CFA, Екатерина Горбунова

РусГидро: сильная отчетность по МСФО за 2010 г., евробонд интересен

Индексы рублевой доходности облигаций энергетического сектора



Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Событие

В среду РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2010 год. Выручка компании по итогам года составила 418 млн руб. по сравнению с 338.5 млн руб. годом ранее (рост на 24 %), EBITDA увеличилась на 16 % с 53 млн руб. до 61.6 млн руб. Чистая прибыль компании, скорректированная на обесценение основных средств (РусГидро в 2010 году начислило убыток от обесценения активов в размере 24.2 млрд руб.), за год выросла на 12 % до 35.9 млрд руб., что находится в рамках рыночного консенсус-прогноза. Чистый долг компании перестал быть отрицательным и составил 21 млн руб.

РусГидро опубликовала достаточно сильную отчетность по МСФО за 2010 год. Несмотря на почти двукратный рост совокупного долга, показатели долговой нагрузки остаются на комфортном уровне: «Совокупный долг/EBITDA» составляет на конец года 0.7X.

Мы видим потенциал снижения доходности евробонда RusHydro'15 примерно на 20 б.п.

Основные финансовые показатели РусГидро по МСФО за 2009-2010 гг.

МСФО, RUR млн	2009	2010	%, г-к-г
Выручка	338 460	418 003	23.5%
ЕБИТДА	52 951	61 575	16.3%
Чистая прибыль	32 112	11 330	
Чистая прибыль, скорр на обесценение	32 112	35 887	11.8%
Совокупный долг	24 439	40 072	64.0%
Чистый долг	-28 004	20 982	
Собственный капитал	403 340	518 177	28.5%
ОСФ	41 339	41 241	-0.2%
Активы	506 866	651 004	28.4%
EBITDA margin (%)	15.6%	14.7%	
Чистая рентабельность (%)	9.5%	8.6%	
Долг/EBITDA (x)*	0.5	0.7	
Чистый долг/EBITDA (x)*		0.3	
Долг/Активы (x)	0.0	0.1	
Долг/Собственный капитал (x)	0.1	0.1	
Долгосрочный долг/ Долг (%)	79%	79%	

Источники: отчетность компании, расчеты RD Банка Москвы

Комментарий

В 2010 году основной рост выручки был достигнут компанией в сегменте сбытовой деятельности (+ 26 %), тогда как увеличение доходов от сегмента генерации было более скромным (+18 %). Причинами отставания доходов генерации стали сокращение выработки электроэнергии станциями РусГидро на 12 % вследствие аномально жаркой погоды и аварии на Саяно-Шушенской станции и низкие тарифы на мощность, которые в целом остались на уровне 2009 года. Решающим также был вклад сбытового подразделения в увеличение итогового показателя EBITDA, где доля «сбытов» увеличилась с 10 % до 29 %.

Необходимо отметить, что опубликованная отчетность учитывает результаты девяти сбытовых компаний, шесть из которых, включая крупнейшие в стране Мосэнергосбыт и Петербургскую сбытовую компанию, в марте текущего года были проданы ИнтерРАО. В этой связи, результаты данного сегмента в текущем году уже не будут учитываться в консолидированной отчетности по международным стандартам.

Капитальные затраты в 2010 году увеличились на 88 % и составили 61.3 млрд руб. С учетом операционного денежного потока фактически на уровне предыдущего года (41.2 млрд руб.) часть инвестиционной программы пришлось финансировать за счет накопленной ликвидности и привлечения нового заемного финансирования. В итоге совокупный долг компании увеличился с 24.4 млрд руб. до 40.1 млрд руб. (рост на 64 %, основной причиной которого стало размещение евробондов на 20 млрд руб.). Вместе с параллельным сокращением денежных средств и эквивалентов чистый долг компании перестал быть отрицательным и составил 20.1 млрд руб.

Однако показатели долговой нагрузки эмитента остаются на низком уровне – Долг/ЕБИТДА составляет 0.65X, Чистый долг/ЕБИТДА 0.3X. Временная структура долгового портфеля также являлась комфортной для компании, доля долгосрочного долга составляла 80 %.

С начала года РусГидро увеличила объем заимствований, в том числе разместив в апреле два выпуска совокупным объемом 15 млрд руб., еще не начавших обращение на вторичном рынке. Долговая нагрузка компании будет увеличиваться и далее. Менеджмент заявлял о планируемом отказе от государственных дотаций на инвестиционную программу, объем которой в 2011-2013 г. составит 308 млрд руб. Бизнес-план до 2015 года предполагает краткосрочный долг РусГидро к 2015 году на уровне 35.2 млрд руб., долгосрочный – 49 млрд руб. Между тем, даже при столь масштабных планируемых заимствованиях и инвестиционных аппетитах долговая нагрузка компании должна остаться на низком уровне и в терминах Совокупный долг/ЕБИТДА вряд ли превысит 2.0X.

Влияние на рынок

В текущий момент на вторичном рынке обращаются следующие выпуски РусГидро:

- рублевый бонд (ГидроОГК-1, MDur – 0.17, YTM 4.48 %), который в силу короткой дюрации не представляет интереса;
- относительно свежий номинированный в рублях евробонд RusHydro'15, размещенный в октябре 2010 года, который торгуется с доходностью к погашению 8 % на дюрации 3.57 года. Сопоставимые по дюрации рублевые облигации ФСК ЕЭС-07 и ФСК ЕЭС-10 торгуются на уровне 7.7 %. Таким образом, текущий спрэд между бумагами составляет около 30 б.п., что на наш взгляд избыточно. Считаем, что справедливый спрэд должен быть не более 15-20 б.п., поэтому видим потенциал снижения доходности RusHydro'15 на 20 б.п.

Михаил Лямин, Иван Рубинов CFA, Антон Дроздов, CFA

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Среди ликвидных бумаг сохраняют потенциал роста выпуски ОФЗ 26204 и ОФЗ 25077 на 0.9 % и 0.7 % соответственно. Дальнейшее направление движения госбумаг будет зависеть от сегодняшнего заседания ЦБ.

28.04.11

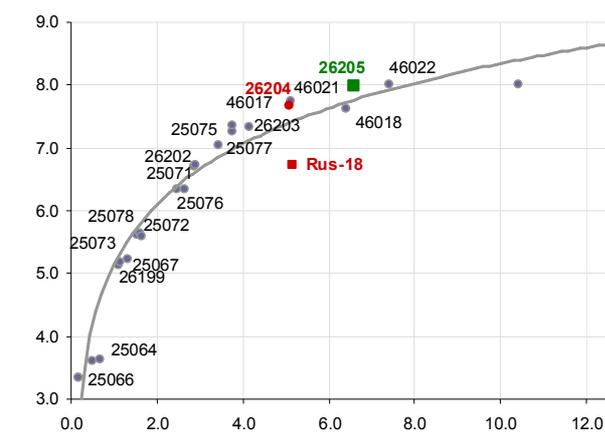
27.04.11

Выпуск	Оборот, млн руб	Yield,%	MDUR	bp	Цена,%	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield,%	MDUR
ОФЗ 25074	561	3.33	0.16	6	-0.01	70	-60	0.10	3.27	0.17
ОФЗ 25066	305	3.33	0.18	26	-0.07	56	-46	0.08	3.07	0.19
ОФЗ 25063	2 125	3.61	0.51	8	-0.05	-58	48	-0.24	3.53	0.51
ОФЗ 25064	621	3.64	0.68	7	-0.07	-96	86	-0.58	3.57	0.68
ОФЗ 26199	-	5.12	1.11	0	0.00	-17	7	-0.08	5.12	1.12
ОФЗ 25073	2	5.17	1.15	-4	0.04	-17	7	-0.08	5.21	1.16
ОФЗ 25067	252	5.23	1.31	-5	0.05	-29	19	-0.25	5.28	1.31
ОФЗ 25072	1 244	5.62	1.56	-6	0.10	-13	3	-0.05	5.68	1.56
ОФЗ 25078	1 740	5.63	1.60	-1	0.01	-16	6	-0.09	5.64	1.60
ОФЗ 25065	87	5.58	1.65	2	-0.04	-25	15	-0.25	5.56	1.65
ОФЗ 25076	1 732	6.34	2.46	-3	0.08	-5	fair	-	6.37	2.46
ОФЗ 25068	43	6.35	2.66	-1	0.02	-15	5	-0.13	6.36	2.66
ОФЗ 26202	2 354	6.7	2.87	-4	0.13	9	fair	-	6.74	2.87
ОФЗ 25071	109	6.73	2.90	-2	0.06	11	-1	0.03	6.75	2.90
ОФЗ 25075	500	7.05	3.42	-3	0.10	20	-10	0.34	7.08	3.42
ОФЗ 25077	1 751	7.25	3.74	-2	0.10	27	-17	0.65	7.27	3.74
ОФЗ 46017	-	7.36	3.76	0	0.00	38	-28	1.04	7.36	3.77
ОФЗ 26203	529	7.32	4.14	0	0.00	21	-11	0.44	7.32	4.14
ОФЗ 26204	2 283	7.67	5.07	-5	0.25	27	-17	0.87	7.72	5.07
ОФЗ 46021	213	7.73	5.13	5	-0.28	32	-22	1.11	7.68	5.13
ОФЗ 46018	-	7.61	6.39	0	0.00	-11	1	-0.07	7.61	6.39
ОФЗ 26205	1 079	7.99	6.59	-2	0.18	23	-13	0.83	-	-
ОФЗ 46022	11	8.01	7.42	6	-0.44	8	fair	-	7.95	7.45
ОФЗ 46020	-	8.00	10.41	0	0.00	-40	30	-3.12	8.00	10.42

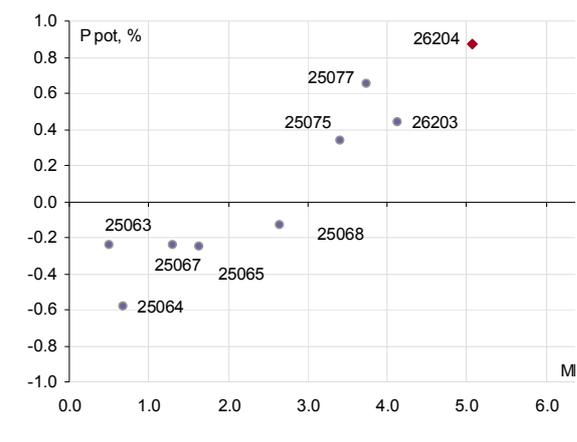
*к модельной кривой ОФЗ

** изменение для достижения справедливого спреда над/под кривой 10 б.п.

Кривая ОФЗ



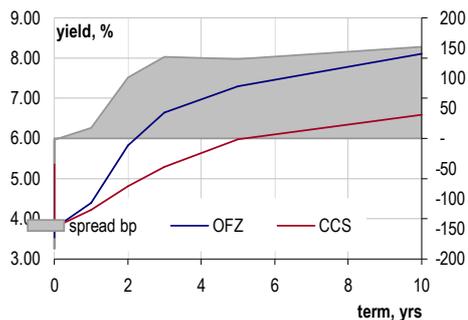
Потенциал и дюрация



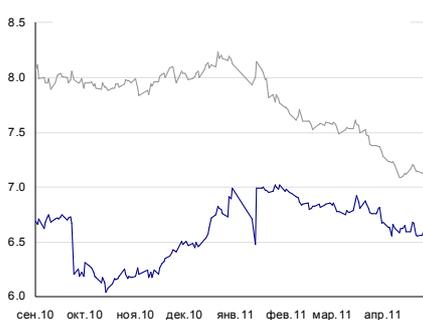
Екатерина Горбунова

Российский долговой рынок

Кривые ОФЗ и ССЗ



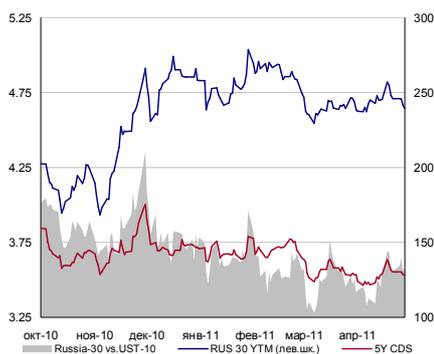
Индексы BMBI эшелоны



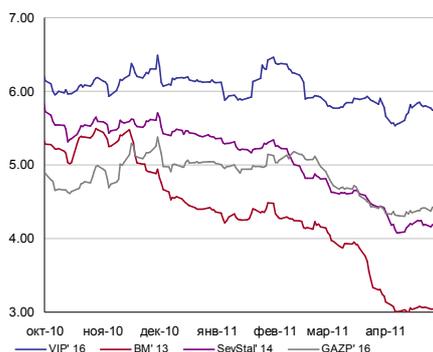
Индексы BMBI рейтинги



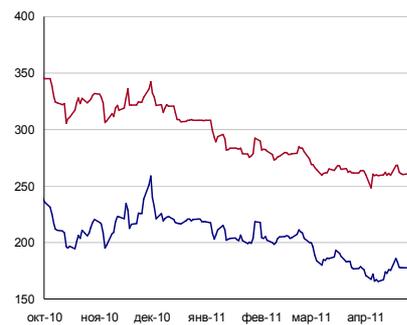
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

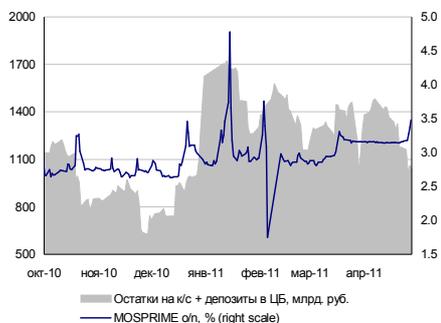


CDS корпораций

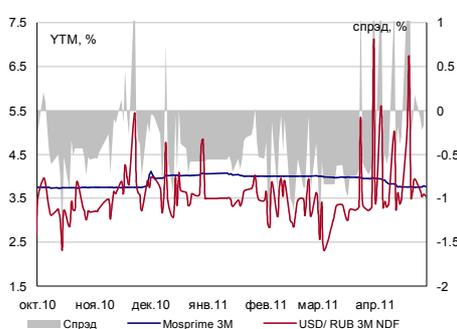


Денежно-валютный рынок

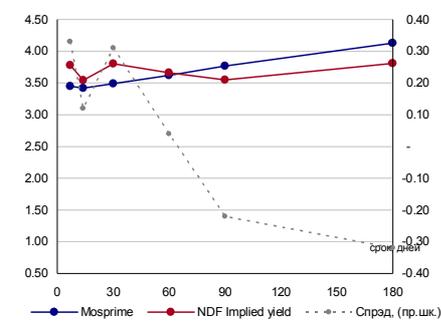
Ликвидность и ставки



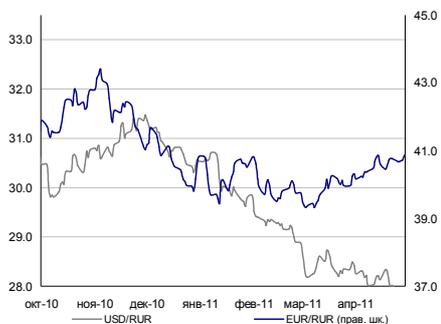
Форвардный базис



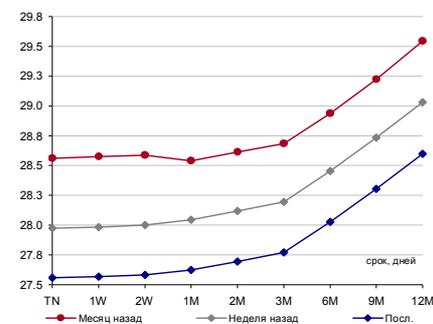
Спрэды денежного рынка



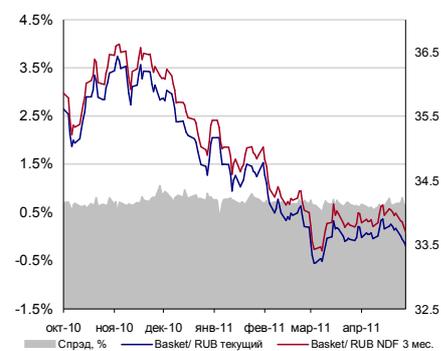
Курс рубля



Форвардные кривые



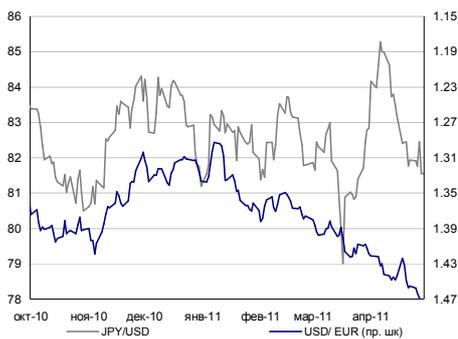
Своп-поинты 3 месяца



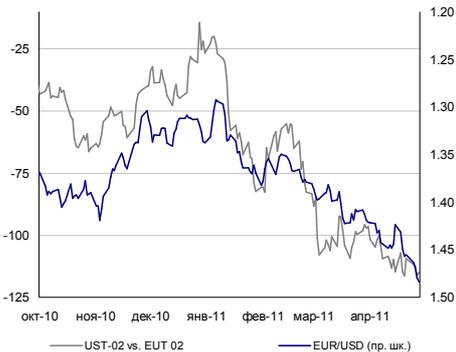
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

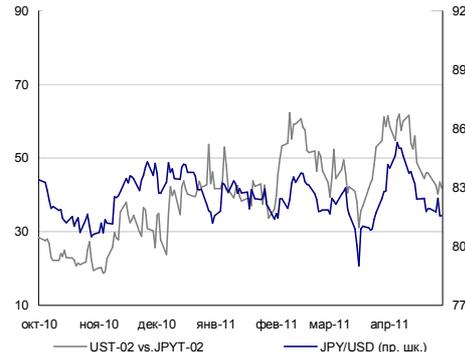
Основные валюты



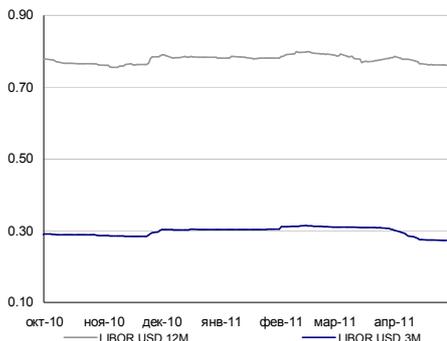
Ставки и курсы евро/доллар



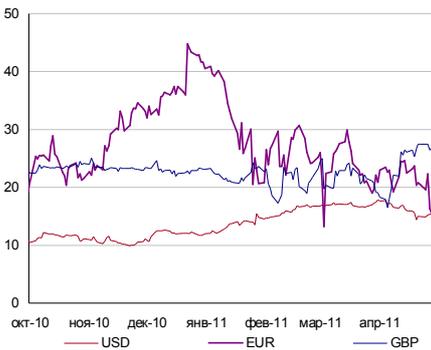
Ставки и курсы иена/доллар



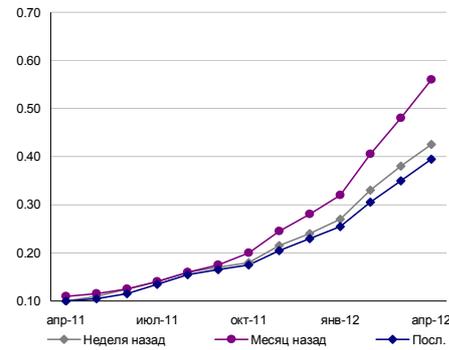
LIBOR USD



LIBOR-OIS

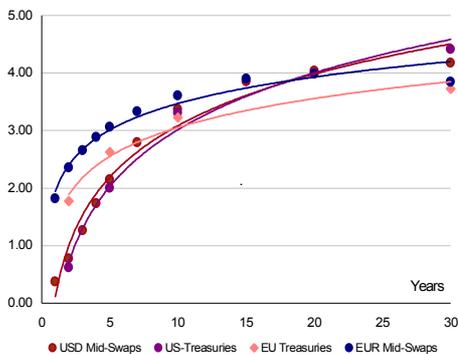


FED RATE ожидания



Глобальный долговой рынок

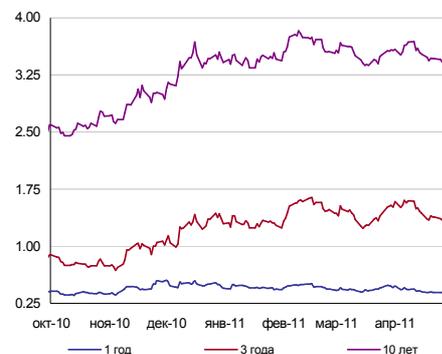
Базовые кривые



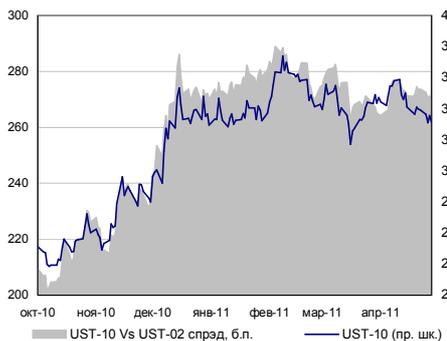
EUR IRS (mid)



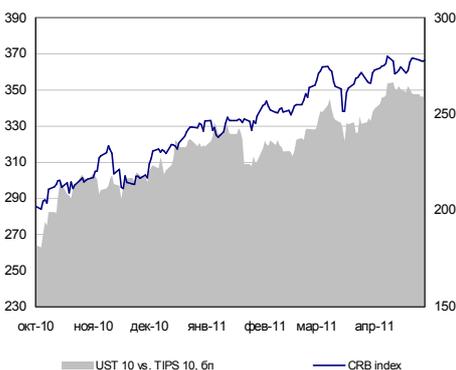
USD IRS (mid)



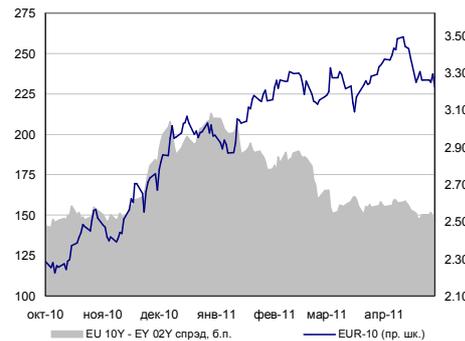
UST



Инфляционные ожидания



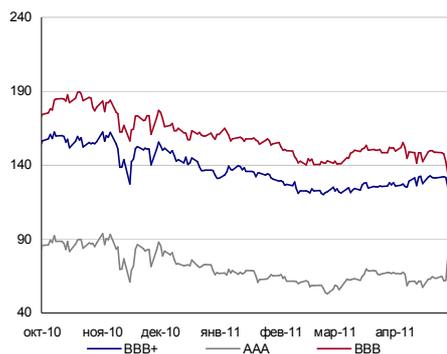
Bundes



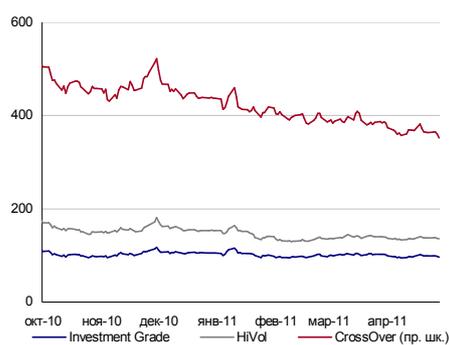
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный кредитный риск

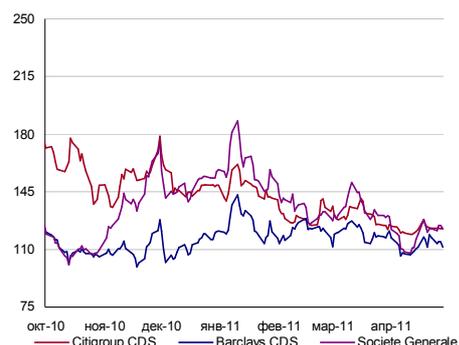
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

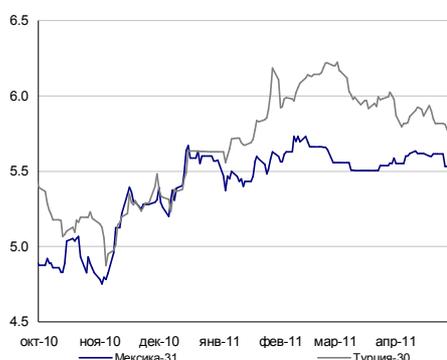


CDS Global Banks

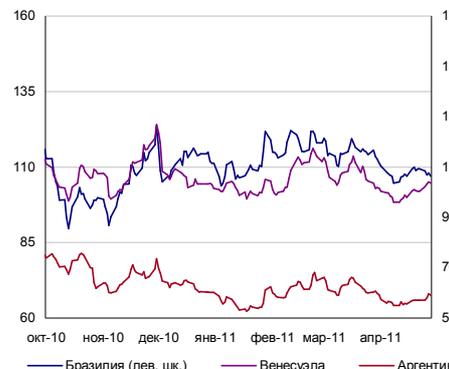


Emerging markets

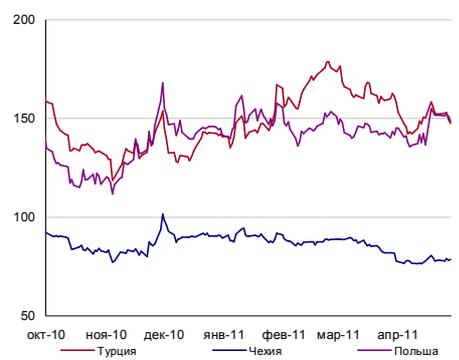
Еврооблигации EM



Lat Am CDS



EMEA CDS

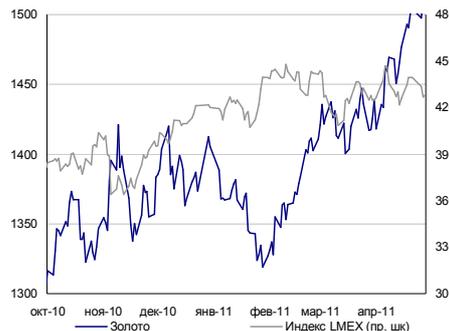


Товарные рынки

Нефть



Драгметаллы



CRB food



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

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

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Машиностроение / транспорт

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin_DA@mmbank.ru

Экономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Финансовый сектор

Виктория Чичуа

Chichua_VT@mmbank.ru

Потребсектор

Виталий Купеев

Kupееv_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации

Кирилл Горячих

Goryachih_KA@mmbank.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Долговые рынки

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Анастасия Сарсон

Sarson_AY@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozdoz_AY@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 абсолютную 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.