

14 октября 2011

Fixed Income Daily

Прогноз по рынкам на сегодня

Факторы влияния на котировки на сегодня

Низкие цены на рублевом долговом рынке	Позитивно
Растет профицит бюджета РФ	Позитивно
Ждем укрепления рубля сегодня	Позитивно
Банки могут придерживать ликвидность перед налогами	Негативно
Начался период отчетности в США, дополнительная неопределенность для рынков	Негативно
Помощь Греции отложена до ноября	Негативно

Денежный рынок

14 окт + погашение ОБР-20

Макро по РФ

14 окт - объем денежной базы в узком определении (ЦБР)

14-17 окт - индекс цен производителей промышленных товаров в сен 2011 г

Евгений Воробьев
 evgeny.vorobiev@otkritie.com

Рынок рублевых облигаций

На рублевом рынке ключевым драйвером и индикатором для котировок бондов будут движения на валютном рынке.

С утра рубль уже укрепился выше 31 рубля за доллар. С одной стороны, это хорошо для рублевых активов, с другой – банки могут продавать валюту для формирования достаточного объема рублевой ликвидности перед началом налогового периода в понедельник (17 октября) следующей недели, и не торопиться покупать бонды.

Москва выкупила бондов 61-64 серии на 6.5 млрд руб. Это весьма скромный размер, около 10% потенциального объема, не ждем влияния на котировки.

Минфин опубликовал весьма хорошие данные по бюджету РФ – профицит вырос до 2,8%, позитивно для рублевого рынка, и особенно сектора ОФЗ в перспективе до конца года.

РЕКОМЕНДАЦИЯ: Второй день подряд рекомендуем пользоваться возможностью и фиксировать прибыль перед налоговым периодом. К масштабным покупкам со среднесрочным периодом инвестирования можно будет вернуться ближе к концу Октября.

Корпоративные новости

Вчера группа ЧТПЗ (NR) озвучила финансовые результаты за 1П11. Свежие цифры в очередной раз подтвердили крайне уязвимый кредитный профиль компании. На наш взгляд, вложения в рублевые облигации ЧТПЗ являются весьма высокорискованной инвестицией.

Денежный рынок

На следующей неделе банки выплачивают налоги, сегодня (14 октября) игроки могут придерживать ликвидность, негативно для рублевых бондов.

Сегодня ставки кредитов овернайт будут находиться в коридоре 4,75-5,25% годовых.

Форекс

Не исключаем продаж валюты для формирования подушки рублевой ликвидности перед выплатой налогов, может привести к укреплению рубля сегодня. **Сегодня рубль будет торговаться в коридоре 36,00-36,30 руб за корзину.**

Среднесрочные факторы влияния на цены

- Большое количество дешевых выпусков на рублевом долговом рынке – **ПОЗИТИВНО**
- Возможно до конца года Минфин не будет больше продавать ОФЗ – **ПОЗИТИВНО**
- Существенный профицит федерального бюджета РФ, правительство будет тратить по 1,3 трлн руб в месяц до конца года - **ПОЗИТИВНО**
- ЦБ РФ и Минфин предоставляют большой объем рублевой ликвидности игрокам при необходимости - **ПОЗИТИВНО**
- Очень волатильный спрос на рублевую ликвидность - **НЕГАТИВНО**
- Афины могут остаться без наличных денег уже в середине ноября, если международное сообщество не выделит 8 млрд евро помощи - **НЕГАТИВНО**
- Высокая вероятность дефолта Греции - **НЕГАТИВНО**
- Существует опасность рецессии в США и Еврозоне в среднесрочной перспективе – **НЕГАТИВНО**

Финансовые результаты группы ЧТПЗ, IFRS

млн. руб.	2009	1П10	2010	1П11
Выручка	56 079	37 645	85 401	63 109
Операционная прибыль	3 421	6 494	13 824	9 897
ЕБИТДА	5 765	7 786	16 886	12 285
Чистая Прибыль	(4 446)	3 010	4 739	4 155
Активы	89 406	103 693	112 915	132 623
Денежные средства	3 644	4 205	3 623	2 663
Финансовый долг	64 437	74 536	85 837	98 220
долгосрочный	19 742	36 120	39 372	47 542
краткосрочный	44 695	38 416	46 465	50 678
Чистый долг	60 793	70 331	82 214	95 557
Капитал	2 182	3 004	4 717	8 940
Рен-ть по ЕБИТДА	10.3%	20.7%	19.8%	19.5%
Рен-ть по чистой прибыли	-	8%	5.6%	6.6%
Финансовый долг/Активы	72%	72%	76%	74%
Финансовый долг/ЕБИТДА	11.2	4.8	5.1	4.0
Чистый долг/ЕБИТДА	10.5	4.5	4.7	3.9
ЕБИТДА/проценты	0.6	1.8	1.9	2.4
Капитал/Активы	2.5%	3%	4%	7%

Источник: данные компании, Открытие Капитал

Ольга Николаева
olga.nikolaeva@otkritie.com

Группа ЧТПЗ (NR): неутешительные финансовые результаты за 1П11 г.

Рост себестоимости все больше дает о себе знать.

Кредитный профиль компании выглядит уязвимым. На фоне роста объемов реализации (отгрузка труб возросла на 41% год к году), а также благоприятной ценовой конъюнктуры в 1П11 ЧТПЗ удалось нарастить продажи более чем на 67% (год к году), до 63 млрд. руб. Относительно 2П10 выручка увеличилась на 32%. Это, по большей части, все положительные моменты, которые мы отметили в свежей отчетности. Вместе с тем, из-за растущего давления со стороны издержек рентабельность деятельности продолжает снижаться: в 1П11 маржа по ЕБИТДА составила 19.5%. Годом ранее этот показатель равнялся 20.7%. Из-за масштабных инвестиций в оборотный капитал ЧТПЗ вышла в отрицательную зону еще на уровне операционного денежного потока. Чтобы профинансировать сверху еще и капитальные вложения (6.5 млрд. руб. в 1П11), компании пришлось увеличивать и без того существенный по размерам долговой портфель. С начала года финансовый долг добавил почти 15%. В результате долговая нагрузка по итогам 1П11 так и осталась на «опасных уровнях»- 3.9x в терминах Чистый долг/ЕБИТДА (4.7x на начало года). На наш взгляд, с учетом весьма благоприятных внешних условий, которые были в тот момент, ЧТПЗ могла бы продемонстрировать более впечатляющую динамику. Еще большее беспокойство вызывает ликвидная позиция компании: на долю краткосрочных кредитов приходится свыше половины от всего объема задолженности. С учетом резко ухудшающейся операционной среды такое положение дел может оказаться достаточно опасным. Уже после отчетной даты в прессе появились новости, что из-за отсутствия заказов, которые были отозваны нефтяными компаниями, ЧТПЗ остановила цех по производству труб большого диаметра. Простой, предположительно, продолжался около трех недель. Принимая во внимание, что на данный вид продукции приходится больше половины от общего объема реализации компании, данное событие может оказать ощутимый негативный эффект на денежные потоки. Также в очередной раз было отложено IPO, поступления от которого должны были обеспечить погашение коротких займов. Более того, как стало известно, собственники ЧТПЗ, напротив, выкупают акции компании с рынка, таким образом уже консолидировав 95%.

На наш взгляд, вложения в рублевые облигации ЧТПЗ-высокорискованная инвестиция. На текущий момент в обращении находятся два коротких выпуска рублевых облигаций ЧТПЗ, которые к тому же не отличаются высокой ликвидностью. Судя по уровню доходности, который предлагают данные бумаги (порядка 18-20%), инвесторы оценивают риск эмитента как весьма высокий. Мы бы, в свою очередь, рекомендовали воздержаться от покупок данных облигаций.

Основные параметры бюджета Калужской области

	8 мес. 2011	% Исполн плана	2011 П	%
Доходы бюджета, всего	19,511.40	63.55%	30,700.50	9.00%
Налог на прибыль организаций	4,165.90	48.44%	8,601.00	34.08%
НДФЛ	4,409.80	59.66%	7,391.10	14.43%
Безвозмездные поступления	5,185.70	83.47%	6,212.50	-10.40%
Расходы бюджета, всего	19,102.30	52.45%	36,420.00	18.94%
Собственные доходы	14,325.70	58.50%	24,488.00	15.33%
Доля собственных доходов	73.40%	-	79.80%	-
Профицит (дефицит) бюджета	409.1	-	-5,719.60	133.06%
Доля дефицита в собственных доходах	2.90%	-	-23.40%	-
Объем госдолга	18,984	-	19,005	15.68%
Госдолг/собственные доходы	0.87	-	0.78	-

Источник: данные и прогнозы правительства Калужской области

Максим Гребцов
maksim.grebtsov@otkritie.com

Калужская область. Результаты исполнения бюджета за 8 месяцев 2011 года. Собственные доходы продолжают рост, долговая нагрузка высока, но стабильна

Несмотря на то, что поддерживать темпы роста собственных доходов на уровнях 2010 года в силу цикличности одного из ключевых его источников (НПО) достаточно сложно, судя по всему Калужской области это удается.

После увеличения собственных доходов на 64,5% в 2010 году (за счет роста более чем в два раза поступлений налога на прибыль и налогов на товары и услуги), по итогам 8 месяцев 2011 года область демонстрирует рост собственных доходов на 3,54% относительно 8 месяцев 2010 года. И если в 2010, как уже говорилось, основным драйвером стал НПО, то теперь за рост ответственны НДФЛ (+12,87%) и налоги на товары и услуги (+11,04%). План по собственным доходам тем самым выполнен на 58,5% - также достаточно неплохой результат. Несколько портит общую картину опережающий рост безвозмездных поступлений (83,5% плана).

Расширение собственной налоговой базы сопровождается дальнейшим стремительным ростом промышленного производства – в 2010 году область продемонстрировала рост показателя на 44,8%, за 8 месяцев 2011 года он составил 31,1%. Это по-прежнему лучший результат среди всех регионов. Объем иностранных инвестиций несколько сократился по сравнению с 1 полугодием 2010 года, тем не менее, мы считаем, что значительные инвестиции в расширение производственного сектора в ближайшие годы продолжит быть ключевым драйвером роста экономики и налоговой базы области.

Прогноз по доле собственных доходов предполагает рост с 75,38% в 2010 году до 79,76% в 2011. Мы склонны считать, что в результате этот показатель будет лишь немного лучше 2010 года.

Процент исполнения бюджета по расходам пока составляет 52,45%. Общий объем расходов запланирован на уровне 36,42 млрд. руб. (+18,94% YoY) при дефиците бюджета в 5,72 млрд. руб., тем не менее, мы склонны считать, что фактические расходы будут несколько меньше заложенных в бюджете, а учитывая продолжающийся уверенный рост собственных доходов, дефицит также не будет столь значительным, однако и радикального сокращения мы не ждем.

Объем долга в номинальном выражении к концу года может достичь 19 млрд. руб. (+15,68% YoY), что, тем не менее, не скажется на отношении «долг/собственные доходы», которое прогнозируется властями на уровне 0,78x. Высокая долговая нагрузка является основным негативным фактором для кредитного профиля региона – она одна из самых высоких среди российских регионов.

Тем не менее, во многом это компенсируется структурой долга и комфортным графиком погашения. 40% долга представляют собой гарантии (которые в данном случае мы относим к прямому долгу) по амортизируемым кредитам Внешэкономбанка Корпорации Развития Калужской области с погашением в 2018-2019 годах.

Но при этом на 2012 год приходится значительный объем погашений – последние доступные нам публичные данные отражают ситуацию на конец весны 2011 года. На тот момент к погашению было запланировано 5,5 млрд. руб. При этом в бюджете на 2011-2013 годы к погашению указаны обязательства всего на 2,13 млрд. руб. В 2012-2013 годах региону предстоит постепенно замещать бюджетные кредиты рыночным долгом.

Ситуация с ликвидностью достаточно неплохая. На 01.01.2011 года объем свободных денежных средств составлял примерно 1,8 млрд. руб., что позволяет обслуживать текущие обязательства.

В обращении на текущий момент находятся три выпуска облигаций области, однако в последние недели активность в наиболее ликвидном длинном выпуске Калужской области 34005 резко снизилась. Вследствие этого мы нейтрально смотрим на обращающиеся бумаги, но сохраняем позитивный взгляд на кредитное качество региона. Также мы не исключаем в перспективе ближайшего года дальнейшего повышения рейтинга области.

Максим Гребцов
maksim.grebtsov@otkritie.com

Правительство Москвы передает в федеральную собственность свою долю в ОАО «Аэропорт Внуково» (74,74%), получая в обмен 15 млрд. руб. наличными денежными средствами, а еще 30 млрд. руб. – еврооблигациями Россия 30. Сделка, возможно, завершится до конца года

Власти Москвы продолжают избавляться из непрофильных активов, хотя сейчас не лучшее время для их реализации и успешная и скорая продажа их части вызывает сомнения (мы бы не ждали значительного спроса инвесторов, к примеру, на долю Москвы в Фабрике-прачечной №4, Хлебозаводе №28, а подобные активы занимают значительную долю в общем плане приватизации). Часть намеченных на начало осени аукционов была перенесена на более поздние сроки, некоторые активы сняты с торгов без объяснения причин.

Обмен доли во «Внуково» на наш взгляд позитивен для кредитного профиля города и еще больше убеждает нас в том, что, несмотря на заложенный в бюджете на 2011 год дефицит (243 млрд. руб.) город способен добиться его значительного сокращения (если сделка будет закрыта до конца года) или даже исполнения бюджета «в ноль».

Если сделка по «Внуково» будет закрыта только в следующем году, это будет говорить в пользу ранее озвучивавшихся заместителем мэра города Андреем Шароновым прогнозов того, что бюджет 2012 году будет исполнен с минимальным дефицитом за счет значительных переходящих остатков бюджета и «довольно больших поступлений от продажи имущества», не смотря на рост социальных и инфраструктурных расходов.

При этом не совсем ясно заявление г-на Шаронова, что «в 2012 году мы будем наблюдать пик доходов от продажи имущества», тогда как наиболее привлекательные и крупные активы (за исключением, пожалуй, именно «Внуково» и нескольких объектов недвижимости) уже проданы.

Для руководства города даже приближение к бездефицитности (наряду с успехами по сокращению долга) было бы политически весьма благоприятным событием. Однако достижение успеха за счет разовых поступлений от продажи крупных активов не устраняет некоторой неопределенности в будущем. Пока не ясно, насколько большое давление на расходную часть бюджета в ближайшие годы будет оказывать освоение вновь присоединенных к Москве территорий. Кроме того город планирует масштабные вложения в транспортную инфраструктуру - ожидается, что на программу развития транспортной инфраструктуры Москвы в 2012 году будет направлено 19,3% планируемого объема расходов.

ЗАСВИДЕТЕЛЬСТВОВАНИЕ АНАЛИТИКОВ

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики свидетельствуют, что:

- 1) отраженная в отчетах точка зрения в точности отражает их личный взгляд на рассматриваемые ценные бумаги или эмитента,
- 2) размер их вознаграждения ни полностью, ни частично не зависит, не зависит и не будет зависеть прямо или косвенно от конкретных рекомендаций или точки зрения, изложенных аналитиком в подготовленных Группой «Открытие» отчетах.

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики получили вознаграждение, размер которого базируется на различных факторах, в том числе на совокупных доходах группы «Открытие», часть которых поступает в результате инвестиционно-банковской деятельности Группы «Открытие».

Общие ограничения ответственности

Настоящий отчет подготовлен Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО Финансовая корпорация «Открытие». ОАО Финансовая корпорация «Открытие», ее дочерние и зависимые общества и филиалы именуются здесь как Группа «Открытие». Otkritie Capital – это мировое торговое наименование Группы «Открытие» и ее аффилированных обществ по всему миру, а также является рыночной маркой, под которой Otkritie Securities Limited ведет деятельность по инвестиционному анализу в Соединенном Королевстве. Более подробную информацию о структуре группы и ее аффилированных обществах можно найти на сайте www.otkritie.com/en/about/business_structure/. Настоящий отчет подпадает под распространение только при обстоятельствах, разрешенных применимым законодательством. никоим образом данный отчет или любая его часть не представляет собой ни заявление, что любая описанная здесь инвестиционная стратегия или рекомендация подходит или предназначена для конкретных обстоятельств получателя данного отчета, ни иную личную рекомендацию.

Отчет публикуется только для информационных целей. Он не является рекламой и не должен рассматриваться как навязывание услуг или предложение купли или продажи каких-либо ценных бумаг. Представленная здесь информация не составляет проспект ценных бумаг для целей Директивы ЕС 2003/71/ЕС или Федерального закона № 39-ФЗ от 22 апреля 1994 (с поправками) Российской Федерации «О рынке ценных бумаг». Любое решение приобрести ценные бумаги по планируемой оферте следует быть принято на основании информации, содержащейся в окончательном проспекте, опубликованном в отношении такой оферты. В данном отчете не дается ни прямых, ни косвенных заявлений или гарантий в отношении точности, полноты или надежности содержащейся в нем информации, за исключением информации, касающейся ОАО ФК «Открытие», ее дочерних и аффилированных обществ. Также целью данного отчета не является полный обзор ценных бумаг, рынков или исследований, указанных в данном отчете. Группа «Открытие» не гарантирует инвесторам получение прибыли, не намерена разделять с инвесторами инвестиционные доходы, и не несет ответственности за любые инвестиционные убытки. Инвестиции подразумевают под собой риски и, принимая инвестиционные решения, инвесторы должны руководствоваться благоразумием. Инвестирование в развивающиеся рынки, такие как Россия и другие страны СНГ, и ценные бумаги развивающихся рынков подразумевает высокую степень риска, и прежде чем инвестировать, инвесторам рекомендуется провести свою собственную экспертизу. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Ценность любой инвестиции или дохода может как снизиться, так и вырасти, и инвестированную сумму не всегда можно будет вернуть. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, может быть изменено без предварительного уведомления, и может отличаться или даже быть противоположным мнению, выраженному другими бизнес - единицами или подразделениями Группы «Открытие», так как ими применяются разные критерии и предположения. Объект анализа определяется, обновляется и отклоняется только на единоличное усмотрение руководства аналитического отдела Группы «Открытие». Представленные здесь аналитические выводы базируются на множестве предположений. Различные предположения могут привести к фактически различным результатам. Аналитики, ответственные за подготовку данного отчета, могут взаимодействовать с персоналом отдела торговых операций, отдела продаж и других подразделений с целью сбора, систематизации и интерпретации информации о рынке. Группа «Открытие» не обязана следить за обновлением и актуальностью содержащейся здесь информации. При контроле потока информации из одного подразделения Группы «Открытие» в другое, Группа «Открытие» полагается на информационные барьеры. Размер вознаграждения аналитиков, подготовивших данный отчет, определяется исключительно руководством аналитического отдела и высшим руководством (за исключением инвестиционно-банковской деятельности). Размер вознаграждения аналитиков не зависит от доходов от инвестиционно-банковской деятельности, но может быть связан с доходами, полученными в результате инвестиционно-банковской деятельности ОАО ФК «Открытие» в целом, частью которой является инвестиционно-банковское производство, продажи и торговые операции.

Описанные здесь ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или для определенных категорий инвесторов. Опционы, производные инструменты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Залоговые и обеспеченные активами ценные бумаги могут повлечь высокую степень риска и могут быть очень зависимыми от колебаний процентных ставок и других рыночных условий. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Курсы обмена валют могут негативно сказаться на стоимости, цене или доходности любой ценной бумаги или инструмента, упомянутого в настоящем отчете. Для заключения сделки или по другим возникающим вопросам клиентам следует обратиться к местным торговым представителям. Ни ОАО ФК «Открытие», ни любое из ее зависимых обществ, ни любой член Группы «Открытие» или директор, сотрудник или агент не несет никакой ответственности за ущерб, причиненный в результате использования всего данного отчета или его части. Что касается финансовых инструментов, допущенных к торговле на российском или ином регулируемом рынке: ОАО ФК «Открытие», ее аффилированные и дочерние общества (за исключением Otkritie Inc.) могут выступать в роли маркетмейкера или оферента ликвидности в отношении финансовых интересов таких эмитентов. Группа «Открытие» и ее аффилированные общества и сотрудники могут иметь длинные или короткие позиции, торговать за счет собственного капитала и покупать и продавать указанные здесь инструменты или их производные.

Цены, указанные в настоящем отчете представлены только для информации и не являются оценкой конкретной ценной бумаги или другого инструмента. Мы не гарантируем, что сделка, которая возможно будет заключена, будет совершена по указанным здесь ценам. Мы также не гарантируем, что указанные цены обязательно отражают данные внутреннего учета и отчетности Группы «Открытие» или оценку, основанную на теоретической модели, и могут быть основаны на определенных предположениях. Различные предположения, используемые Группой «Открытие» или иными источниками, могут привести к совершенно разным результатам.

Соединенное Королевство и остальная часть Европы: Если иное не указано в данном документе, этот материал передается Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО ФК «Открытие», лицам, являющимся уполномоченными контрагентами или профессиональными клиентами и доступен только для таких лиц. Содержащаяся здесь информация не предназначена для розничных клиентов, соответственно им не следует на нее полагаться. Общество Otkritie Securities Limited уполномочено и регулируется Управлением по финансовым услугам (FSA). Исследования, проводимые под торговой маркой Otkritie Capital, соответствуют всем требованиям FSA и законодательства о раскрытии информации, о чем в тексте отчета даны соответствующие отсылки.

Россия: Распространяется Московским представительством Otkritie Securities Limited. **США:** Распространяется резидентам США через Otkritie Inc., являющейся членом Агентства по регулированию деятельности финансовых институтов и Корпорации защиты фондовых инвесторов, или группой, дочерним или аффилированным обществом ОАО ФК «Открытие», не зарегистрированным в США как брокер-дилер (зависимое общество, незарегистрированное в США) только крупнейшим институциональным инвестором США. При передаче отчета, подготовленного иным незарегистрированным в США зависимым обществом, гражданам США Otkritie Inc. несет ответственность за его содержание.

Все сделки, совершаемые резидентом США относительно ценных бумаг, указанных в настоящем отчете, должны осуществляться через Otkritie Inc., а не через иное аффилированное общество, не зарегистрированное в США. Несмотря на то, что оно несет ответственность за содержание настоящего отчета при передаче его инвесторам США, Otkritie Inc. не принимало участие в составлении настоящего отчета, а аналитики, проводившие аналитические исследования для данного отчета и нанятые любым незарегистрированным в США аффилированным обществом Otkritie Inc. не являются зарегистрированными/квалифицированными аналитиками Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи, и следовательно на них не распространяется ограничительное действие правил Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи по общению с исследуемой компанией, публичным выступлениям и торгуемым ценным бумагам, удерживаемым на счету аналитиков. Среди прочего, это означает, что юридическое лицо и аналитики, издавшие данный отчет, не обязаны выполнять требования по раскрытию информации и иных нормативных актов США, которые распространяются на Otkritie Inc. и его сотрудников и агентов.

Раскрытие информации в составленных Otkritie Securities Limited аналитических отчетах совершается и руководствуется законодательством Англии.

Группа «Открытие» особо запрещает дальнейшее распространение данного материала полностью или частично без письменного разрешения Группы «Открытие» и не несет ответственности за действия третьих лиц в результате такого распространения. В материалах могут быть изображены объекты или элементы, защищенные авторским правом третьих лиц, законом о торговых марках и иной интеллектуальной собственности. © Otkritie Capital 2011. Основной символ и наименование Otkritie Capital находятся среди зарегистрированных и незарегистрированных торговых марок Группы «Открытие». Все права защищены.