

Ежедневный обзор долговых рынков от 24 марта 2011 г.

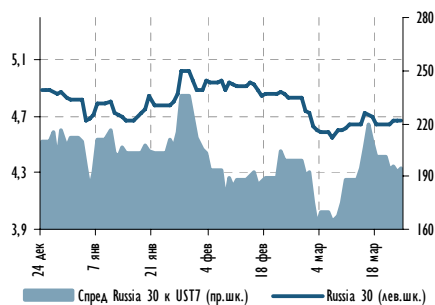


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,409	▼ -0,8%	5,3%	
USD/RUB	28,36	▲ 0,5%	-7,1%	
Корзина валют/RUB	33,53	▼ -0,1%	-4,6%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	765,8	▲ 197,9	-122,5	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	663,8	▼ -113,5	94,2	
MOSPRIME o/n	3,2	▼ 0,0	1,4	
3M-MOSPRIME	4,0	■ 0,0	-0,1	
3M-LIBOR	0,31	▼ 0,0	0,0	
Долговой рынок				
UST-2	0,66	▲ 0,0	0,1	
UST-10	3,35	▲ 0,0	0,1	
Russia 30	4,67	▼ 0,0	-0,2	
Russia 5Y CDS	133	▲ 2,5	-12,3	
EMBI+	270	▼ -2	22	
EMBI+ Russia	180	▼ -2	-19	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	111,71	▼ -0,5%	21,4%	
Золото, долл./унц.	1437,4	▲ 0,7%	1,2%	
Фондовый рынок				
ТСX	1 997	▲ 1,0%	12,8%	
Dow Jones	12 086	▲ 0,6%	4,4%	
Nikkei	9 439	▼ -0,1%	-7,7%	

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMB5



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Рынок российских еврооблигаций.** «Тридцатка» была довольно волатильна, однако по итогам дня котировки остались в районе 116,125%.
- ▶ В корпоративных и банковских бумагах рынок остается очень крепким, при этом, наиболее сильный спрос замечен в коротких ликвидных бумагах с погашением в пределах 1,5–3 лет. Из-за этого кривые доходности российских эмитентов приняли в последнее время крутой угол наклона.
- ▶ Тем дня – обвал в бумагах Белоруссии, которые потеряли около 10 фигур на новостях о валютном кризисе в стране.
- ▶ Сегодня с утра мы не ждем серьезных изменений на рынке, однако, риски, связанные с еврозоной в последние дни серьезно выросли (в дополнение, ко всем прочим), поэтому мы опасаемся, что конъюнктура может ухудшиться. Подробнее – см. Темы глобального рынка.
- ▶ **Рублевый долговой рынок** сохранял в среду невысокую торговую активность при незначительных изменениях цен, при этом, спрос в бумагах остается стабильным, чуть лучше рынка ведут себя новые выпуски Газпром нефти. Перемены перед заседанием ЦБ маловероятны.
- ▶ Офшорные кривые CCS/NDF вчера немного скорректировались вверх (+10–15 б. п.). Ставка годового NDF вернулась ближе к отметке 4,30%, вмененная доходность по пятилетнему контракту – к 6,40%.
- ▶ Курс рубля против бивалютной корзины стабилизировался недалеко от 33,60. Мы опасаемся, что в случае роста волатильности глобальных рынков на европейских событиях рубль может ослабеть, даже несмотря на высокие цены на нефть.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Рынки остаются сильными, несмотря ни на что
- ▶ Европа вступает в очередной период волатильности?

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ Размещение ОФЗ26204 прошло предсказуемо
- ▶ Дебютные рублевые облигации ЗАО «БНП Париба Банк» (-/BBB/-) – премия за незнакомый риск

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ На денежном рынке затишье до пятницы

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Номос-Банк (-/Ba3/BB-): к IPO готов! Сильные результаты 2010 года по МСФО
- ▶ Телефонная конференция по итогам отчетности Сбербанка (-/Baa1/BBB) за 2010 год – без сюрпризов
- ▶ РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала отчетность по РСБУ за 2010 г.
- ▶ Fitch повысило рейтинг ЛСР (-/B2/B) до «В», присвоив стабильный прогноз. Облигации неинтересны на текущих уровнях

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ Открытие саммита ЕС в Брюсселе



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Рынки остаются сильными, несмотря ни на что

Прошедшие сутки обошлись без серьезной волатильности на мировых рынках, и ключевые фондовые индексы планеты завершили торги в умеренном плюсе (в среднем в пределах 0,5%). При этом цены на нефть остаются вблизи своих максимальных уровней, и не похоже пока, что в кризисах на АЭС «Фукусима-1» и в Ливии, намечился хоть какой-либо прогресс.

Доходность Treasuries снижалась в течение дня после публикации исключительно слабых февральских данных по рынку жилья США (продажи новых домов упали на 16,9%), однако к сегодняшнему утру ставка UST10 оказалась ровно там же, где она была вчера и позавчера – возле отметки 3,33%.

Европа вступает в очередной период волатильности?

Как и предсказывали накануне журналисты FT, оппозиционные партии Португалии провалили вчера на голосовании в парламенте принятие дополнительных мер по сокращению бюджетного дефицита, и теперь на повестке дня – отставка премьер-министра Жозе Сократеша и политический кризис, который увеличивает вероятность того, что в ближайшие недели Португалии придется обратиться за финансовой помощью.

Стоимость долга для Португалии на фоне политического кризиса продолжила рост. Вчера спред десятилетних португальских бумаг к Bunds, по данным Bloomberg, вырос до 438 б. п. При этом, как сообщает WSJ, в следующем месяце Португалии предстоит погасить долги на сумму 4,23 млрд евро, а денежные резервы правительства на данный момент составляют лишь 4 млрд евро, и очевидно, что в условиях политического кризиса привлечь деньги на рынке Португалии будет непросто. Не исключено, что bailout может оказаться единственной опцией.

Тем не менее это не все плохие новости из ЕС на сегодняшний день. Как сообщает Reuters, на саммите ЕС, который пройдет сегодня и завтра, может быть так и не принято никаких решений относительно увеличения эффективной емкости фонда EFSF из-за особенностей политического цикла Финляндии, которая сейчас распустила парламент перед выборами и не может принимать официальных решений. В таких условиях подписание всех соглашений может быть отложено до июня этого года.

Мы опасаемся, что даже нынешним исключительно сильным рынкам будет сложно проигнорировать ситуацию, когда еще одна европейская страна вот-вот обратится за финансовой поддержкой, а объем ресурсов EFSF не увеличивается. В этой связи мы не исключаем серьезного роста волатильности на глобальных рынках в ближайшее время.

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Размещение ОФЗ26204 прошло предсказуемо

Вчера Минфин предсказуемо сумел набрать нужный объем спроса на ОФЗ26204, разместив бумаг на 24,757 млрд руб. по номиналу из предлагавшихся 25 млрд руб. Ставка отсечения, как мы и ожидали, совпала с верхней границей прогнозного диапазона доходности (7,90%).

На наш взгляд, успешному размещению способствовали избыточная ликвидность, уверенность российских инвесторов в том, что ЦБ так и не решится на серьезное ужесточение денежно-кредитной политики, а также существенное снижение ставок NDF/CCS, которое произошло в последние недели. Плюс стабильность глобальных рынков в последнее время. В таких условиях нашлось достаточно количество желающих покупать длинные бумаги.

На вторичных торгах выпуск подрос примерно на 15 б. п.

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

Дебютные рублевые облигации ЗАО «БНП Париба Банк» (–/BBB/–) – премия за незнакомый риск

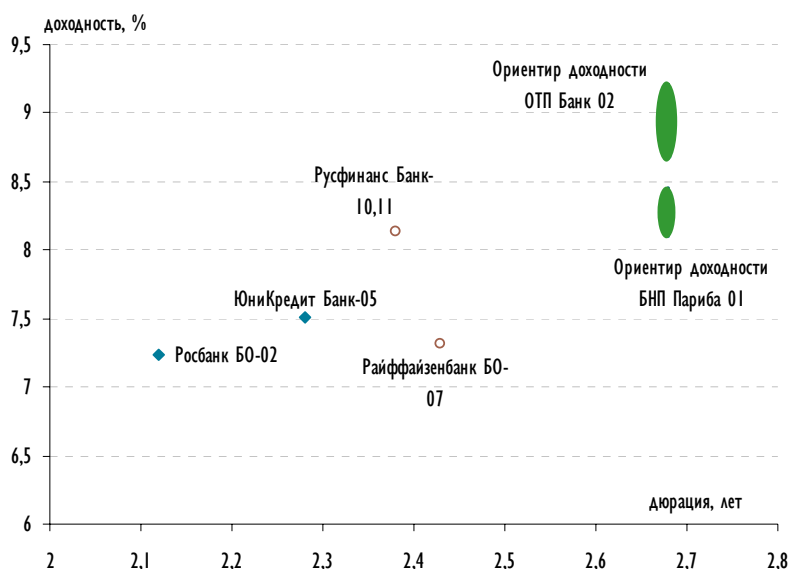
В пятницу 25 марта российская «дочка» французской банковской группы BNP Paribas (AA/Aa2/AA-) закроет книгу по дебютному выпуску 3-летних облигаций серии 01 объемом 2,0 млрд руб. Организаторы ориентируют инвесторов на диапазон купона в 8,10–8,45% годовых до погашения бумаг в 2014 году, что соответствует доходности в УТМ 8,26–8,62%.

Очевидно, что ключевым фактором кредитоспособности ЗАО «БНП Париба Банк» является поддержка со стороны акционера, рейтинги которого существенно превышают суверенные рейтинги России (более того, аналитики S&P, к примеру, оценивают вероятность поддержки со стороны материнской структуры как «почти абсолютную»). В то же время собственную кредитоспособность банка оценить затруднительно (в частности, мы обращаем внимание на доступность лишь РСБУ-отчетности организации).

Из российских дочек западных финансовых групп, имеющих длинные выпуски рублевых облигаций, наиболее сопоставимым с БНП Париба Банком по масштабам бизнеса является Русфинанс Банк (–/Baa3/–), однако выпуски облигаций Русфинанс 10 и 11 не являются ликвидными.

К обращающимся долгам существенно более крупных и прозрачных Росбанка (BB+/Baa3/BBB+) и ЮниКредит Банка (BBB-/–/BBB+) облигации БНП Париба Банка, по нашему мнению, должны предлагать премию порядка 50–75 б. п. (с учетом премии за дюрацию). Исходя из текущих уровней (см. график), БНП Париба имеет все шансы закрыть книгу по нижней границе диапазона организаторов – или даже ниже ее.

Облигации российских «дочек» западных финансовых групп*



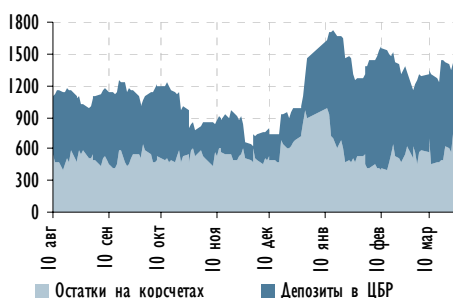
* сплошной заливкой отмечены ликвидные выпуски, «пустым» кружкам соответствуют неликвидные инструменты
Источник: ММВБ, Газпромбанк

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)



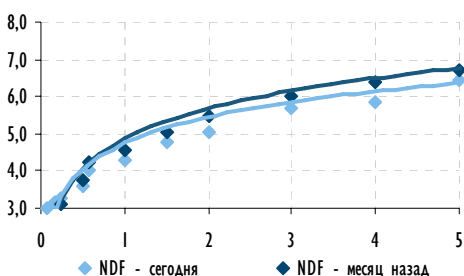
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

На денежном рынке затишье до пятницы

Стоимость заимствования о/п для первоклассных заемщиков на рынке МБК в среду преимущественно находилась в диапазоне 2,5–2,8%, и лишь отдельные сделки совершались по ставкам выше доходности депозитов о/п в ЦБ (3,0%). Сегодня банки выставляют котировки на уровне 3,25–3,75%, что примерно на 50–75 б. п. выше, чем вчера на открытии. Подобная динамика может быть обусловлена стремлением кредитных организаций подстраховаться в преддверии выплат акцизов и НДС (завтра), однако имеющийся на балансах объем ликвидности, по нашему мнению, должен обеспечить безболезненное прохождение данного этапа. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ по состоянию на утро четверга превысила 1,45 трлн руб.

Вчера на банковские депозиты поступили бюджетные средства, привлеченные накануне в рамках проведенного Минфином аукциона (20,1 млрд руб.), а также купонные выплаты по ОФЗ (3,5 млрд руб.). И хотя эти поступления были компенсированы оттоком средств на покупку ОФЗ26204 в размере 24,4 млрд руб., совокупное изменение ликвидности составило +24,3 млрд руб.: таким образом, дополнительный приток осуществлялся по каким-то внешним каналам (интервенции ЦБ на валютном рынке и/или бюджетные расходы).

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Номос-Банк
S&P/Moody's/Fitch –/Ba3/BB-

Номос-Банк: к IPO готов! Сильные результаты 2010 года по МСФО

Новость: Вчера Номос-Банк опубликовал консолидированную отчетность за 2010 г. по международным стандартам. Она учитывает финансовые результаты Ханты-Мансийского Банка с момента приобретения Номос-Банком контрольного пакета организации (завершено 16 декабря 2010 г.). Как следствие, наиболее ощутимое влияние консолидация ХМБ оказала на балансовые показатели группы (активы ХМБ на конец 2010 г. по МСФО – 168,3 млрд руб. при 530,2 млрд руб. у всей группы Номос-Банка), в то время как эффект на P&L был минимален.

Комментарии: Отчетность Номос-Банка выглядит сильно, как с количественной (во многом объясняется приобретением ХМБ), так и с качественной точек зрения. В частности, обращает на себя внимание устойчивость чистой процентной маржи организации во второй половине 2010 г.: по нашим подсчетам, без учета ХМБ показатель составил 5,4% в 3К10 и 5,3% в 4К10 против 5,0% по итогам 1П10 (у ХМБ в 2010 г. чистая процентная маржа, по нашим оценкам, равнялась 4,4%). По итогам 2010 г. группа Номос-Банка заработала рекордные 7,4 млрд руб. чистой прибыли (с учетом результатов ХМБ за весь 2010 год – 10,4 млрд руб., что должно подстегнуть интерес инвесторов в рамках грядущего IPO).

Наиболее ярким моментом отчетности для нас выглядит резкое снижение доли NPL с просрочкой платежей более 90 дней в валовом кредитном портфеле банка: с 6,4% на 30 сентября (без учета ХМБ) до 2,4% на 31 декабря (с учетом ХМБ). Насколько мы понимаем, ключевым объяснением данного феномена является активное списание и продажа проблемных долгов банком в 4К10. В то же время нельзя не обратить внимания на то, что NPL ХМБ были учтены на нетто-основе, то есть за вычетом сформированных резервов; при учете их валовой величины доля NPL в портфеле оказалась бы немного больше – 3,1% (данная информация содержится в презентации Номос-Банка).

После приобретения ХМБ совокупная достаточность капитала Номос-Банка по Базельским нормативам снизилась до отметки в 15,6% (на конец 9М10 было 19,9%), что, тем не менее, представляется нам достаточным уровнем, учитывая высокие показатели рентабельности банка, исключительно низкий объем NPL и грядущее IPO. Стоит также заметить, что консолидация ХМБ, зависящего от краткосрочного фондирования в несколько большей степени, отрицательно сказалось на позициях группы Номос-Банка по ликвидности: на конец 2010 г. кумулятивный дефицит на горизонте до 1 года составил 35,9 млрд руб. (в том числе -23,9 млрд руб. для самого ХМБ).

Насколько мы понимаем, после консолидации ХМБ группа Номос-Банка стала второй по величине активов частной банковской группой страны. При этом организация отличается среднеотраслевым уровнем маржи, а также исключительно «чистым» балансом (насколько позволяет об этом судить МСФО-отчетность). Как следствие, мы видим определенный потенциал репрайсинга, при котором рублевые и долларовые облигации Номос-Банка уйдут по доходности ниже инструментов других крупнейших частных банков (МДМ, Zenit, Промсвязьбанк). В то же время многое будет зависеть от того, насколько успешно группа будет функционировать после консолидации, что сейчас прогнозировать трудно.

Финансовые результаты Номос-Банка по МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	7,1	13,2	17,5	14,4
Чистые комиссионные доходы	1,3	1,6	1,8	2,1
Операционные доходы	11,0	15,0	24,9	21,3
Операционные расходы	(4,1)	(5,5)	(7,2)	(8,0)
Резервы под обесценение кредитов	(2,4)	(5,1)	(11,5)	(3,3)
Чистая прибыль	3,4	3,5	4,3	7,4
Денежные средства и эквиваленты	12,3	18,3	27,5	55,3
Средства в других банках	11,2	15,0	13,4	26,8
Ценные бумаги и деривативы	34,3	38,9	59,2	82,1
Чистый кредитный портфель	132,2	187,7	162,6	339,3
Средства ЦБ	0,0	20,4	13,7	0,0
Средства других банков	40,2	41,0	34,7	56,8
Средства клиентов	85,2	116,1	134,2	313,4
Долговые ценные бумаги	31,7	46,9	32,5	67,6
Субординированный долг	4,1	9,8	22,7	27,1
Собственный капитал	24,5	32,5	36,6	57,9
Всего активов	199,0	277,8	277,1	530,2
Ключевые показатели				
Рентабельность капитала (ROAE)*	17,3%	12,2%	12,1%	17,9%*
Рентабельность активов (ROAA)*	2,2%	1,5%	1,6%	2,4%*
Чистая процентная маржа (NIM)*	4,8%	6,0%	6,9%	5,1%*
Расходы/Доходы	37,0%	36,5%	29,0%	37,6%
Нетто кредитный портфель/Депозиты	155,1%	161,7%	121,2%	108,3%
Фондирование связанных сторон, % от обязательств	6,1%	6,2%	8,5%	3,7%
NPL/Кредиты, %	0,1%	1,6%	6,2%	2,4%
Резервы/Кредиты, %	4,8%	5,9%	9,5%	4,4%
Покрытие NPL резервами, х	43,5	3,7	1,5	1,8
Достаточность капитала I уровня (Tier I)	-	11,2%	13,8%	10,6%
Достаточность капитала (TCAR)	14,9%	14,9%	22,6%	15,6%
Денежные средства/Активы	6,2%	6,6%	9,9%	10,4%

* чтобы избежать искажения, значения данных показателей за 2010 год соответствуют Номос-Банку без учета данных Ханты-Мансийского Банка
Источник: компания, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)



Сбербанк
S&P/Moody's/Fitch –/Baa1/BBB

Телефонная конференция по итогам отчетности Сбербанка за 2010 год – без сюрпризов

Новость: Вчера состоялась телефонная конференция с руководством Сбербанка по результатам отчетности за 2010 год. Основные моменты, на которых мы хотели бы остановиться, следующие:

- ▶ Все основные прогнозы на 2011 год, сделанные ранее, пока остаются в силе: руководство ожидает рост корпоративного/розничного кредитных портфелей на 13–15%/18–23% соответственно, чистую процентную маржу на уровне 6,1–6,3% (с возможностью роста до 6,2–6,4%) и не ожидает чистого снижения резервов; чистая прибыль должна составить 230–250 млрд руб.
- ▶ Скачок чистой процентной маржи в 4К10 (по нашим подсчетам, 6,8% против 6,1% в 3К10) был охарактеризован как единовременное событие (уже в первом квартале маржа должна вернуться к 6,1–6,3%.
- ▶ Сбербанк считает резкий рост доли реструктурированных кредитов (12,1% против 8,9% в 3К10) сезонным и опять же единовременным событием. Руководство также заверило, что, в отличие от кризисных времен, лишь незначительная часть таких кредитов являются проблемными (отказавшись, впрочем, предоставить конкретные цифры.
- ▶ В ближайшее время банк, по рекомендации наблюдательного совета, должен выработать новую дивидендную стратегию, которая, вероятно, будет предусматривать более высокий уровень дивидендных выплат. Сбербанк также подтвердил, что вскоре будет раскрыта информация по программе депозитарных расписок в Лондоне.

Комментарий: В целом никаких «откровений» мы не услышали – Сбербанк остается консервативным в отношении чистой процентной маржи, перспектив роспуска резервов, а следовательно, и прибыли в 2011 г. Мы нейтрально оцениваем итоги телефонной конференции (наш развернутый комментарий по отчетности за 2010 г. по МСФО см. в Ежедневном обзоре долговых рынков от 22 марта 2010 г.).

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 01

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)

РусГидро
S&P/Moody's/Fitch BB+/Ba1/BB+

РусГидро опубликовала отчетность по РСБУ за 2010 г.

Новость: РусГидро, крупнейшая публичная генерирующая компания России, опубликовала вчера свою отчетность по российским стандартам за 2010 г. Выручка составила 88,98 млрд руб. (+13% г/г), EBITDA – 51,75 млрд руб. (+3%), чистая прибыль увеличилась в 3,7 раза до 37,96 млрд руб.

В 2011 г. РусГидро ожидает роста выработки электроэнергии на 11–15% благодаря продолжающемуся восстановлению СШГЭС и улучшению гидрологической ситуации. Отдельно отметим, что представители РусГидро не подтвердили опубликованные вчера в Ведомостях прогнозы на 2011–2015 гг.

Как сообщается в презентации РусГидро, менеджмент компании намерен предложить совету директоров утвердить рекомендации к годовому собранию акционеров с решением выплатить дивиденды за 2010 год. Однако размер возможных дивидендов пока не раскрывается.

Комментарий: Напомним, что обычно отчетность РусГидро по РСБУ в существенной степени сопоставима с результатами по МСФО в части финансового долга и ликвидности. В то же время объемы выручки по российским стандартам включают главным образом продажу электроэнергии и мощностей (без учета энергосбытовых компаний), а потому составляют порядка 60–70% консолидированной выручки по МСФО.

РусГидро показала слабую динамику по выручке, что обусловлено сокращением выработки электроэнергии и снижением тарифа на мощность для станций РусГидро на 2010 г., по нашим расчетам, в

среднем на 5,3%. Выработка компании в прошлом году упала на 11,8% до 72 млрд кВт-ч, что связано с аварией на Саяно-Шушенской ГЭС (-31% г/г) и негативными гидрологическими условиями, сложившимися в европейской части России (-13,4% по региону).

В то же время в 2010 г. росла доля продаж по свободным ценам (60% в 1-м полугодии и 80% во 2-м), а восстановление спроса способствовало положительной динамике цен на рынке на сутки вперед: в среднем ценовой индекс I ценовой зоны вырос на 33%, II зоны – на 17%.

На расходах существенно сказался рост закупок электроэнергии и мощности, в т. ч. в рамках свободных двусторонних договоров.

Согласно вчерашним заявлениям руководства РусГидро, в 2011 г. компания рассчитывает привлечь не менее 15,0 млрд руб. заимствований. В то же время, учитывая ее отличные кредитные метрики (по итогам 2010 г. соотношение «Долг/ЕБИТДА» по РСБУ составило 0,7х, в то время как на середину 2010 г. по МСФО было 0,4х), данные новые долги окажутся далеко не критическими.

К рублевым еврооблигациям RusHydro 2015_RUB (YTM 8,2% @ октябрь 2015 г.), предлагающим чуть более 30 б. п. спреда к бумагам ФСК, на текущих уровнях мы относимся нейтрально. Нашим фаворитом среди рублевых еврооблигаций остается RSHB 2016_RUB (YTM 8,7% @ март 2016 г.).

Финансовые результаты РусГидро за 2010 год по РСБУ, млн руб.

	2010	9M10	2009	г/г
Выручка	88 979	64 715	78 996	12,6%
<i>в т.ч. продажа э/э</i>	<i>40 630</i>	<i>29 255</i>	<i>27 350</i>	<i>48,6%</i>
<i>в т.ч. продажа мощности</i>	<i>48 042</i>	<i>35 241</i>	<i>51 344</i>	<i>-6,4%</i>
Валовая прибыль	43 610	34 492	42 291	3,1%
Чистая прибыль	37 963	30 106	10 329	267,5%
ЕБИТДА	51 754	40 535	50 396	2,7%
<i>Чистая рентабельность, %</i>	<i>42,7%</i>	<i>46,5%</i>	<i>13,1%</i>	<i>+29,6 п.п.</i>
<i>Рентабельность ЕБИТДА, %</i>	<i>58,2%</i>	<i>62,6%</i>	<i>63,8%</i>	<i>-5,6 п.п.</i>
Долг	37 210	17 239	18 048	106,2%

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)

АСР
S&P/Moody's/Fitch –/B2/B

Fitch повысило рейтинг АСР до «В», присвоив стабильный прогноз. Облигации неинтересны на текущих уровнях

Новость: Агентство Fitch вчера повысило рейтинг Группы АСР на одну ступень, с «В-» до «В», присвоив стабильный прогноз. Мотивацией для повышения рейтинга стало заметное улучшение ситуации с ликвидностью. В результате привлечения новых долгосрочных ресурсов (в частности, кредитной линии в банке «ВТБ Северо-Запад» объемом 5 млрд руб. на семь лет), доля короткого долга на конец 2010 г. в общей структуре кредитного портфеля сократилась до 13% (по сравнению с почти 30% по итогам 1П10). При этом больше половины погашений приходилось на период с 2015 г. и далее.

Помимо роста ликвидности, Fitch отмечает улучшающиеся перспективы рынка недвижимости в России, вероятные выгоды, которые компания может получить от активной реализации крупных инфраструктурных проектов как один из крупнейших производителей стройматериалов, а также позитивный эффект для операционных показателей от запуска в 1П11 строящегося цементного завода. Агентство ожидает роста продаж на 2–3% в 2010 г. и 6–8% в 2011 г, рентабельность ЕБИТДА – на уровнях порядка 17–19% и 20–22% соответственно; при этом соотношение «Долг/ЕБИТДА» составит 3,3–3,5х в 2010 г. и вырастет до 3,6–3,8х в 2011 г., ожидает агентство.

Комментарий: В целом позитивные рейтинговые действия по компании были ожидаемыми, учитывая повышенное внимание, уделяемое позиции ликвидности АСР в предыдущих пресс-релизах Fitch, и ее существенное улучшение в прошлом году. Дальнейшие перспективы улучшения



рейтинга, на наш взгляд, будут сдерживаться ожидаемым ростом долговой нагрузки: недавно АСР сообщила, что планирует увеличить долг на 6 млрд руб. до 37–38 млрд руб. в 2011 г. (+19%) за счет средств от размещения биржевых облигаций и новых кредитов Сбербанка (4 млрд руб.), которые будут направлены на новые инвестпроекты (в частности, строительство кирпичного завода в Ленинградской области).

Мы не видим торговых идей в торгующихся выпусках АСР на текущих уровнях доходности. На днях компания закрыла книгу по размещению трехлетнего выпуска АСР БО-3 с купоном 9,5%, доходность к погашению – около 9,7%. Мы оценивали справедливый уровень ближе к верхней границе первоначального ориентира компании (9,88%–10,14% годовых). Подробнее наше мнение по поводу кредитного профиля АСР мы приводили в «Мониторе первичных размещений» от 21 марта 2011 г.

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
24.03.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
25.03.2011	Уплата акцизов, НДС	
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
28.03.2011	Уплата налога на прибыль	
29.03.2011	Оферта Татфондбанк, 5	2 000
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
30.03.2011	Оферта Метрострой Инвест, 1	1 500
	Купонные выплаты по ОФЗ	3 600
	Размещение ОФЗ-25075 и ОФЗ-26203	20 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
31.03.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
25.03.2011	Магнит: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
28.03.2011	Черкизово: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
31.03.2011	Евраз: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
07.04.2011	Vimpelcom Ltd.: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
27.04.2011	ТНК-ВР: финансовые результаты по US GAAP	1К11
29.04.2011	Газпром: финансовые результаты по МСФО	4К10 и 2010 г.
29.04.2011	Татнефть: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель	ТНК-ВР Холдинг: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
апрель	Башнефть: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA
начальник управления
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Туинов
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шалшаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03
Артем Спасский
+7 (495) 989 91 20
Светлана Голодикина
+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Денис Войниконис
+7 (495) 983 74 19

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48**Алексей Семенов**
директор
+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59
+8 (800) 200 70 88
broker@gazprombank.ru

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 988 23 73
Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 719 17 74

Трејдинг

Елена Капица
+7 (495) 983 18 80
Дмитрий Рябчук
+7 (495) 428 49 80**Вера Ярышкина**
+7 (495) 980 41 82**Себастьян де Принсак**
+7 (495) 989 91 28**Роберто Пещименти**
+7 (495) 989 91 27

Продажи

Александр Лежнин
+7 (495) 988 23 74**Никита Иванов**
+7 (495) 989 91 29**Анна Нифанова**
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трејдинг

Денис Филиппов
+7 (495) 428 49 64**Дамир Терентьев**
+7 (495) 983 18 89**Тимур Зубайраев**
+7 (495) 913 78 57

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.