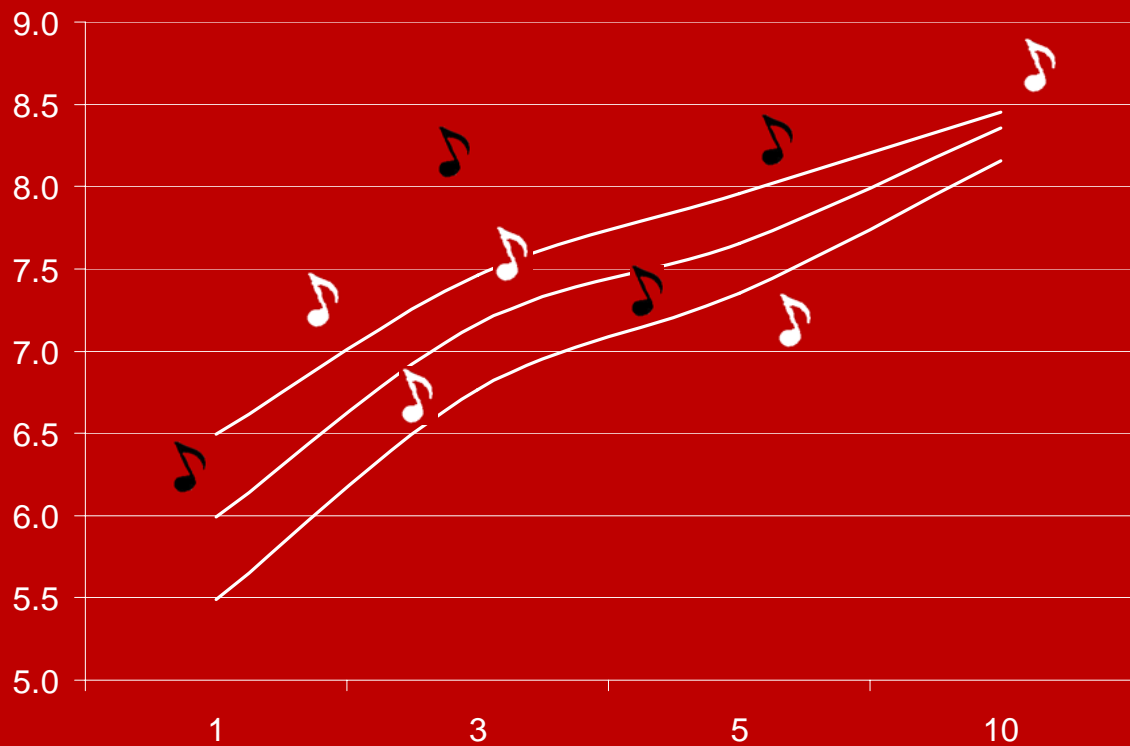


Стратегия

Долговые рынки 2011

Игра на кривой доходности



Долговые рынки

Игра на кривой доходности

Глобальные рынки

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефёдов Юрий

Nededov_YA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_AY@mmbank.ru

- § **Экономическая ситуация в мире** в конце 2010 г. улучшается; одновременно увеличивается напряжение на финансовых рынках, связанное с развитием долгового кризиса в Европе, ужесточением кредитно-денежной политики в Китае и неоднозначными действиями монетарных властей США и Европы.
- § **Долговые проблемы европейских стран не решены**, однако суверенные дефолты в 2011 году маловероятны – созданный в 2010 году стабилизационный механизм пока подтверждает свою работоспособность.
- § **Инфляционные риски будут нарастать** как в США, так и в Европе, но резкий всплеск инфляции маловероятен. **ФРС и ЕЦБ в течение года сохраняют основные ставки неизменными**. Ставки money markets и основные бенчмарки долгового рынка в среднем немного вырастут. Рост доходностей UST будет значительно ограничен неустойчивостью экономического роста в США.

Внутренний рынок в 2011 г.

- § **Ставки:** базовый сценарий на 2011 г. предполагает рост базовых ставок на 50–100 б.п., ставка рефинансирования - 8.25-8.75 % в конце года.
- § **Уровень доходности:** рост на всех сроках – 50-100 б.п. на коротком конце кривой, порядка 50 б.п. на длинном.
- § **Форма кривой:** flattening curve (уплощение кривой). Это предполагает больший рост ставок на коротком конце, чем на длинном конце кривой. Слабость экономического роста будет сдерживать инфляционные ожидания и доходности на длинных сроках.
- § **Спрэды:** декомпрессия спрэдов: ставки по третьему эшелону вырастут сильнее ставок по первому, спрэды муниципального сектора расширятся.
- § **Первичный рынок:** рекордные объемы размещения ОФЗ – по нашим оценкам, чистое привлечение порядка 620 млрд руб., корпоративный сектор - 800 млрд руб., субфедеральный – 50 млрд руб.
- § **Стоимость заимствования на внутреннем рынке:** корпоративному сектору придется бороться за спрос инвесторов, основное внимание которых будет сосредоточено на госкорпорациях и первом эшелоне. Рост ставок на внутреннем российском рынке приведет к вытеснению корпораций и банков из 1-го и 2-го эшелонов на внешние рынки.
- § **Стоимость заимствования на внешних рынках:** навес предложения российского риска, по всей видимости, приведет к росту корпоративных спрэдов на внешнем рынке.

Рекомендации

- § **Стратегии:** ставим на спрэдовые стратегии на разных сроках кривой ОФЗ в условиях сохранения саггу. Ставка на уменьшение наклона кривой. Рассредоточение портфеля вдоль основных кривых в целях сокращения общей волатильности – избегать концентрации дюрации портфеля в одной точке кривой.
- § **Инструментарий:** выпуски с плавающей ставкой с небольшим reset-period и идеи в конвертируемых облигациях.
- § **Интересные отрасли:** наиболее интересные сектора – телекомы и металлургия.
- § **Корпоративный риск:** Credit Buy Башнефть, Газпромнефть, Евраз Холдинг, ЮТК, Вимм-Билль-Данн и Копейка.
- § **Субфедеральные идеи:** восстановление кредитных метрик Московской области, города и регионы-организаторы ЧМФ-2018.

Содержание

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| ИДЕИ | 4 |
| ПРОГНОЗЫ | 5 |
| Объем рынка | |
| Ставки | |
| ИТОГИ 2010 Г. | 6 |
| ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СЕКТОР | 7 |
| МУНИЦИПАЛЬНЫЙ СЕКТОР | 8 |
| Кредитные метрики субъектов РФ | |
| Перспективы | |
| Идеи | |
| КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ | 11 |
| Первичный рынок | |
| Вторичный рынок | |
| Спрэды как индикатор перегрева | |
| Внутренний рынок: перспективы 2011 г. | |
| Первичный рынок в 2011 г. | |
| FRN – хорошая защита от роста ставок | |
| КРЕДИТНЫЕ МЕТРИКИ | 16 |
| График платежей и долговая нагрузка | |
| Кому будут нужны займы в 2011 г.? | |
| Рентабельность и долговая нагрузка | |
| Кредитный портрет отрасли | |
| Нефть и Газ | |
| Металлургия | |
| Телекоммуникации | |
| Электроэнергетика | |
| Розничные сети и потребсектор | |
| КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ | 25 |

| Идея | Обоснование | Выпуски / Кривая |
|-------------------------------------|---|--|
| Credit Buy vanilla | | |
| «Футбольные регионы» | Советуем обратить внимание на муниципальные облигации городов и регионов-организаторов ЧМФ-2018. Краснодарский край-3 все еще торгуется с «инфраструктурной премией» к кривой Самарской области. Подробнее см. специальный комментарий от 03.12.2010 «Мундиаль-2018: облигации "футбольных" центров». | НижгорОбл4-6 СамарОбл 3,4,6,5 |
| Московская область | Улучшение кредитных метрик, потенциальные позитивные рейтинговые действия. Отметим, что 16.12.10 Moody's повысило рейтинг региона на две ступени с В3 до В1. Прогноз изменен с «негативного» на «позитивный». | Кривая Московской Области |
| ВЭБ | Длинные выпуски еврооблигаций ВЭБа торгуются с более широким спредом к еврокривой России, чем рублевые бонды к ОФЗ. Потенциал сужения спреда: 20 б.п. | VEB-20, VEB-25 |
| Башнефть | Чистый долг – глубоко отрицательный, маржа на высоком уровне. Спрэд к ОФЗ порядка 200 б.п. неоправдан, справедливый спрэд – 60-80 б.п. Резкое увеличение капвложений может привести к росту соотношения Net Debt / EBITDA, но риск компании нам нравится. | Все выпуски |
| Газпромнефть | Соотношение Net debt / EBITDA сопоставимо с ЛУКОЙЛом, прогнозный уровень капвложений ниже. Потенциал сужения спреда – 20-30 б.п. 2.5-летний выпуск ЛУКОЙЛа торгуется со спредом к ОФЗ на уровне 50 б.п. | Газпромнефть БО-5, БО-6 |
| Евраз Холдинг | Первый и третий выпуски (2 года, 256 б.п. ОФЗ спрэд) должны торговаться с меньшим спредом к ОФЗ относительно Мечел БО-2 (242 б.п.). Net Debt / EBITDA 2011 Евраза ниже при сопоставимой рентабельности, а рост капвложений меньше. Аналогичная ситуация с ЕвразХолдФ-2,4 (3.5 года, 280 б.п. спрэд) и Мечел-14 (3.5 года 280 б.п. спрэд). | ЕвразХолдинг-1, 2, 3, 4 |
| МРК / Ростелеком | Ростелеком 16.12.10 объявил о конвертации в 1-м полугодии облигаций МРК в собственные. кредитные метрики консолидированного Ростелекома выглядят гораздо лучше по сравнению с большинством МРК. По нашим оценкам net debt / EBITDA Ростелекома после слияния снизится до 0.88x. Мы считаем покупки выпусков МРК интересной идеей в настоящее время. | Кривая МРК |
| ВымпелКом / МТС | Мы с опасением относимся к агрессивным планам ВымпелКома на рынке M&A и полагаем, что консервативная, ориентированная на внутренний рынок политика гораздо лучше скажется на кредитном профиле телекомов. Примером последнего может стать МТС. | Рублевая и еврокривая МТС |
| Credit Buy non-vanilla | | |
| Конвертируемый евробонд ЛУКОЙЛ-2015 | Цена актива показывает высокую устойчивость к росту доходности при сохранении цены ADR ЛУКОЙЛа в диапазоне \$ 50-60 на сроке 3 месяца. Подробнее см. специальный комментарий от 10.12.2010 «Конвертируемые облигации ЛУКОЙЛа». | EI506594 Corp (Bloomberg) |
| FRN | Ожидание роста ключевых ставок и как следствие позитивные ожидания по купону. Особое внимание на выпуски, установление купонов на которые произойдет в 1-2-м кварталах 2011 г. | АИЖК 13-12, Транснф-03, РЖД-15, 17, 14 |
| Credit Sell vanilla | | |
| Татнефть | Спрэд к ОФЗ слишком узок при более низких кредитных метриках относительно ЛУКОЙЛа. | Татнефть БО-1 |
| МОЭСК | При более высокой долговой нагрузке МОЭСК-1 (0.6 года, 123 б.п. к ОФЗ) торгуется с аналогичным ОГК-5 (0.6 года, 126 б.п. к ОФЗ) спредом к ОФЗ. Подтверждением перекупленности МОЭСК-1 является то, что МРСК Юга-2 торгуется со спредом порядка 230 б.п. при сопоставимом уровне долговой нагрузки. Справедливый спрэд порядка 180 б.п. | МОЭСК-1 |

Прогнозы

Объем рынка

Мы полагаем, что совокупный объем внутреннего облигационного рынка в 2011 г. продолжит увеличиваться (+29 %), причем заметную роль в этом росте будет играть государственный сегмент. Мы прогнозируем чистое увеличение объема рынка в государственном и корпоративном секторах на 620 млрд и 830 млрд руб. соответственно, в муниципальном и субфедеральном – на 50 млрд руб.

Прогноз объема рынка рублевых облигаций в 2011 г.

Объем внутреннего долгового рынка, млрд. руб.

| Сектор | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 О | 2011 П |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Государственный | 1 047 | 1 144 | 1 470 | 1 917 | 2 535 |
| Корпоративный | 1 203 | 1 488 | 2 181 | 2 790 | 3 624 |
| Муниципальный | 225 | 400 | 410 | 420 | 470 |
| Всего | 2 476 | 3 032 | 4 061 | 5 127 | 6 628 |
| Структура рынка, % | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 О | 2011 П |
| Государственный | 42.3 | 37.7 | 36.2 | 37.4 | 38.2 |
| Корпоративный | 48.6 | 49.1 | 53.7 | 54.4 | 54.7 |
| Муниципальный | 9.1 | 13.2 | 10.1 | 8.2 | 7.1 |
| % к ВВП | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 О | 2011 П |
| Государственный | 3.1 | 2.8 | 3.8 | 4.1 | 4.6 |
| Корпоративный | 3.6 | 3.6 | 5.6 | 6.0 | 6.6 |
| Муниципальный | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| Всего по внутреннему рынку | 7.4 | 7.3 | 10.4 | 11.0 | 12.1 |
| Темпы роста, % | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 О | 2011 П |
| Государственный | 20 | 9 | 28 | 30 | 32 |
| Корпоративный | 0 | 24 | 47 | 28 | 30 |
| Муниципальный | 0.2 | 77.7 | 2.5 | 2.4 | 11.9 |
| Всего по внутреннему рынку | 25.9 | 22.5 | 33.9 | 26.3 | 29.3 |

Источник: Оценка Аналитического департамента Банка Москвы

Ставки

При оценке уровней доходности на внутреннем рынке долга в 2011 г. мы исходим из базового предположения о росте ключевых ставок на 50-100 б.п. в следующем году. При этом, исходя из прогноза по инфляции, который предполагает всплеск в 2011 г. и постепенное затухание в последующие годы, мы считаем наиболее вероятным сценарий «уплощения» кривой ОФЗ - ставки на коротком конце кривой вырастут сильнее ставок на ее длинной части на фоне ужесточения денежно-кредитной политики.

Денежные рынки в 2011

Долговые рынки 2011г.

| Рублевые ставки, % | 2010 | 2011 |
|------------------------------------|------|-------------|
| Рефинансирования в ЦБ | 7.75 | 8.25 - 8.75 |
| Ставка по депозитам ЦБ (overnight) | 2.50 | 2.75 - 3.50 |
| MosPrime | | |
| o/n | 2.98 | 3.80 - 4.05 |
| 1M | 3.76 | 4.60 - 5.10 |
| 3M | 4.03 | 4.90 - 5.65 |
| 6M | 4.29 | 5.10 - 6.10 |
| Ставки в долларах США, % | 2010 | 2011 |
| Fed funds rate | 0.19 | 0.25 |
| 1M LIBOR | 0.26 | 0.5-0.75 |
| 3M LIBOR | 0.30 | 0.75-1.00 |
| Ставки в евро, % | 2010 | 2011 |
| ECB base rate, % | 1.00 | 1.00 |
| 3M EUR LIBOR | 0.96 | 1.5-1.75 |

| ОФЗ | 2010 | 2011 |
|----------------|-------|---------------|
| 1y | 5.49 | 6.00 - 6.50 |
| 3y | 6.76 | 7.20 - 7.50 |
| 5y | 7.35 | 7.70 - 8.00 |
| 10y | 8.16 | 8.40 - 8.50 |
| Нефин. Сектор | 2010 | 2011 |
| ВВВ-1y | 5.87 | 6.50 - 7.00 |
| ВВВ-3y | 7.65 | 8.00 - 8.30 |
| ВВ-1y | 7.26 | 7.80 - 8.30 |
| ВВ-3y | 7.92 | 8.30 - 8.60 |
| В-1y | 8.80 | 9.30 - 9.80 |
| В-3y | 9.63 | 10.50 - 10.80 |
| Фин. Сектор | 2010 | 2011 |
| ВВВ-1y | 7.01 | 7.50 - 8.00 |
| ВВВ-3y | 7.87 | 8.50 - 8.80 |
| ВВ-1y | 7.40 | 8.10 - 8.60 |
| ВВ-3y | 8.07 | 8.70 - 9.00 |
| В-1y | 9.85 | 10.70 - 11.20 |
| В-3y | 11.17 | 12.40 - 12.70 |
| Муни / Субфед. | 7.43 | 7.90 - 8.30 |

Источники: Bloomberg, Оценка аналитического департамента Банка Москвы

Итоги 2010 г.

- § На наш взгляд рынок корпоративных облигаций в конце 2010 г. демонстрирует признаки перегретости в результате роста ликвидности у банков. В 2010 г. доходности рублевых облигаций достигли исторических минимумов, опустившись ниже уровней 2007 г. Спрэды между эшелонами и различными ступенями рейтинга оказались избыточно сжаты. К концу года доходности индексов BMBI с рейтингом «B-/ B+» «BB-/BB+», и «BBB-/BBB+» с дюрацией 1 год достигли уровней 8.9 %, 7.2 % и 5.9 % соответственно.
- § Год стал богатым на размещения в корпоративном секторе. По нашим оценкам, эмитенты привлекли более 800 млрд руб. Качество предлагаемого долга осталось высоким. Первый и второй эшелоны занимают более 85 % объема рынка – 44 % и 41 % соответственно

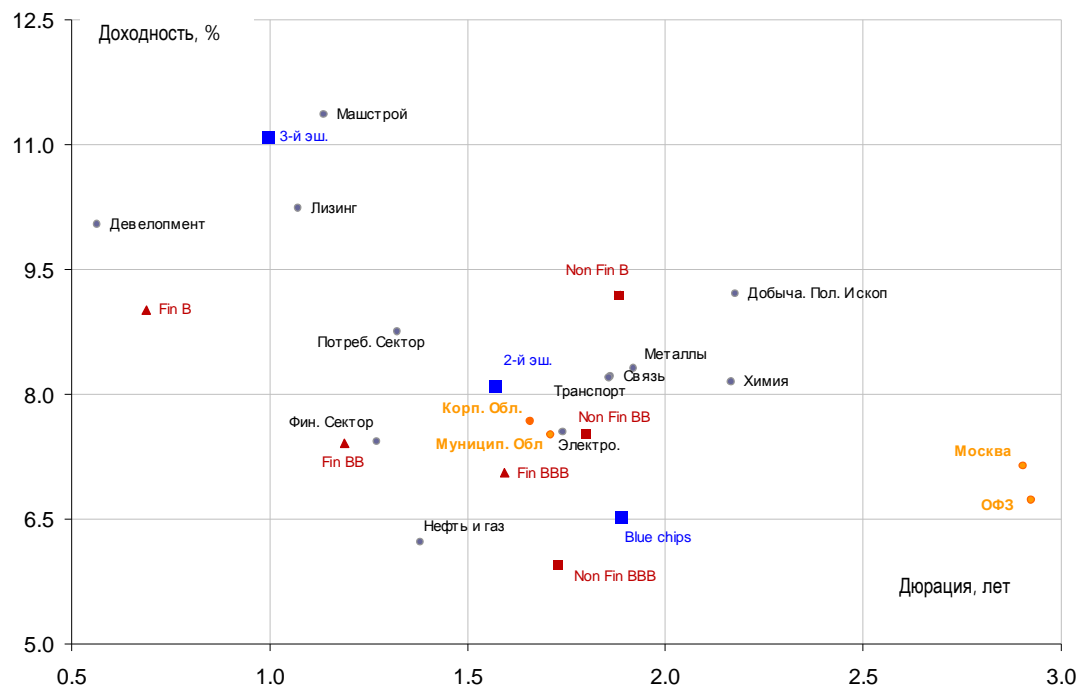
Динамика

В 2010 г. продолжилось фронтальное снижение доходностей во всех сегментах долгового рынка. Сужение спрэдов измеряется трехзначными цифрами, что обеспечило инвесторам порядка 13 % годовых от вложений в корпоративный сектор, 14 % - от вложений в облигации регионов и 10 % - от вложений в госбумаги.

Динамика индексов BMBI

| Сегмент | 16.12.2010 | | Динамика индексов (11.01.10-16.12.10) | | | | | |
|---------------------------|------------------|---------------|---------------------------------------|------|-------------|------------------|----------------|----------|
| | Объем, млн. руб. | Капитализация | Ценовой | TR | HPR, % год. | Spread ch., b.p. | Yield ch, b.p. | TRVol, % |
| Корпоративные облигации | 1 903 | 1 948 | 2.2 | 12.1 | 13.0 | -286 | -370 | 1.35 |
| Blue chips | 882 | 905 | 0.7 | 10.1 | 10.9 | -134 | -224 | 1.49 |
| 2-й эшелон | 832 | 854 | 2.9 | 13.4 | 14.4 | -321 | -398 | 1.59 |
| 3-й эшелон | 189 | 189 | 7.1 | 16.0 | 17.3 | -720 | -819 | 2.55 |
| Муниципальные облигации | 354 | 371 | 3.5 | 12.7 | 13.7 | -202 | -302 | 1.74 |
| Государственные облигации | 1 513 | 1 513 | 2.1 | 9.8 | 10.6 | 0 | -102 | 2.59 |

Источники: ММББ, расчеты Банка Москвы

Карта доходности**Дюрация и доходность основных секторов внутреннего долгового рынка**

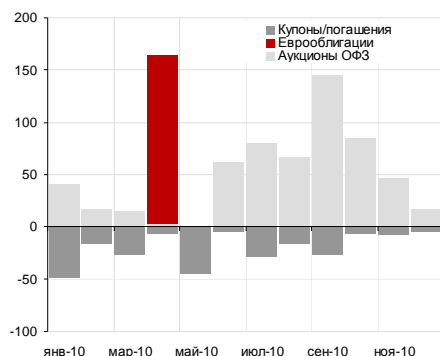
Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Государственный сектор

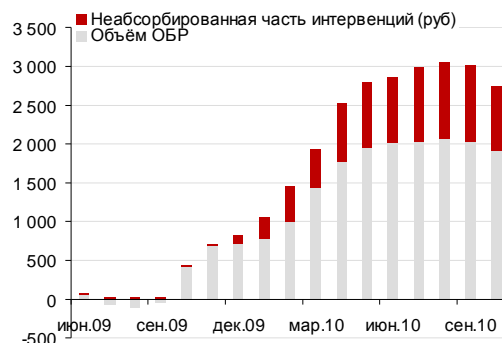
В 2010 г. через аукционы ОФЗ, доразмещения на вторичном рынке и еврооблигационные займы Россия привлекла более 750 млрд руб. Пик объёмов привлечения пришелся на апрель (еврооблигации) и сентябрь (ОФЗ). С учётом купонов и погашений чистое привлечение составило порядка 520 млрд руб.

Важной особенностью уходящего года стала активизация рынка ОБР, который связал избыточную ликвидность у банков. Мы полагаем, что в 2011 г. объём рынка ОБР будет сокращаться в пользу ОФЗ. На вторичном рынке ОФЗ доходности находятся на исторических минимумах.

Привлечения средств, млрд руб.



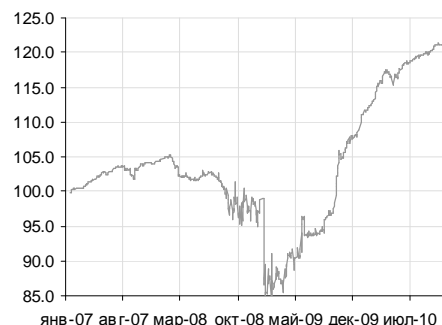
Рынок ОБР и интервенции ЦБ, млрд руб.



Доходность сектора, %



Индекс совокупного дохода



Капитализация рынка, млрд руб.



Дюрация рынка, лет



Источники: Минфин, ЦБ, Аналитический департамент банка Москвы

Муниципальный сектор

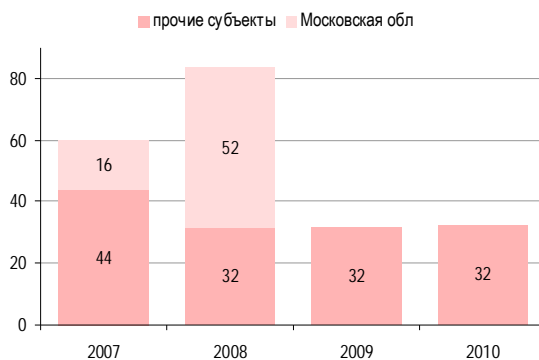
Активность субъектов федерации (кроме Москвы) на рублевом долговом рынке в 2010 г. осталась на уровне 2009 г. Совокупный объем размещений составит по итогам года 32 млрд руб. (с учетом планируемого выпуска Казани на 2 млрд руб.). Объем размещений Москвы составил около 70 млрд руб.

Значимым событием завершающегося года стало возвращение на публичный рынок капитала города Санкт-Петербурга, представившего свой пятилетний выпуск тестового объема (3 млрд руб.). Особенностью эмиссии является то, что его первичное размещение состоялось на СПВБ, а обращение проходит как на СПВБ, так и на ММВБ.

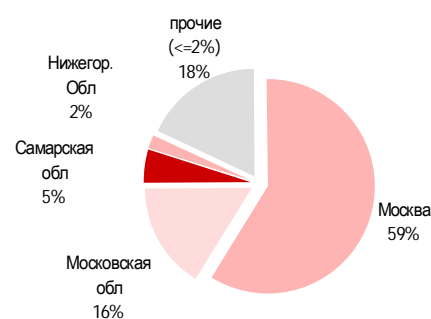
Внешняя конъюнктура в 2010 г. благоприятствовала эмитентам. К середине 2010 г. доходности облигаций сектора опустились на докризисные уровни, а осенью обновили исторические минимумы. Несмотря на улучшающиеся рыночные условия и высокий спрос на выпуски субъектов федерации, наблюдаемый при размещении, эмитенты не стремились увеличить объемы заимствований до докризисных уровней, вдвое превышающих показатели 2009-2010 гг. Основной причиной этому послужили поддерживающие меры Правительства. В том числе, выделение в 2009-2010 гг. бюджетных кредитов привело к изменению структуры долговых портфелей эмитентов в пользу этих долгосрочных и дешевых источников финансирования дефицитов бюджетов.

Наиболее сильную бюджетную поддержку в 2009 г. получила Московская область. В начале 2010 г. область помимо бюджетных кредитов сумела привлечь банковское финансирование. Аккумулированных средств оказалось достаточно для погашения обязательств эмитента, что позволило ему не размещать новые выпуски облигаций в течение двух лет. В результате, с первичного рынка долга ушел крупнейший после Москвы заемщик, на долю которого в 2007–2008 гг. приходилось 30 % и 60 % соответственно от совокупного объема размещений без учета Москвы.

Динамика размещений субфедеральных облигаций (без учета Москвы)



Структура муниципального сегмента долгового рынка



Источники: Аналитический департамент банка Москвы

В настоящий момент доля сегмента муниципальных выпусков в совокупном объеме долгового рынка облигаций России составляет, по нашим оценкам, около 12 %, из них почти 60 % номинального объема приходится на выпуски столицы. Вторым по величине эмитентом выступает Московская область, доля прочих эмитентов не превышает 5 %. Всего на пять крупнейших заемщиков (Москву, Московскую область, Самарскую и Нижегородскую области, а также Республику Саха (Якутия)) приходится 80 % совокупного объема обращающихся бумаг сектора.

Кредитные метрики субъектов РФ

В 2010 г. произошло улучшение финансовых показателей регионов, благодаря значительному росту доходов, превзошедшему рост расходов. По оценкам министра финансов А. Кудрина, количество регионов, исполнивших свои бюджеты с дефицитом, составит в этом году не более 50. В 2009 г. таких регионов было 66, в 2008 г. – 44.

Ситуацию с восстановлением доходов субъектов РФ пока нельзя назвать устойчивой, поскольку основой роста являлось увеличение поступлений от наиболее волатильного и цикличного источника бюджета - налога на прибыль организаций, а также перечислений из федерального бюджета.

В 2011 г. ожидается сокращение региональной налоговой базы в связи с налоговыми новациями. Объемы бюджетного финансирования будут сокращаться со следующего года и к 2013 г. снизятся втрое по сравнению с 2010 г.

Расходы бюджетов в 2011-2012 гг. будут увеличиваться как из-за роста социальных обязательств, взятых в период кризиса, так и из-за необходимости наращивания инвестиционных расходов, ставших основной статьей бюджетной экономии в 2008-2010 гг.

Сокращение объема поступлений при увеличении затрат приведет в ближайшем будущем к росту потребности субъектов в привлечении заемных средств. В среднем, долговая нагрузка региональных и муниципальных органов власти находится сейчас на относительно невысоком уровне – около 15-20 % текущих расходов. Основной проблемой является краткосрочный характер долга, средняя срочность которого составляет около двух лет.

Перспективы

По мере сворачивания антикризисных мер в 2011-2013 гг. будет увеличиваться потребность субъектов в привлечении средств с публичного долгового рынка. Исходя из объемов погашений облигаций и бюджетных кредитов, мы не ждем существенного увеличения объемов предложения долговых бумаг эмитентов в 2011 г. Наиболее вероятен рост объемов в 2012 г., на который приходится пик погашений бюджетных кредитов.

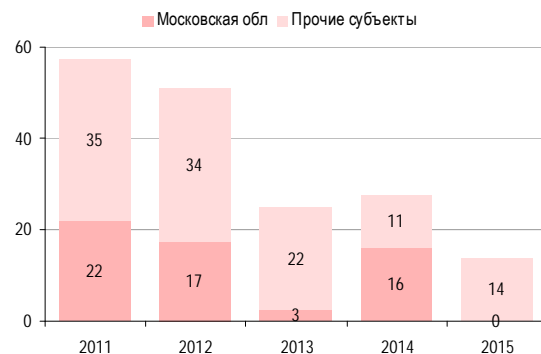
По нашим оценкам, объем размещений субъектов РФ (без учета Москвы) останется в 2011 г. примерно на уровне предыдущих двух лет – около 33 млрд руб. Совокупный объем рынка субъектов РФ (без Москвы) составит ориентировочно 190 млрд руб., с учетом Москвы – 470 млрд руб.

Доходности рублевых облигаций субъектов федерации в 2011 г. будут расти вместе с прочими долговыми инструментами внутреннего рынка, спреда к ОФЗ должны немного расширяться.

Средневзвешенные доходности муниципальных облигаций



График погашений субфедеральных облигаций (без Москвы)

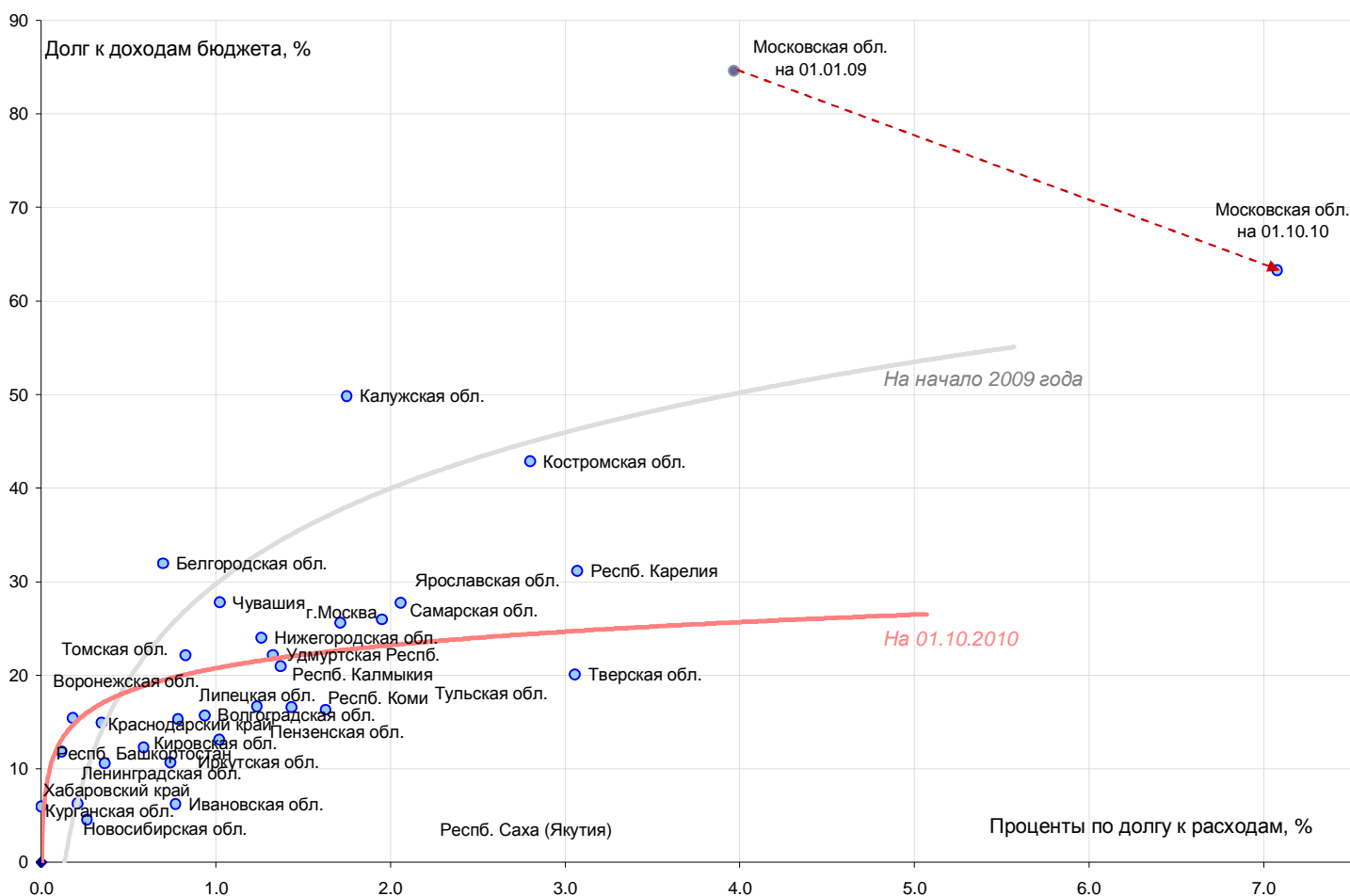


Источники: ММББ, Аналитический департамент банка Москвы

Идеи

- § **ЧМФ-2018.** Интересной инвестиционной идеей следующего года является покупка облигаций муниципальных образований, которые станут городами-участниками ЧМФ-2018. В соответствии с программой подготовки к чемпионату будет улучшена их инфраструктура, что подразумевает повышение инвестиционной привлекательности как самого города, так и связанного с ним региона. Среди эмитентов облигаций в выигрыше могут оказаться города Санкт-Петербург, Москва, Волгоград, Казань и Краснодар, а также Ленинградская, Московская, Нижегородская, Ярославская, Самарская и Волгоградская области и Краснодарский край.
- § **Московская область.** Мы не исключаем возвращения Московской области на первичный рынок после двухлетнего перерыва. Объем погашений и амортизации только публичного долга области в 2011 г. составит 22 млрд руб. В кризисный период Правительство оказало области наибольшую в секторе поддержку, фактически спасая ее от дефолта. С начала 2009 г. кредитный профиль эмитента ощутимо усилился: отношение объема долга к годовому объему доходов бюджета без учета безвозмездных поступлений опустилось с 84.5 до 63.3 % на 01.10.2010. В 2010 г. область смогла также привлечь кредиты в крупнейших банках, что свидетельствует о повышении доверия со стороны кредитных учреждений. Улучшение кредитных метрик эмитента отметило Moody's, повысив вчера рейтинг региона сразу на две ступени с В3 до В1 и изменив прогноз с «негативного» на «позитивный». Основными проблемами субъекта остаются высокая долговая нагрузка и информационная закрытость, что отражается в доходности облигаций Московской области, все еще остающимися максимальными в муниципальном сегменте долга. Мы рекомендуем вложения в облигации Московской области инвесторам с высоким аппетитом к риску, и видим хороший потенциал для роста котировок бумаг.

Изменение показателей долговой нагрузки субъектов РФ



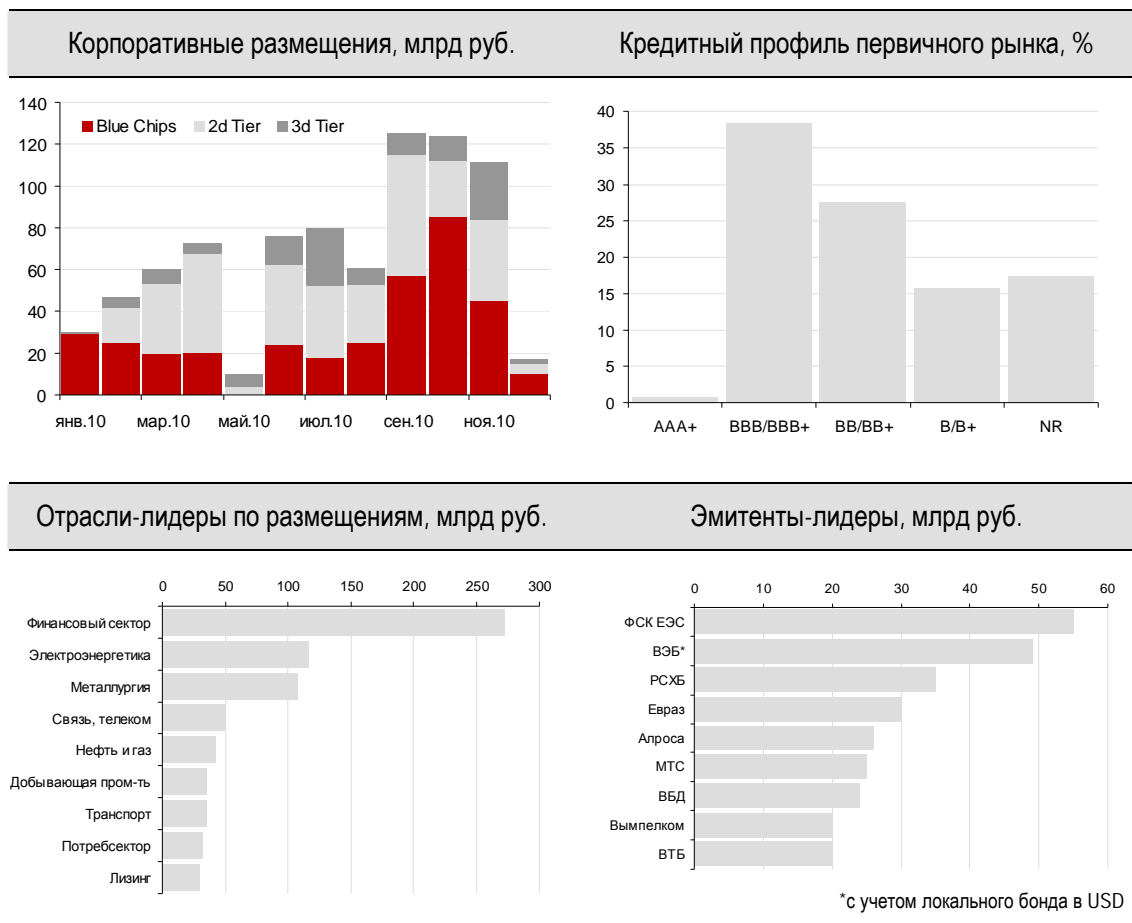
Источники: данные Минфина, Аналитический департамент Банка Москвы

Корпоративные облигации

Первичный рынок

Год стал достаточно богатым на размещения в корпоративном секторе. По нашим оценкам, эмитенты привлекли более 800 млрд руб. При этом первый и второй эшелоны занимают более 85 % объема рынка – 44 % и 41 % соответственно. Оставшиеся 15 % приходятся на третий эшелон.

Более 35 % размещений пришлось на компании с рейтингом «BBB», объем нерейтингованного долга слегка превысил 15 %. Подобная структура кредитного профиля свидетельствует о сохранении негативного отношения инвесторов к рискам облигаций компаний третьего эшелона после волны дефолтов 2008 -2009 гг.



Источник: данные о размещениях, оценка Аналитического департамента Банка Москвы

Отрасли-лидеры по размещениям: финансовый сектор, электроэнергетика и металлургия. Причем часто отрасль обязана своему лидерству нескольким крупным эмитентам: ФСК – в электроэнергетике, РСХБ, ВЭБ и ВТБ – в финансовом секторе, МТС и ВымпелКом – в телекоммуникациях.

Таким образом, помимо концентрации капитализации в выпусках с высоким кредитным качеством для рынка сегодня характерно сосредоточение ликвидности и объема размещений в выпусках наиболее крупных компаний страны. Эмитенты выпускают облигации сериями, очень популярны биржевые облигации (далее БО): на их долю в 2010 г. пришлось порядка 44 % всего привлеченного объема корпоративного сектора.

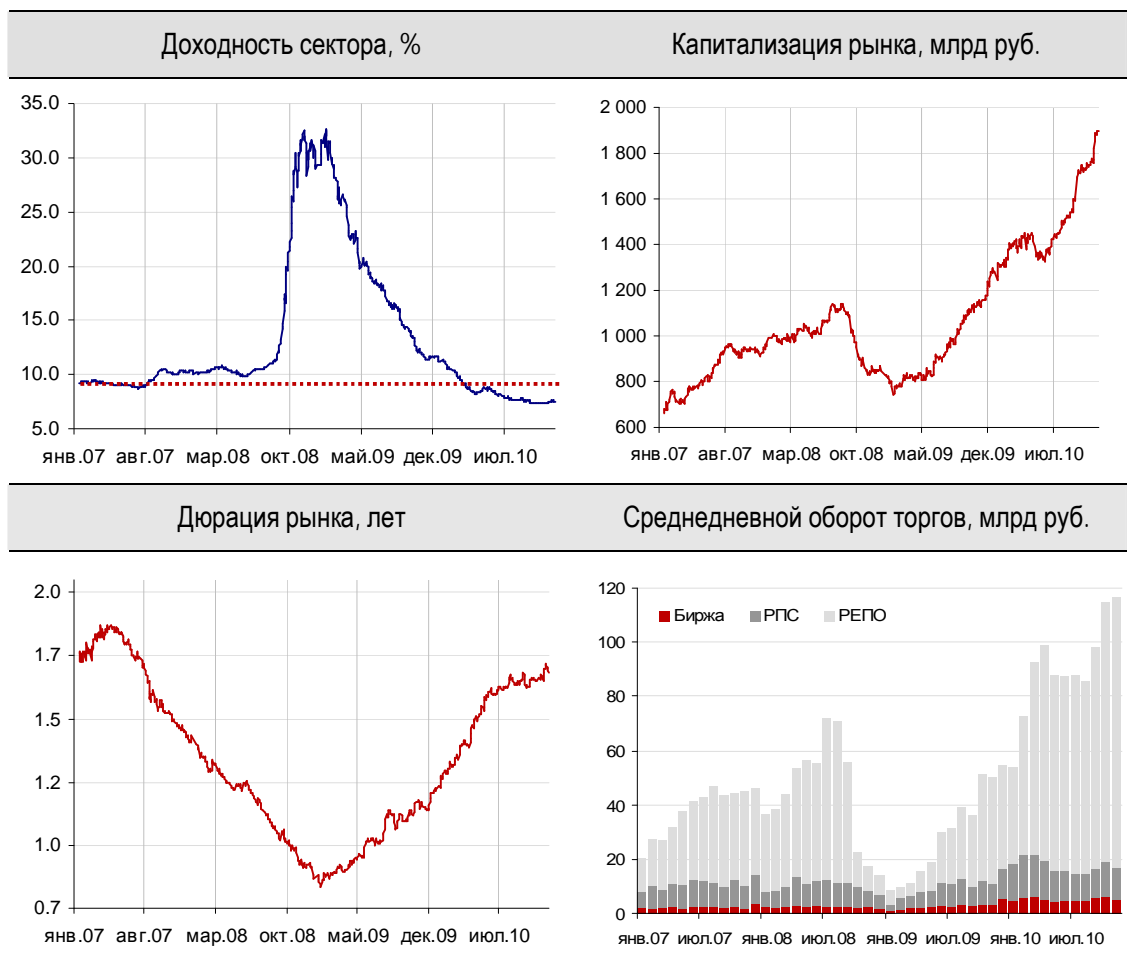
С точки зрения «рыночности» размещений, по нашим оценкам, доля технических выпусков в 2010 г. не превысила 4 % привлечения. Под нерыночными выпусками мы понимаем размещения, осуществленные без предварительного маркетинга / по закрытой подписке, ограниченным числом сделок (1-2) в пользу, как правило, одного заинтересованного инвестора.

Вторичный рынок

Вторичный рынок корпоративных облигаций полностью оправился от кризиса 2008 г.:

- § индекс доходности корпоративного сектора находится на 170 б.п. ниже минимальных значений 2007 г.
- § капитализация рынка за год выросла на 700 млрд руб.;
- § дюрация рынка восстановилась до уровней августа 2007 г. (1.6 года);
- § дневной оборот в РПС и основном режиме превышает 20 млрд руб.,
- § Объем сделок РЕПО с облигациями находится на историческом максимуме.

Что касается третьего эшелона, то и на вторичном рынке сектор представлен достаточно слабо: его доля от совокупного оборота не превышает 15 % по сравнению с 20-30 % в 2007 г.

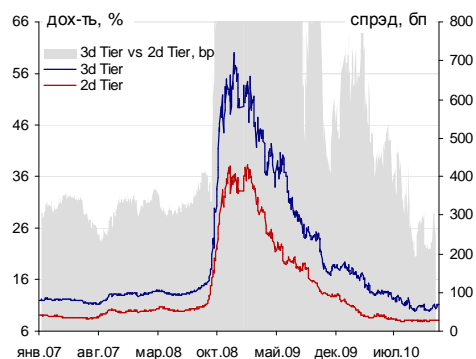
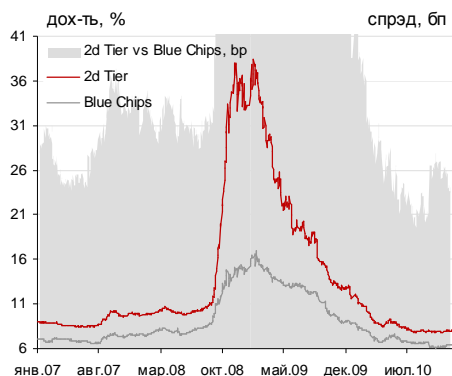


Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Спрэды как индикатор перегрева

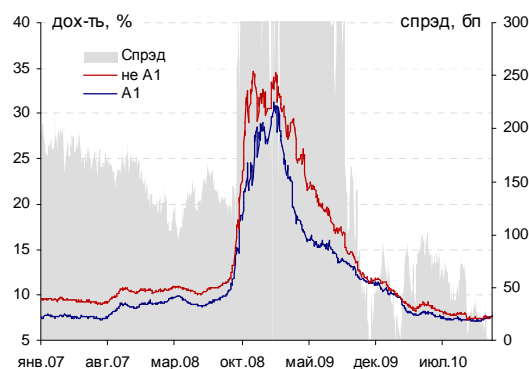
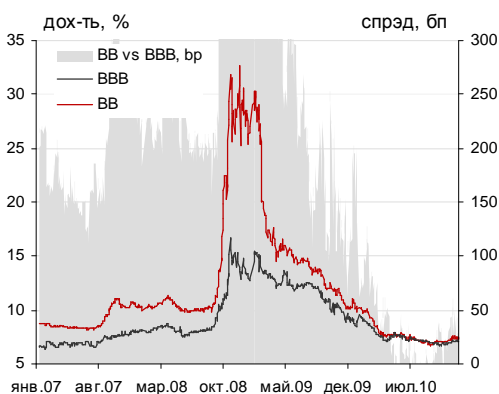
Мы обращаем внимание инвесторов на перегрев рынка корпоративных облигаций в конце 2010 г. Для оценки степени перегрева использован анализ спрэдов между секторами в 2007–2010 гг. Графики ниже демонстрируют существенную компрессию спрэдов между секторами по сравнению с 2007 г. Сильнее всего эта компрессия наблюдается в облигациях финансового сектора с рейтингом уровня «BB-/BB+». В условиях роста ставок спрэды между эшелонами начнут расширяться.

Второй эшелон Третий эшелон



Финансовый сектор «BBB» и «BB» «Списочные» выпуски

исчезновение премии за ликвидность



Источник: Аналитический департамент банка Москвы

Матрица кросс-спрэдов

| 2010 | | | | 2007 | | | |
|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 14.12.2010 | Fin BBB | Fin BB | Fin B | 28.12.2007 | Fin BBB | Fin BB | Fin B |
| Fin BBB | 0 | 35 | 195 | Fin BBB | 0 | 183 | 416 |
| Fin BB | | 0 | 160 | Fin BB | | 0 | 233 |
| Fin B | | | 0 | Fin B | | | 0 |
| 14.12.2010 | Non Fin BBB | Non Fin BB | Non Fin B | 28.12.2007 | Non Fin BBB | Non Fin BB | Non Fin B |
| Non Fin BBB | 0 | 158 | 324 | Non Fin BBB | 0 | 97 | 185 |
| Non Fin BB | | 0 | 166 | Non Fin BB | | 0 | 88 |
| Non Fin B | | | 0 | Non Fin B | | | 0 |
| 14.12.2010 | Blue chips | 2-й эшелон | 3-й эшелон | 28.12.2007 | Blue chips | 2-й эшелон | 3-й эшелон |
| Blue chips | 0 | 159 | 456 | Blue chips | 0 | 205 | 498 |
| 2-й эшелон | | 0 | 297 | 2-й эшелон | | 0 | 292 |
| 3-й эшелон | | | 0 | 3-й эшелон | | | 0 |
| 14.12.2010 | Fin BBB | Fin BB | Fin B | 28.12.2007 | Fin BBB | Fin BB | Fin B |
| Non Fin BBB | 110 | 145 | 305 | Non Fin BBB | 103 | 286 | 519 |
| Non Fin BB | 48 | 13 | 147 | Non Fin BB | 7 | 189 | 423 |
| Non Fin B | 214 | 179 | 19 | Non Fin B | 81 | 101 | 335 |

Спред считается как разница доходности сектора, указанного в заголовке и доходности сектора, указанного в столбце.

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Внутренний рынок: перспективы 2011 г.

В 2011 г. на рынок рублевого долга продолжают оказывать влияние экзогенные факторы: проблемы с государственным долгом в Европе, ужесточение монетарной политики в Китае, продолжение QE-2 и как следствие наличие дешевого спекулятивного капитала. Поскольку роста ставок на внешнем рынке (США, Европа) мы ожидаем ближе к концу года, а на внутреннем уже в 1-м квартале, увеличившийся дифференциал при прочих равных условиях будет способствовать притоку капитала на российский рынок, в том числе долговой.

Базовые ставки будут расти, Минфин будет «толкать» кривую ОФЗ вверх

Перед ЦБ стоит цель по удержанию инфляции в рамках 6-7 % и постепенной подготовке к переходу к политике инфляционного таргетирования. Всплеск инфляции в конце 2010 г. – начале 2011 г. потребует повышения базовых ставок. Мы ждем, что в течение 2011 г. ЦБ повысит ставки на 50–100 б.п. Рост базовых ставок должен привлечь дополнительный инвестиционный спрос при размещении выпусков гособлигаций, который ограничит повышение ставок, особенно, на длинном конце кривой.

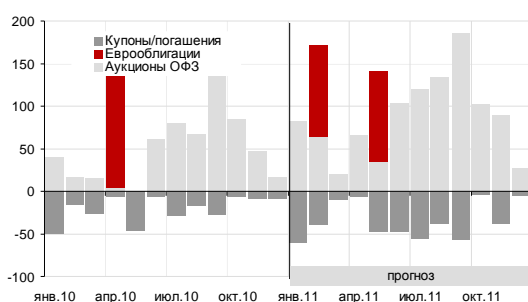
Исходя из планов Минфина, 2011 г. станет рекордным по объёму размещений ОФЗ. Планируется привлечь порядка 1.7 трлн руб. в виде внутренних займов, 214 млрд руб. в виде еврооблигаций (\$ 7 млрд).

Мы ожидаем, что дефицит федерального бюджета составит в 2011 г. 1.3-1.4 трлн руб. С учётом плана по приватизации (порядка 300 млрд руб.), внешних займов (порядка 200 млрд руб.) и остатков средств в резервном фонде мы ожидаем чистого привлечения через ОФЗ порядка 620 млрд руб. Даже эта оценка может оказаться завышенной, если в результате выгодной внешней конъюнктуры потребности бюджета в финансировании снизятся. С другой стороны давление на расходную часть бюджета могут оказать дополнительные социальные расходы предвыборного года.

Прогноз привлечения средств по месяцам строится на историческом графике размещения госвыпусков с 2007 г. Мы полагаем, что евробонды могут быть размещены в 1-2-м кварталах 2011 г. Пик объёма размещений, по нашим оценкам, придется на сентябрь 2011 г. – порядка 200 млрд руб. Среднемесячный объём чистого привлечения средств без учёта еврооблигаций вырастет с текущих 30 млрд до 50 млрд руб.

Оценка распределения объёмов заимствования по месяцам, млрд руб.

Плановая структура статей валового привлечен для финансирования бюджета в 2011 г.



Финансирование дефицита бюджета 2011

Статьи gross-привлечения средств (млрд руб.)

| | |
|--------------------|--------------|
| Облигации в рублях | 1 710 |
| Еврооблигации | 214 |
| Резервный фонд | 284 |
| Приватизация | 298 |
| Прочее | 98 |
| Итого | 2 604 |

Источники: Минфин, ЦБ,

Активное привлечение средств с рынка для финансирования дефицита федерального бюджета может привести к эффекту известному как crowding out («вытеснению» эмитентов более низкого качества). Суть феномена заключается в том, что агрессивное заимствование госсектора приводит к росту ставок, депрессии частного заимствования и, как следствие, к снижению инвестиционной активности. Часть корпораций, видимо, пересмотрят свои планы в сторону банковских займов.

Политика Минфина на внутреннем рынке будет «толкать» вверх кривую ОФЗ, а вместе с ней кривые основных бенчмарков, удорожая тем самым финансирование корпоративного сектора на внутреннем рынке. Инфраструктурное изменение – отказ от специальной секции госбумаг на бирже и вывод торговли ОФЗ в «рынок» вместе с корпоративными и субфедеральными бумагами – приведет к росту ликвидности в секторе.

Первичный рынок в 2011 г.

Мы ожидаем, что в 2011 г. валовой объем размещений на первичном рынке корпоративных облигаций составит 1.3 трлн руб. С учётом погашений и амортизаций чистое увеличение объёма рынка составит порядка 800 млрд руб. Особенностью 2011 г. станет обострение конкуренции эмитентов за инвестиционный спрос в условиях роста ставок и агрессивных планов Минфина. Мы не исключаем, что в следующем году мы увидим интересные премии во время размещений, а также так называемые Jumbo bonds – облигации большого объёма (20-50 млрд рублей).

С точки зрения структуры первичного рынка мы ожидаем сохранения лидерства за финансовым сектором – порядка трети всех размещений. Также ожидаем роста размещений в секторе нефть/газ, в основном за счет Транснефти и Газпромнефти. Не обойдут стороной долговой рынок и металлурги (Норникель, Мечел, НЛМК). Потенциальные лидеры по объёму размещений представлены в таблице (зарегистрированные выпуски).

| Первичный рынок 2011 г. | | | | | |
|-------------------------------|------|------|----------------------|-----------|--|
| Структура первичного рынка, % | | | Потенциальные лидеры | | |
| Отрасль | 2011 | 2010 | Эмитент 2011 | млрд руб. | |
| Финансовый сектор | 31 | 34 | РЖД | 170 | |
| Нефть и газ | 17 | 5 | ВЭБ | 165 | |
| Металлургия | 16 | 13 | Транснефть | 119 | |
| Транспорт | 9 | 4 | Норникель | 85 | |
| Электроэнергетика | 6 | 14 | Газпромнефть | 80 | |
| Машиностроение | 4 | 1 | НЛМК | 75 | |
| Связь, телеком | 4 | 6 | Райффайзенбанк | 69 | |
| Розничный сектор | 3 | 2 | Мечел | 60 | |
| Потребсектор | 2 | 4 | Энел-ОГК-5 | 50 | |
| Прочие | 9 | 16 | Татнефть | 45 | |

Источники: Cbonds, оценка Аналитического департамента Банка Москвы

FRN – хорошая защита от роста ставок

Ожидания роста базовых ставок и реакция кривой ОФЗ заставляют нас взглянуть на облигации с плавающими ставками (FRN). Сейчас наиболее ликвидны выпуски, ставка купона которых привязана к ключевым ставкам ЦБ. В перспективе на год, инвестиции в FRN предлагают определенную защиту от возможного роста ставок вследствие пересмотра купона в сторону повышения.

Согласно нашим оценкам вмененных ставок по FRN Транснефть-3 (самый ликвидный FRN в настоящее время) и АИЖК, рынок котирует инструменты, исходя из ожиданий роста ставки рефинансирования на 100 б.п. к июню 2011 г. и ее сохранения на этом уровне в среднесрочной перспективе. Эти рыночные ожидания по ставке являются немного более агрессивными, чем наши прогнозы – мы полагаем, что рост ставок составит 25-75 б.п. за первое полугодие 2011 г. В целом, FRN Транснефти и АИЖК считаем оценёнными справедливо. Что касается выпусков РЖД, мы полагаем, что текущие котировки высоки ввиду слишком агрессивных вменённых базовых ставок в даты следующих купонов. Тем не менее, FRN как класс актива может завоевать популярность среди инвесторов, пытающихся защититься от роста процентных ставок.

Параметры ликвидных FRN

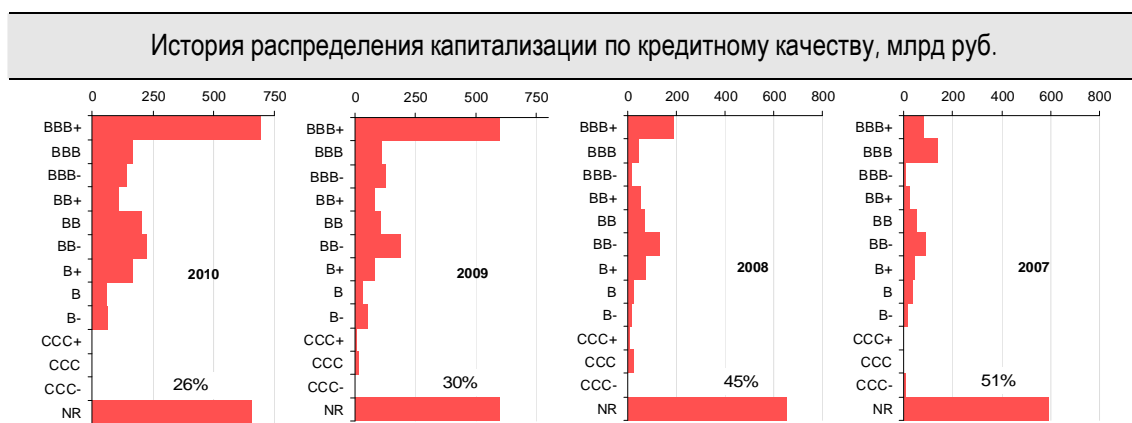
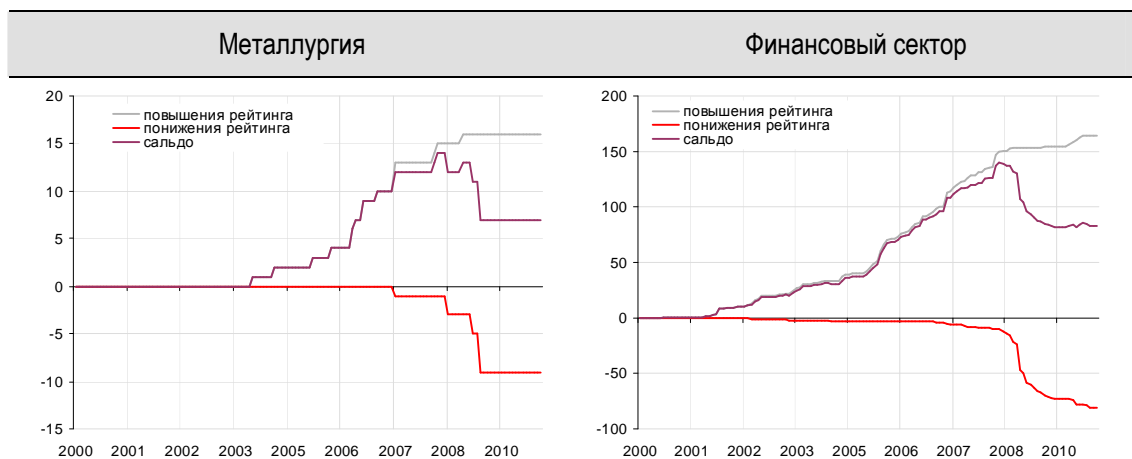
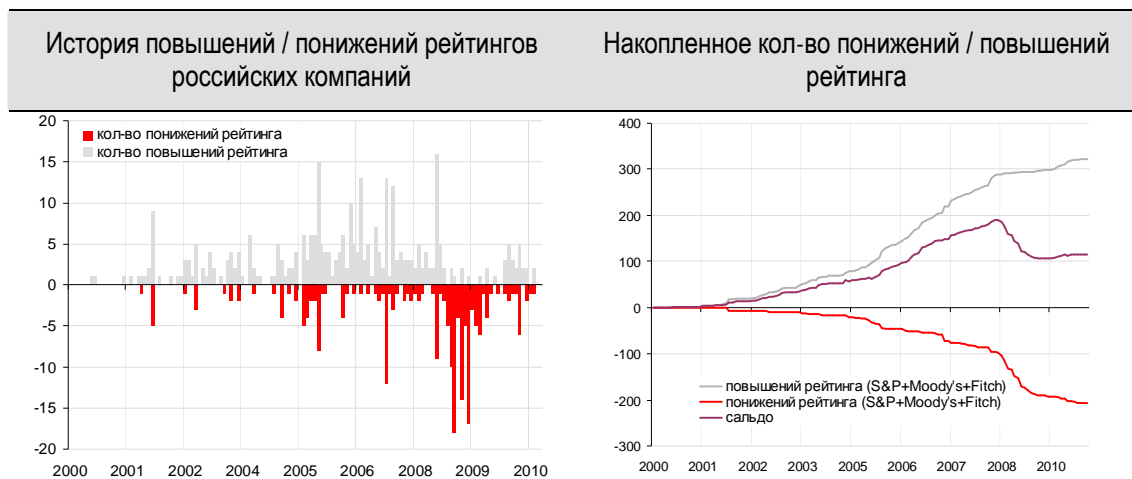
| Выпуск | Оборот за декабрь (млн руб) | Цена, % | Базовая Ставка | Текущее значение | Спрэд | Дата последнего известного купона | Вмененная базовая ставка в дату последнего купона | Спрэд к текущей ставке |
|------------|-----------------------------|---------|----------------------------|------------------|-------|-----------------------------------|---|------------------------|
| АИЖК 13об | 146 | 111.700 | Ставка рефинансирования ЦБ | 7.75 | 250 | 15.04.11 | 7.89 | 14 |
| АИЖК 12об | 178 | 109.000 | Ставка рефинансирования ЦБ | 7.75 | 250 | 15.06.11 | 8.77 | 102 |
| Транснф 03 | 3 811 | 107.370 | РЕПО ЦБ 1 год | 7.75 | 240 | 28.09.11 | 8.66 | 91 |
| РЖД-15 обл | 421 | 106.700 | Ставка прям. РЕПО 7 дней | 6.50 | 375 | 27.12.10 | 8.07 | 157 |
| РЖД-17 обл | 220 | 110.480 | Ставка прям. РЕПО 7 дней | 6.50 | 405 | 24.01.11 | 9.22 | 272 |
| РЖД-14обл | 287 | 106.500 | Ставка прям. РЕПО 7 дней | 6.50 | 300 | 12.04.11 | 11.29 | 479 |

Источник: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Кредитные метрики

Пик понижений рейтингов российских компаний пройден. По мере восстановления экономики от кризиса сальдо повышений и понижений рейтинга начало расти. В 2010 г. рейтинговые агентства изменили прогнозы с «негативного» на «стабильный» практически по всем секторам. Мы считаем, что в 2011 г. начнется и повышение самих рейтингов. Лидерами по возможному пересмотру станут финансовый сектор и металлургия.

В структуре рынка по кредитному качеству мы отмечаем сокращение доли эмитентов без рейтинга в общей капитализации и ожидаем сохранения этой тенденции в 2011 г.



Источники: S&P, Moody's, Fitch, Аналитический департамент Банка Москвы

График платежей и долговая нагрузка

В целом отраслевая динамика долговой нагрузки за период 2009-2011 гг. показывает сокращение или стабильный небольшой прирост для всех отраслей кроме электроэнергетики. Относительные метрики (Net debt / EBITDA) также подтверждают рост долговой нагрузки электроэнергетических компаний, которые в 2011 г. активно продолжают финансировать растущие капиталовложения с помощью внешних ресурсов. Поэтому мы считаем, что спрэды компаний электроэнергетики будут расширяться относительно ОФЗ. В то же время, хорошими идеями в 2011 г. будут энергокомпании, которые выгодно отличаются от общеотраслевых показателей низкой долговой нагрузкой (ОГК-3, МРСК Урала).

Особенно интересными отраслями с точки зрения долговой нагрузки считаем металлургию и телекоммуникации. В обеих отраслях отношение чистого долга к EBITDA стабильно снижается и, по прогнозам, будет сокращаться в 2011 г. При этом длинная структура фондирования (низкая доля короткого долга) и высокая рентабельность выводят отрасль в лидеры по кредитным метрикам.

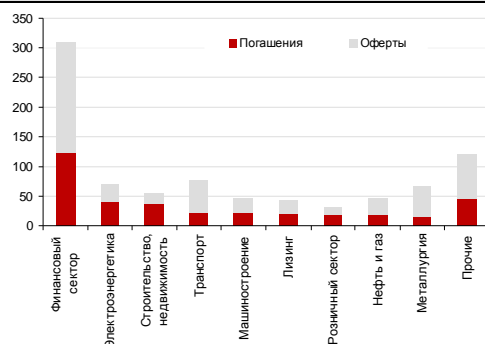
Агрегированные отраслевые метрики

| Отрасль | EBITDA marg, % | | | CAPEX y-o-y, % | | | DEBT y-o-y, % | | | ST debt, % | | | Net Debt / EBITDA | | |
|-----------------------|----------------|------|------|----------------|------|------|---------------|------|------|------------|------|------|-------------------|------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Электроэнергетика | 21 | 19 | 26 | -41 | 54 | 34 | 2 | 37 | 40 | 43 | 26 | 24 | 0.35 | 0.68 | 0.93 |
| Металлургия | 18 | 26 | 28 | -66 | 34 | -10 | -10 | -4 | -9 | 30 | 28 | 25 | 3.32 | 1.57 | 0.98 |
| Связь, телеком | 43 | 43 | 43 | -39 | -48 | 17 | 5 | -5 | 7 | 30 | 28 | 27 | 1.10 | 0.83 | 0.75 |
| Нефть и газ | 27 | 27 | 24 | -23 | 18 | -8 | 15 | -3 | -6 | 30 | 30 | 29 | 0.82 | 0.48 | 0.33 |
| Розница/Потреб сектор | 10 | 9 | 9 | -62 | 201 | -16 | -10 | 72 | 8 | 71 | 28 | 41 | 0.98 | 1.90 | 1.38 |

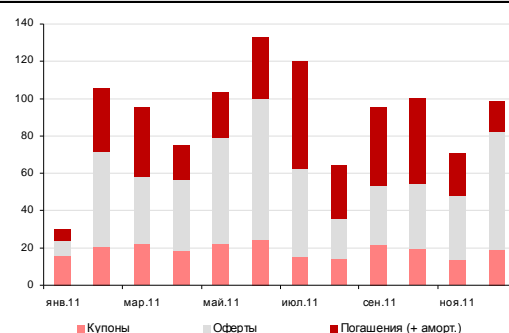
Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

По нашим оценкам, объем оферт и погашений в следующем году составит 860 млрд руб., что соответствует порядка 31 % совокупного объема корпоративных выпусков в обращении. На погашения приходится около 13 %, на оферты - 18 %. Особенностью 2011 г. по сравнению с 2008 г., когда пик оферт обеспечил третий эшелон, является преобладающая доля первого и второго эшелона в офертах.

Выплаты/ погашения долга по отраслям в 2011 г., млрд руб.



Ежемесячный график выплат по рублевым облигациям, млрд руб.



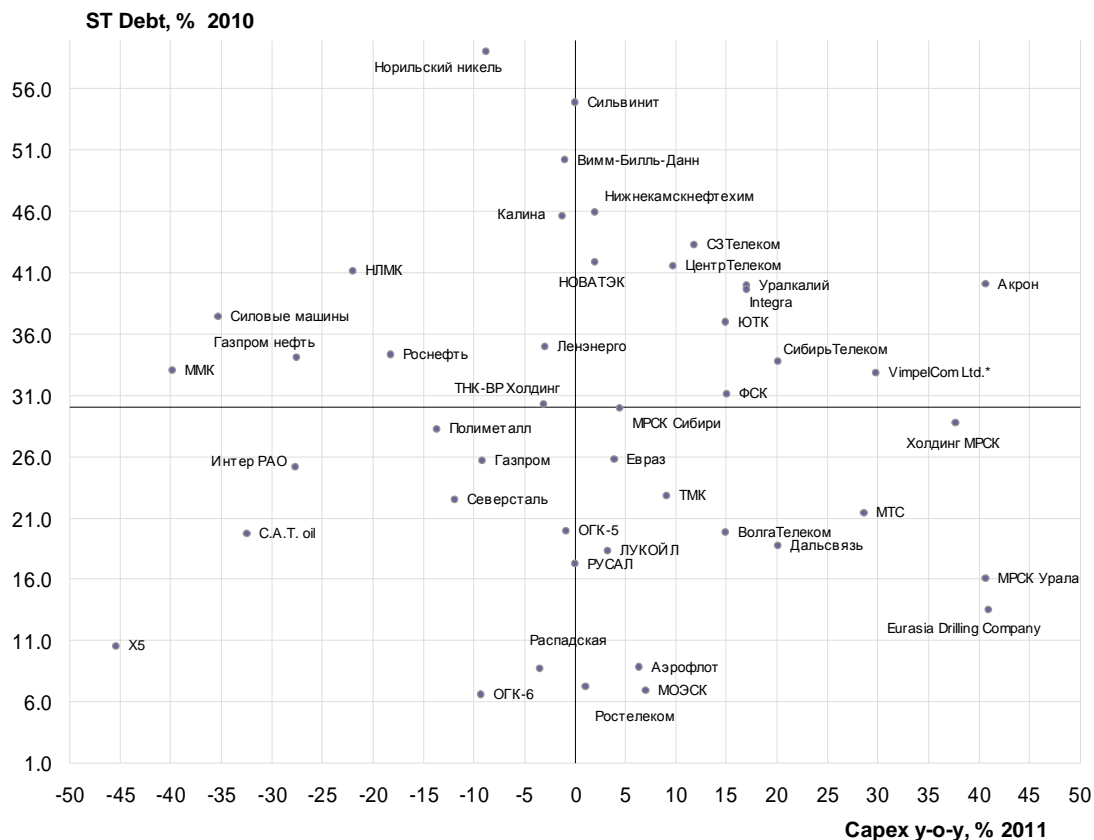
Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Кому будут нужны займы в 2011 г.?

Ниже представлена карта анализируемых нами компаний, которые могут выйти на долговые рынки в 2011 г.: по вертикали - ожидаемый уровень краткосрочного долга на конец 2010 г. в %, по горизонтали - ожидаемые темпы роста капитальных расходов (инвестиций) в 2011 г. к 2010 г. в %.

Компании - претенденты на выход на внутренний долговой рынок находятся в правой части графика. Фактически это все межрегиональные сетевые компании, а также Вымпелком, Центртелеком, ТМК, Аэрофлот. Компании в верхнем левом квадранте будут крайне озабочены рефинансированием своего краткосрочного долга без дополнительного увеличения капиталовложений.

Карта потенциальных заемщиков в 2011 г.

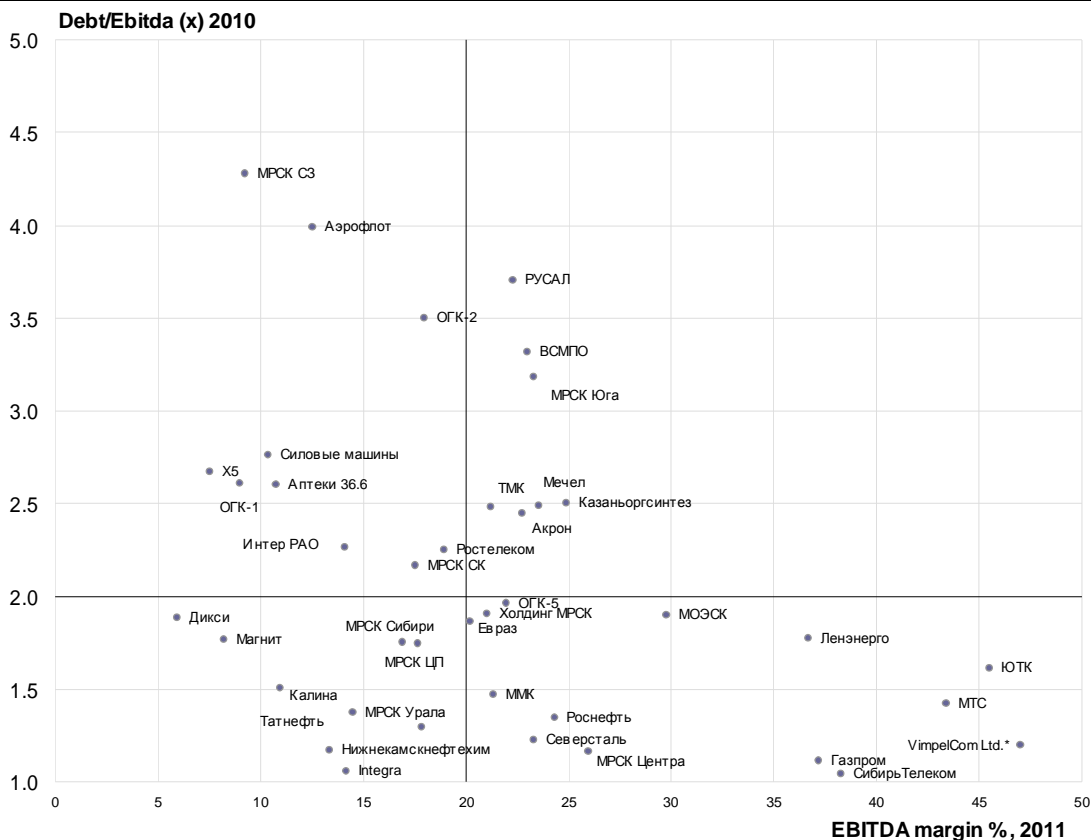


Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Рентабельность и долговая нагрузка

Ниже представлены компании, в разрезе рентабельности и долговой нагрузки. По вертикали - ожидаемое отношение Долг / EBITDA на конец 2010 г. в разгах (x), по горизонтали - ожидаемый уровень рентабельности EBITDA в 2011 г. Компании-претенденты на крайне осторожное отношение находятся в верхнем левом квадранте - низкая маржа и высокий уровень долга. Лакомый кусок инвесторов на долговом рынке - компании в нижнем правом квадранте.

Карта рентабельности и срочности долга



Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Кредитный портрет отрасли

Нефть и Газ

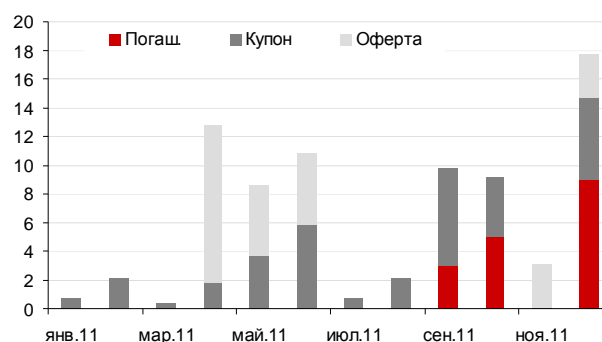
Рекомендации: Credit Buy, Credit Sell

График выплат в отрасли (млрд руб.)

Buy: **Башнефть**: чистый долг глубоко отрицательный, маржа на высоком уровне. Спрэд к ОФЗ порядка 200 б.п. неоправдан – справедливый спрэд 60-80 б.п. Резкое увеличение капвложений может привести к росту соотношения Net Debt / EBITDA, но риск компании нам нравится.

Buy: **Газпромнефть БО-5, БО6**: Net debt / EBITDA сопоставим с ЛУКОЙЛом, прогнозный уровень капвложений ниже. Потенциал сужения спреда 20-30 б.п. 2.5-летний выпуск ЛУКОЙЛ торгуется со спрэдом 50 б.п. к ОФЗ.

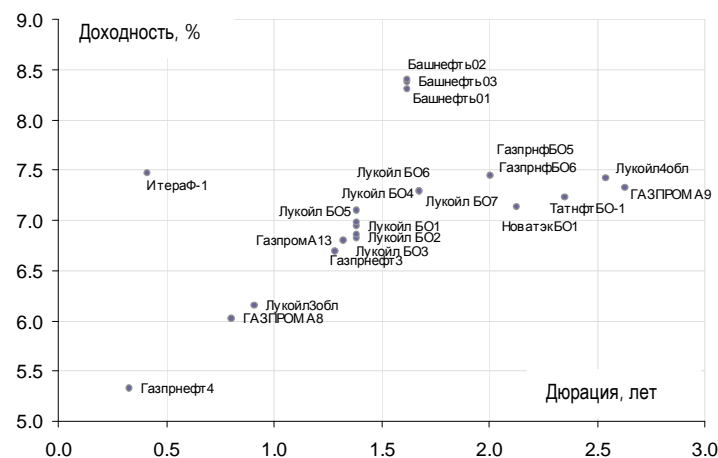
Sell: **Татнефть БО-1**: спрэд к ОФЗ слишком узок при более низких кредитных метриках относительно ЛУКОЙЛа.



Кредитные метрики

| Компания | EBITDA marg, % | | | CAPEX y-o-y, % | | | DEBT y-o-y, % | | | ST debt, % | | | Net Debt / EBITDA | | |
|---------------|----------------|------|------|----------------|------|------|---------------|------|------|------------|------|------|-------------------|------|-------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Лукойл НК | 17 | 15 | 15 | -38 | 20 | 3 | 15 | -17 | -18 | 18 | 18 | 19 | 0.65 | 0.42 | 0.25 |
| Башнефть | 18 | 19 | 17 | -32 | 265 | 30 | 0.0 | -5.1 | -6.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 1.03 | 0.19 | -0.07 |
| Газпром Нефть | 20 | 19 | 18 | -23 | 25 | -27 | 71 | -2 | -3 | 34 | 34 | 34 | 1.08 | 0.64 | 0.37 |
| Татнефть | 21 | 15 | 18 | 16 | -42 | 5 | 67 | 17 | 10 | 81 | 71 | 65 | 0.98 | 1.20 | 0.93 |
| Газпром | 38 | 42 | 37 | -21 | 22 | -9 | 15 | -3 | -6 | 26 | 26 | 24 | 1.22 | 0.77 | 0.77 |
| Новатэк | 43 | 45 | 41 | -60 | 43 | 2 | 39 | -12 | -4 | 37 | 42 | 44 | 0.73 | 0.40 | 0.18 |

Информация о доходности



ТОП-10 по обороту за три месяца

| Выпуск | УТМ/УТР | MDUR | Спрэд к ОФЗ | Объем, млн. руб. | Купон, % | Оферта | Погашение | Оборот за 3 мес, млн. руб. | Сделок за 3 мес | Рейтинги | Котир. лист | Ломбард |
|--------------|---------|------|-------------|------------------|----------|----------|-----------|----------------------------|-----------------|----------------|-------------|---------|
| ЛукойлЗобл | 6.15 | 0.91 | 40 | 8 000 | 7.10% | - | 28.02.11 | 11 524 | 365 | BBB-/Baa2/BBB- | A1 | Да |
| Башнефть03 | 8.38 | 1.62 | 203 | 20 000 | 12.50% | 15.09.17 | 15.09.20 | 9 608 | 776 | // | B | Нет |
| ТатнефтьБО-1 | 7.23 | 2.35 | 48 | 5 000 | 7.25% | - | 13.03.15 | 8 726 | 357 | NR/Baa2/BB | A1 | Да |
| Альянс-03 | 9.36 | 2.11 | 273 | 5 000 | 9.75% | 21.12.10 | 21.12.10 | 8 539 | 397 | B+/B | Внеспис | Нет |
| Башнефть02 | 8.31 | 1.62 | 195 | 15 000 | 12.50% | - | 04.02.13 | 7 800 | 506 | // | B | Нет |
| НоватэкБО1 | 7.13 | 2.13 | 49 | 10 000 | 7.50% | - | 15.03.11 | 7 022 | 256 | BBB-/Baa3/BBB- | A1 | Да |
| ГазпрнфБО5 | 7.44 | 2.01 | 86 | 10 000 | 7.15% | 09.02.12 | 07.02.13 | 6 629 | 739 | BBB-/Baa3/NR | Внеспис | Да |
| Газпрнефть3 | 6.80 | 1.32 | 66 | 8 000 | 14.75% | - | 16.02.11 | 6 608 | 1585 | BBB-/Baa3/NR | B | Да |
| Башнефть01 | 8.40 | 1.62 | 205 | 15 000 | 12.50% | 04.02.11 | 01.02.13 | 6 475 | 596 | // | B | Нет |
| Лукойл БО1 | 6.94 | 1.38 | 75 | 5 000 | 13.35% | 01.03.11 | 26.02.13 | 5 628 | 258 | BBB-/Baa2/BBB- | Внеспис | Да |
| ГазпрнфБО6 | 7.45 | 2.01 | 87 | 10 000 | 7.15% | - | 23.02.11 | 5 354 | 169 | BBB-/Baa3/NR | Внеспис | Да |

Источники: ММВБ, данные компаний, Аналитический департамент Банк Москвы

Кредитный портрет отрасли

Металлургия

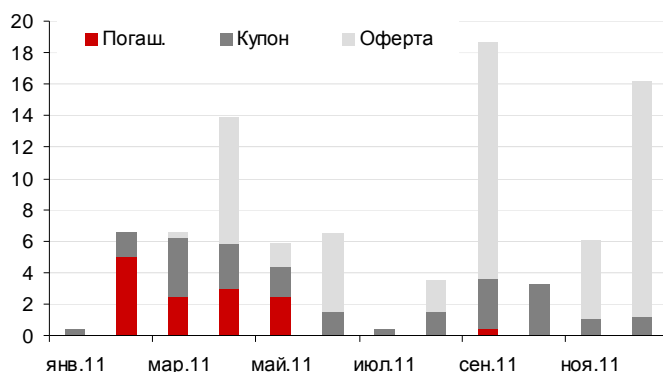
Рекомендации: Credit Buy, Credit Sell

График выплат в отрасли (млрд руб.)

Вы: **ЕвразХолдФ-1,3** (2 года, 256 б.п. ОФЗ спрэд) должен торговаться с меньшим спрэдом к ОФЗ относительно Мечел БО-2 (242 б.п.). Net Debt / EBITDA 2011 Евраза ниже при сопоставимой рентабельности, а рост капвложений меньше. Аналогичная ситуация с ЕвразХолдФ-2,4 (3.5 года, 280 б.п. спрэд) и Мечел-14 (3.5 года 280 б.п. спрэд).

Пик оферт в отрасли приходится в 2011 г. на сентябрь (Северсталь БО-1) и декабрь (ММК БО-2, ЧТПЗ БО -1).

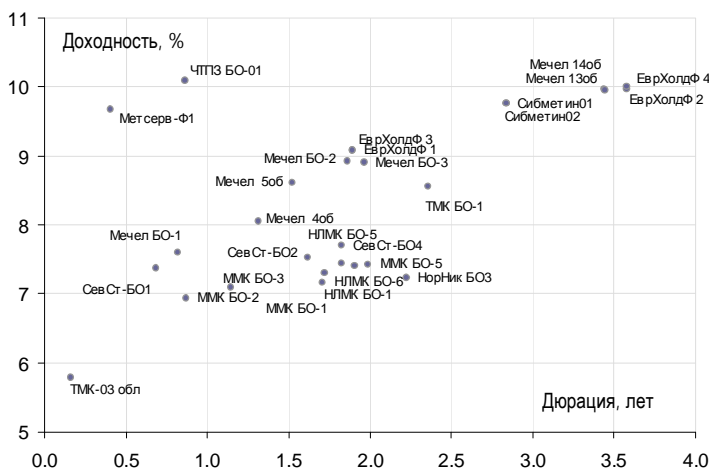
Риск металлургов нам нравится в связи с потенциальным ростом спроса на продукцию в рамках подготовки к ЧМФ-2018.



Кредитные метрики

| Компания | EBITDA marg, % | | | CAPEX y-o-y, % | | | DEBT y-o-y, % | | | ST debt, % | | | Net Debt / EBITDA (x) | | |
|-------------------|----------------|------|------|----------------|------|------|---------------|------|------|------------|------|------|-----------------------|------|-------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| Норильский Никель | 44 | 48 | 46 | -67 | 75 | -9 | -17 | -26 | -1 | 56 | 59 | 59 | 0.39 | 0.13 | -0.26 |
| НЛМК | 22 | 28 | 30 | -57 | 52 | -22 | -17 | 32 | -19 | 22 | 41 | 27 | 0.58 | 0.55 | 0.19 |
| Евразхолдинг | 13 | 19 | 20 | -86 | 114 | 4 | -20 | -11 | -15 | 25 | 26 | 27 | 5.90 | 2.57 | 1.72 |
| Северсталь | 8 | 20 | 23 | -79 | 67 | -12 | -12 | -11 | -21 | 20 | 22 | 18 | 4.14 | 1.54 | 0.86 |
| ММК | 20 | 19 | 21 | -20 | 10 | -40 | 23 | 46 | 7 | 39 | 33 | 32 | 1.65 | 1.77 | 1.14 |
| Мечел | 11 | 22 | 24 | -82 | 72 | 56 | 12 | 9 | 0 | 32 | 27 | 27 | 8.56 | 2.72 | 2.24 |
| ТМК | 9 | 17 | 21 | -55 | -66 | 9 | 17 | -3 | -9 | 41 | 23 | 15 | 10.91 | 3.66 | 2.29 |

Информация о доходности



ТОП-10 по обороту за три месяца

| Выпуск | УТМУТР | MDUR | Спрэд к ОФЗ | Объем, млн. руб. | Купон, % | Оферта | Погашение | Оборот за 3 мес, млн руб. | Сделок за 3 мес. | Рейтинги | Котир. лист | Ломбард |
|------------|--------|------|-------------|------------------|----------|----------|-----------|---------------------------|------------------|----------------|-------------|---------|
| ЕврХолдФ 1 | 9.08 | 1.89 | 261 | 10 000 | 9.25% | - | 14.06.12 | 19 590 | 876 | В+/В1/В+ | Б | Нет |
| НорНик БО3 | 7.23 | 2.23 | 59 | 15 000 | 7.00% | - | 06.11.14 | 16 699 | 619 | BBB-/Baa2/BBB- | A1 | Да |
| Сибметин01 | 9.76 | 2.84 | 288 | 10 000 | 13.50% | 15.11.16 | 15.11.18 | 14 256 | 640 | В+/В1/В+ | Б | Да |
| Сибметин02 | 9.76 | 2.84 | 288 | 10 000 | 13.50% | - | 14.12.10 | 12 429 | 456 | В+/В1/В+ | Б | Да |
| ЕврХолдФ 3 | 9.08 | 1.89 | 261 | 5 000 | 9.25% | 21.12.10 | 19.06.12 | 9 725 | 516 | В+/В1/В+ | Б | Нет |
| Мечел 13об | 9.97 | 3.44 | 290 | 5 000 | 10.00% | - | 01.07.14 | 8 996 | 332 | /B1/ | A1 | Да |
| СевСт-БО1 | 7.36 | 0.69 | 192 | 15 000 | 14.00% | - | 16.12.10 | 8 903 | 445 | BB-/Ba3/B+ | Б | Да |
| ТМК БО-1 | 8.56 | 2.36 | 187 | 5 000 | 8.85% | - | 15.12.11 | 7 371 | 248 | В/Ва3/NR | Б | Нет |
| ЕврХолдФ 2 | 9.98 | 3.58 | 286 | 10 000 | 9.95% | - | 24.06.12 | 6 762 | 202 | В+/В1/В+ | В | Нет |
| Мечел 14об | 9.96 | 3.44 | 288 | 5 000 | 10.00% | 04.01.11 | 03.07.12 | 6 570 | 334 | /B1/ | A1 | Да |

Источники: ММВБ, данные компаний, Аналитический департамент Банк Москвы

Кредитный портрет отрасли

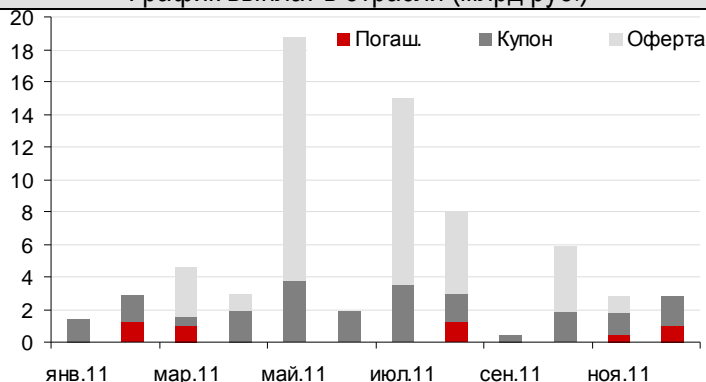
Телекоммуникации

Рекомендации: Credit Buy, Credit Sell

Выу: МРК / Ростелеком. В 1-м квартале 2011 года облигации семи МРК будут конвертированы в облигации Ростелекома с сохранением параметров выпусков.

Кредитные метрики консолидированного Ростелекома выглядят гораздо лучше по сравнению с большинством МРК. По нашим оценкам net debt / EBITDA Ростелекома после слияния снизится до 0.88x. Мы считаем покупки выпусков МРК интересной кредитной идеей в настоящее время. В начале декабря S&P подтвердило рейтинг Ростелекома на уровне BB со стабильным прогнозом, учитывая перспективы консолидации долга МРК.

График выплат в отрасли (млрд руб.)

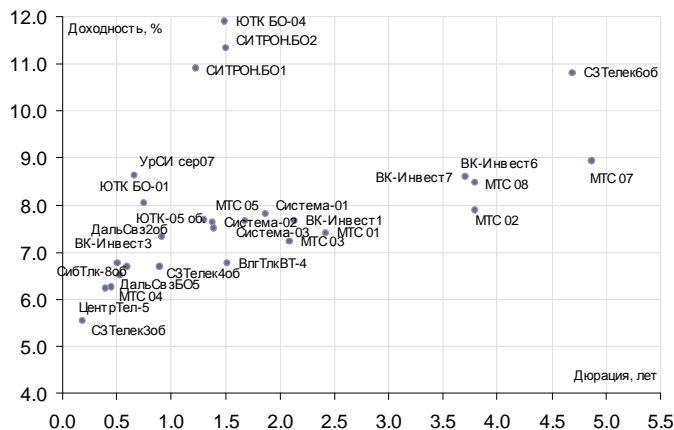
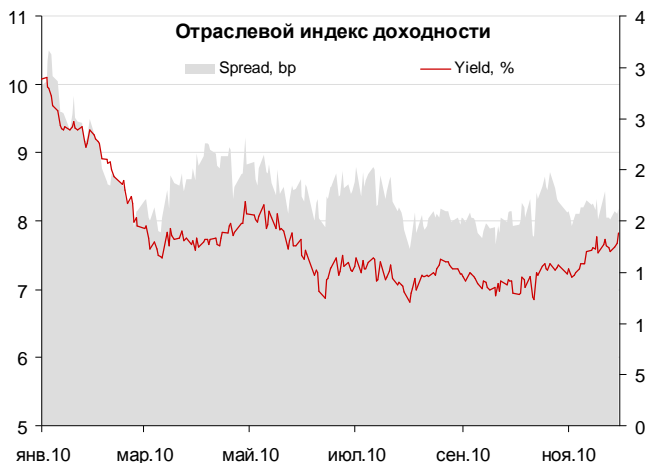


В сентябре большая часть оферт приходится на МТС-4 (15 млрд рублей), а в июле на Вымпелком-3 (10 млрд рублей)

Кредитные метрики

| Компания | EBITDA marg, % | | | CAPEX y-o-y | | | DEBT y-o-y | | | ST debt, % | | | Net Debt / EBITDA | | |
|-------------------------|----------------|------|------|-------------|------|------|------------|-------|------|------------|------|------|-------------------|------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| МТС | 45 | 44 | 43 | -1 | -4 | 29 | 56 | -16 | 10 | 24 | 21 | 21 | 1.30 | 0.92 | 0.96 |
| ВК-Инвест | 49 | 48 | 47 | -63 | -321 | 30 | -15 | 17 | 5 | 33 | 33 | 33 | 0.96 | 0.77 | 0.60 |
| Ростелеком (отдельно) | 18 | 19 | 19 | -10 | -5 | 1 | -19 | 1 016 | 3 | 100 | 7 | 8 | -0.45 | 1.45 | 1.50 |
| Ростелеком + МРК | 36 | 37 | 39 | -46 | 30 | 19 | -19 | 10 | -1 | 41 | 29 | 29 | 1.05 | 1.00 | 0.88 |
| Уралсвязьинформ | 40 | 40 | 41 | -55 | 11 | 77 | -17 | -36 | -3 | 38 | 38 | 38 | 1.42 | 0.68 | 0.59 |
| Сибирьтелеком | 38 | 37 | 38 | -56 | 67 | 20 | -21 | -11 | -2 | 48 | 34 | 33 | 1.38 | 1.16 | 0.99 |
| ВолгаТелеком | 44 | 42 | 44 | -49 | 79 | 15 | -40 | 37 | 4 | 30 | 20 | 20 | 0.61 | 0.82 | 0.77 |
| Северо-Западный Телеком | 44 | 45 | 46 | -58 | -6 | 12 | 8 | -18 | -3 | 53 | 43 | 44 | 1.57 | 1.07 | 0.89 |
| ЦентрТелеком | 45 | 47 | 48 | -24 | 53 | 10 | -27 | -22 | -3 | 32 | 41 | 42 | 1.07 | 0.66 | 0.55 |
| Дальсвязь | 36 | 35 | 36 | -28 | 15 | 20 | -25 | 65 | -4 | 47 | 19 | 18 | 0.67 | 1.03 | 0.81 |
| ЮТК | 44 | 44 | 45 | -57 | 69 | 15 | -15 | 3 | -2 | 36 | 37 | 36 | 1.99 | 1.64 | 1.46 |

Информация о доходности



ТОП-10 по обороту за три месяца

| Выпуск | УТМ/УТР | MDUR | Спрэд к ОФЗ | Объем, млн. руб. | Купон, % | Оферта | Погашение | Оборот за 3 мес, млн руб. | Сделок за 3 мес. | Рейтинги | Котир. лист | Ломбард |
|------------|---------|------|-------------|------------------|----------|----------|-----------|---------------------------|------------------|----------|-------------|---------|
| ВК-Инвест6 | 8.60 | 3.71 | 145 | 10 000 | 8.30% | - | 01.08.13 | 18 562 | 573 // | | Внеслис | Нет |
| ВК-Инвест7 | 8.59 | 3.71 | 144 | 10 000 | 8.30% | 10.02.11 | 11.08.11 | 15 080 | 339 // | | Внеслис | Нет |
| МТС 04 | 6.22 | 0.40 | 132 | 15 000 | 16.75% | - | 30.08.11 | 13 972 | 1220 ВВ/Вa2/ВВ+ | A1 | Да | |
| ВК-Инвест1 | 7.66 | 2.13 | 107 | 10 000 | 9.25% | 11.08.11 | 08.08.13 | 12 959 | 339 // | | Б | Да |
| МТС 08 | 8.47 | 3.80 | 130 | 15 000 | 8.15% | - | 05.09.11 | 8 501 | 130 ВВ/Вa2/ВВ+ | A1 | Нет | |
| МТС 05 | 7.50 | 1.39 | 134 | 15 000 | 14.25% | - | 15.09.11 | 8 272 | 648 ВВ/Вa2/ВВ+ | A1 | Да | |
| Система-02 | 7.62 | 1.38 | 147 | 20 000 | 14.75% | - | 28.11.13 | 8 064 | 710 ВВ/Вa3/ВВ- | A1 | Да | |
| МТС 07 | 8.93 | 4.86 | 150 | 10 000 | 8.70% | 14.06.11 | 07.06.16 | 6 774 | 133 ВВ/Вa2/ВВ+ | A1 | Нет | |
| Система-03 | 7.66 | 1.69 | 131 | 19 000 | 12.50% | 06.12.11 | 27.11.18 | 5 754 | 466 ВВ/Вa3/ВВ- | Б | Да | |
| ВК-Инвест3 | 6.77 | 0.51 | 163 | 10 000 | 15.20% | - | 11.08.11 | 5 605 | 277 // | | Б | Да |

Источники: ММВБ, данные компаний, Аналитический департамент Банк Москвы

Кредитный портрет отрасли

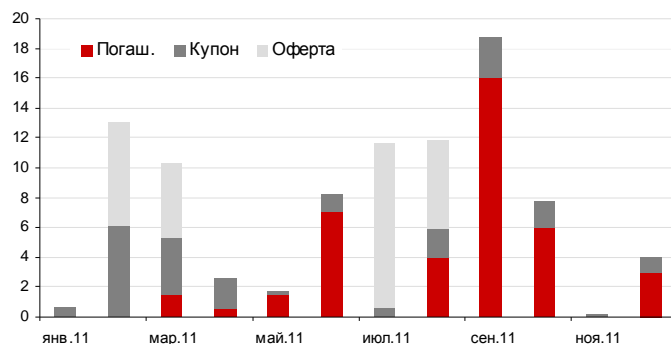
Электроэнергетика

Рекомендации: Credit Buy, Credit Sell

График выплат в отрасли (млрд руб.)

Sell: При более высокой долговой нагрузке **МОЭСК-1** (0.6 года, 123 б.п. к ОФЗ) торгуется с аналогичным **ОГК-5** (0.6 года, 126 б.п. к ОФЗ) спрэдом к ОФЗ. Справедливый спрэд порядка 180 б.п.

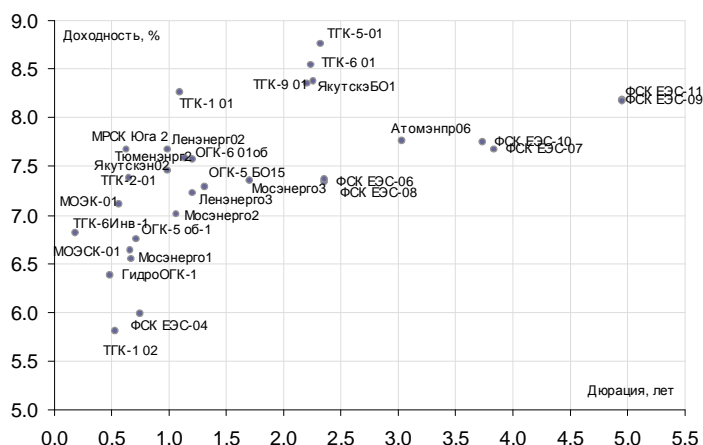
Пик погашений приходится на сентябрь 2011 г.: **МОЭСК-1**, **Мосэнерго-1**, **ОГК-5-1**



Кредитные метрики

| Компания | EBITDA marg, % | | | CAPEX y-o-y, % | | | DEBT y-o-y, % | | | ST debt, % | | | Net Debt / EBITDA | | |
|------------|----------------|------|------|----------------|------|------|---------------|------|------|------------|------|------|-------------------|--------|-------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| ОГК-3 | 20 | 6 | 9 | -10 | 1 | 142 | | | | | | | -8.93 | -18.28 | -7.33 |
| ОГК-5 | 21 | 17 | 22 | -13 | 15 | -1 | 167 | 38 | 8 | 22 | 20 | 23 | 2.09 | 2.64 | 0.89 |
| ОГК-6 | 14 | 8 | 9 | -26 | -33 | -9 | 82 | 257 | 85 | 0 | 7 | 5 | 0.86 | 5.09 | 6.74 |
| РусГидро | 44 | 17 | 54 | -21 | 71 | 72 | -7 | 10 | 9 | 15 | 11 | 12 | -0.55 | 0.04 | 0.23 |
| ФСК ЕЭС | 33 | 55 | 52 | -39 | 87 | 15 | -61 | 221 | 192 | 56 | 31 | 24 | -3.90 | -0.52 | 0.46 |
| МРСК Урала | 12 | 11 | 15 | -56 | 43 | 41 | -15 | 67 | 15 | 14 | 16 | 16 | 1.06 | 1.09 | 0.77 |
| МРСК Юга | 20 | 15 | 23 | -58 | 33 | 74 | 44 | 25 | 37 | 11 | 13 | 14 | 3.36 | 4.52 | 2.78 |
| МОЭСК | 33 | 29 | 30 | -66 | 42 | 7 | -9 | 8 | 13 | 60 | 7 | 8 | 1.98 | 1.73 | 1.90 |
| Ленэнерго | 35 | 27 | 37 | -22 | 83 | -3 | -2 | 48 | 21 | 40 | 35 | 33 | 1.32 | 2.40 | 1.66 |

Информация о доходности



ТОП-10 по обороту за три месяца

| Выпуск | УТМ/УТР | MDUR | Спрэд к ОФЗ | Объем, млн. руб. | Купон, % | Оферта | Погашение | Оборот за 3 мес, млн руб. | Сделок за 3 мес. | Рейтинги | Котир. лист | Ломбард |
|------------|---------|------|-------------|------------------|----------|----------|-----------|---------------------------|------------------|-------------------|-------------|---------|
| ФСК ЕЭС-10 | 7.75 | 3.73 | 59 | 10 000 | 7.75% | 24.05.12 | 25.11.13 | 17 208 | 386 | BBB/Baa2/NR | В | Нет |
| Атомэнпр06 | 7.75 | 3.04 | 81 | 10 000 | 7.50% | - | 01.10.13 | 17 187 | 696 | BBB-// | Внеспис | Да |
| ФСК ЕЭС-06 | 7.33 | 2.36 | 64 | 10 000 | 7.15% | - | 27.11.13 | 9 805 | 335 | BBB/Baa2/NR | В | Нет |
| ФСК ЕЭС-08 | 7.36 | 2.36 | 66 | 10 000 | 7.15% | 30.11.11 | 30.11.13 | 9 703 | 276 | BBB/Baa2/NR | В | Нет |
| ТГК-5-01 | 8.76 | 2.33 | 208 | 5 000 | 8.75% | - | 07.11.17 | 6 379 | 170 | // | В | Нет |
| ЯкутскЭБО1 | 8.38 | 2.26 | 173 | 3 000 | 8.25% | 08.06.12 | 08.12.13 | 4 531 | 201 | //BB | A2 | Да |
| ГидроОГК-1 | 6.38 | 0.49 | 128 | 5 000 | 8.10% | 11.10.13 | 06.10.17 | 3 707 | 250 | BB+/WithDrawn/BB+ | Внеспис | Да |
| ТГК-2 БО-1 | 9.27 | 2.25 | 262 | 5 000 | 9.00% | 08.11.12 | 02.11.17 | 3 464 | 119 | //В | Б | Нет |
| ФСК ЕЭС-04 | 5.98 | 0.75 | 45 | 6 000 | 7.30% | 29.11.11 | 26.11.13 | 3 382 | 185 | BBB/Baa2/NR | Внеспис | Да |
| ТГК-9 01 | 8.35 | 2.21 | 172 | 7 000 | 8.10% | - | 30.10.28 | 3 353 | 286 | // | В | Нет |

Источники: ММВБ, данные компаний, Аналитический департамент Банк Москвы

Кредитный портрет отрасли

Розничные сети и потребсектор

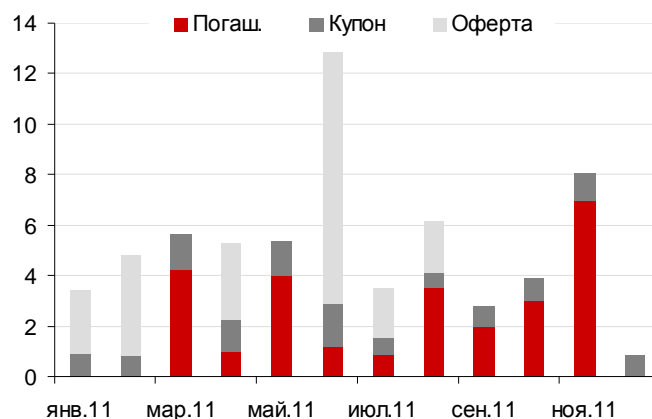
Рекомендации: Credit Buy, Credit Sell

Игра на спредах X5 и Копейки все еще интересна. Компании находятся в стадии слияния. Интересной идеей остается сужение спреда ВБД к ОФЗ. Спрэд колеблется в районе 100 б.п. Мы полагаем, что как только прояснятся алгоритм слияния с PepsiCo и детали относительно рыночного долга ВБД, спрэд примет символическую величину.

Компании розничной торговли продолжают демонстрировать высокие темпы роста в 2011 г. Рост выручки продуктовых розничных сетей будет происходить за счет увеличения торговых площадей и ускорения инфляции.

Пик оферт приходится на июнь 2011 г.: Икс-5 (8 млрд руб.). Пик погашений приходится на конец года: Джи-Эф-Си-1, Юнимилк-1.

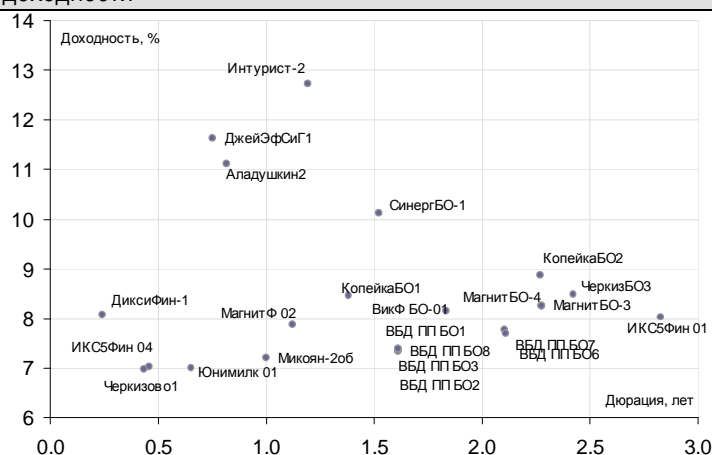
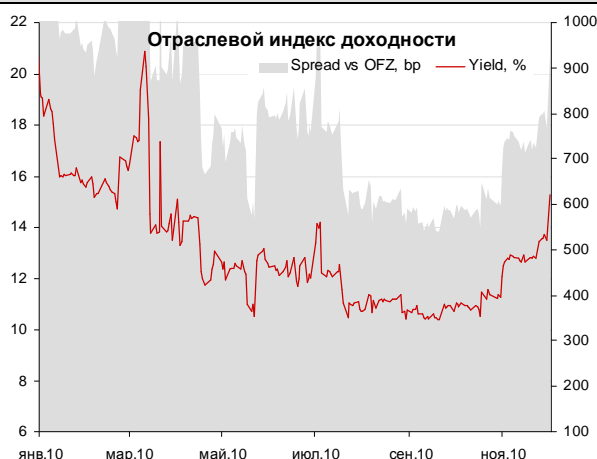
График выплат в отрасли (млрд руб.)



Кредитные метрики

| Компания | EBITDA marg, % | | | CAPEX y-o-y, % | | | DEBT y-o-y, % | | | ST debt, % | | | Net Debt / EBITDA | | |
|--------------------|----------------|------|------|----------------|------|------|---------------|------|------|------------|------|------|-------------------|------|------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| ИКС 5 ФИНАНС | 8 | 8 | 8 | -74 | 252 | -45 | -6 | 84 | -6 | 85 | 11 | 12 | 2.08 | 3.12 | 2.46 |
| Магнит Финанс | 10 | 8 | 8 | -25 | 208 | 12 | 5 | 137 | 91 | 66 | 72 | 96 | -0.02 | 1.38 | 1.07 |
| Дикси-Финанс | 5 | 5 | 6 | -68 | 30 | 78 | 6 | 6 | -5 | 66 | 35 | 32 | 2.90 | 2.31 | 1.59 |
| Вимм-Билль-Данн ПП | 14 | 12 | 13 | -33 | 39 | -1 | -23 | 98 | -2 | 43 | 50 | 49 | 0.82 | 2.57 | 2.03 |
| Аптечная сеть 36.6 | 7 | 9 | 11 | -84 | 142 | 92 | 77 | -7 | -3 | 27 | 24 | 43 | 5.73 | 2.79 | 1.96 |

Информация о доходности



ТОП-10 по обороту за три месяца

| Выпуск | YTM/YTP | MDUR | Спрэд к ОФЗ | Объем, млн. руб. | Купон, % | Оферта | Погашение | Оборот за 3 мес, млн руб. | Сделок за 3 мес | Рейтинги | Котир. лист | Ломбард |
|------------|---------|------|-------------|------------------|----------|----------|-----------|---------------------------|-----------------|------------|-------------|---------|
| ИКС5Фин 01 | 8.01 | 2.83 | 107 | 9 000 | 7.95% | 20.07.11 | 17.07.14 | 8 039 | 264 | BB-/B1/NR | Б | Да |
| ВБД ПП БО8 | 7.33 | 1.61 | 98 | 5 000 | 7.35% | - | 04.04.12 | 4 576 | 224 | BB-/Ba3/NR | Внеспис | Нет |
| ВБД ПП БО6 | 7.77 | 2.11 | 114 | 5 000 | 7.90% | - | 27.05.11 | 4 496 | 224 | BB-/Ba3/NR | Внеспис | Да |
| ВБД ПП БО7 | 7.69 | 2.11 | 106 | 5 000 | 7.90% | - | 09.04.15 | 4 115 | 166 | BB-/Ba3/NR | Внеспис | Да |
| ВБД ПП БО1 | 7.38 | 1.61 | 104 | 3 000 | 7.35% | - | 15.04.11 | 3 820 | 168 | BB-/Ba3/NR | Внеспис | Нет |
| МагнитБО-4 | 8.26 | 2.27 | 154 | 2 000 | 8.25% | - | 05.08.11 | 3 764 | 203 | // | A2 | Нет |
| ИКС5Фин 04 | 7.02 | 0.46 | 201 | 8 000 | 18.46% | - | 06.07.11 | 3 551 | 196 | BB-/B1/NR | Б | Да |
| КопейкаБО2 | 8.87 | 2.27 | 216 | 3 000 | 9.00% | - | 08.07.11 | 3 471 | 358 | B-/NR/NR | В | Нет |
| ВБД ПП БО2 | 7.35 | 1.61 | 101 | 3 000 | 7.35% | 19.10.11 | 17.04.13 | 2 961 | 152 | BB-/Ba3/NR | Внеспис | Нет |
| ВБД ПП БО3 | 7.38 | 1.61 | 104 | 3 000 | 7.35% | - | 26.04.11 | 2 442 | 175 | BB-/Ba3/NR | Внеспис | Нет |

Источники: ММВБ, данные компаний, Аналитический департамент Банк Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Финансовый сектор**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор**

Купеев Виталий

Kupeeov_VS@mmbank.ru**Телекоммуникации**

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

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

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

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