



На рынке

- На денежном рынке – рост коротких ставок из-за налоговых выплат, длинный конец кривой стабилен.
- Эффект конца квартала помог только с оборотами, цены же выпусков рублёвых облигаций находились под давлением.
- **GBP'16** сократил спрэд к кривой **Газпрома** до справедливых уровней, мы закрываем рекомендацию.
- Отсутствие новых внешних факторов риска вместе с тенденцией к снижению доходностей американских суверенных облигаций оказывают хорошую поддержку российскому рынку еврооблигаций.
- **РусГидро** (BB+/Withdrawn/ BB+) в ближайшее время планирует разместить выпуск рублевых еврооблигаций объемом 15 млрд руб., что вряд ли повлияет на кредитное качество и рейтинги РусГидро. На наш взгляд наиболее вероятным выглядит размещение 5-7-летнего выпуска. Справедливую доходность пятилетней бумаги мы видим на уровне 8.1-8.25 %, семилетней – на уровне 8.6-8.8 %.
- **Мосэнерго** опубликовал сильную финансовую отчетность за 2010 год и озвучил планы на 2011 год. Мы полагаем, что планы компании по наращиванию инвестпрограммы в 2011 году до 17 млрд руб. не приведут к ухудшению кредитных метрик эмитента. Обращающиеся бонды Мосэнерго считаем переоцененными и рекомендуем к продаже. Потенциал роста доходности выпуска Мосэнерго-3 на дюреции 1.5 года составляет около 30 б.п. – до 6.8 %.

Доходности и спрэды		yield,%	б.п.
RUS_30	↑	4.713	7
RUS30_UST10 bp	↑	128	128
UST_10	↓	3.433	-1
UST_2	↑	0.752	2
UST10-UST2 bp	↓	268	-2
EU_10	↑	3.291	1
EU_2	↑	1.735	0
EU10-EU2 bp	↑	156	1
EMBI+ bp	↑	260	0
Денежный рынок			
LIBOR OIS US 3m	↑	17	0
LIBOR OIS EUR 3m	↓	14	-2
Mosprime o/n	↑	3.16	0.0
Mosprime 3m	↑	3.95	0.0
RUB NDF 3m,%	↓	3.21	0.0
К/с+депоз (млрд руб)	↓	1 231	-230.4
Кредитный риск CDS 5y			
Russia	↓	128	-1
Greece	↓	977	-12
Portugal	↑	561	14
Spain	↓	213	-14
Italy	↓	153	-6
Индексы			
		цена	изм,%
MSCI BRIC	↓	357	-0.59
MSCI Russia	↑	1 083	0.13
Dow Jones	↓	12 198	-0.19
RTSI	↑	2 045	0.17
VIX (RTS)	↑	26	4.16
Валюты			
EUR/USD	↑	1.4097	0.13
3m FWD rate diff	↓	-133	-1
RUB/USD	↓	28.332	-0.07
RUB/EUR	↓	39.960	-0.03
RUB BASK	↓	33.564	-0.03
Товары			
Urals \$ / bbl	↓	111	-1.08
Золото \$ / troy	↓	1 420	-0.65

Денежный рынок

Стабильный день

Внутренний рынок

Скорее негатив, чем позитив

Глобальные рынки

GazpromBank'16: закрытие рекомендации

UST снова востребованы

Российские еврооблигации: временный рост цен?

Корпоративные новости

РусГидро: им не страшен новый долг

Мосэнерго: сильная отчетность, переоцененные облигации

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Новости коротко

Сегодня

- Размещение **Почта России-01** (7 млрд руб.), **БНП Париба Банк-01** (2 млрд руб.), **ОТП Банк-02** (2.5 млрд руб.)
- Оферта **Татфондбанк-5** (2 млрд руб.)
- Открытие книги заявок **Крайинвестбанка** на покупку облигаций серии БО-01 объемом 1.5 млрд руб. Книга открыта с 11:00 МСК 29 марта до 16:00 15 апреля.

Корпоративные новости

- **ФСК** в понедельник завершила листинг глобальных депозитарных расписок (GDR) на основной площадке Лондонской фондовой биржи. На текущий момент объем программы GDR составляет 0.13 % уставного капитала. / Интерфакс
- Внеочередное собрание акционеров **ФСК** утвердило решение об обмене акций генерирующих компаний на бумаги ИнтерРАО. Как сообщается, ФСК уже вышла из уставного капитала ОГК-1 (40.2 % акций), Волжской ТГК (30 %), ТГК-11 (27.5 %), ТГК-6 (23.6 %). / Интерфакс
- **Мечел** ведет переговоры о покупке 80 % акций **Распадской**. Мечел готов приобрести такой пакет лишь за сумму около \$ 2 млрд (по данным Коммерсанта - \$ 2.5 млрд) из-за «высокой социальной нагрузки и поставарийного состояния шахты», в то время как владельцы компании запрашивают \$ 6 млрд. / Интерфакс
- **Промсвязьбанк** опубликовал отчетность по МСФО за 2010 год. Чистая прибыль составила 2.5 млрд руб. / Прайм-ТАСС
- Чистая прибыль **Группы Черкизово** по US GAAP за 2010 год выросла на 16 % в рублевом эквиваленте и на 21 % в долларовом выражении, составив \$ 144.4 млн. / Reuters

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **ЮТэйр** установил ставку купонов по биржевым облигациям БО-04, БО-05 на уровне 9 %. Ориентир ставки при открытии книги заявок составлял 9.1-9.4 %. Размещение состоится 30 марта 2010 г. / Cbonds

Кредитные рейтинги

- **Fitch** подтвердило рейтинг **Норильского никеля** на уровне «BBB-» и исключило из списка Rating Watch «негативный». / Fitch
- **Fitch** повысило рейтинг **Банка «Тинькофф Кредитные Системы»** до уровня «B», прогноз «стабильный». / Fitch

Денежный рынок

Стабильный день

Параметры банковской ликвидности

Изм.	29.03	28.03	25.03	25.02
Корсчета	-37	500	537	700
Депозиты	-177	517	694	684
Всего	-213	1017	1231	1461

Источник: ЦБ РФ

Вчера мы отмечали корректировку короткого конца кривой денежного рынка вверх на 30-50 б.п. на фоне существенного изъятия средств из системы в связи с налоговыми выплатами. В конце дня деро o/n – на уровне 3-3.15%. Длинные ставки были стабильны. В кривой NDF также наблюдалось движение в основном в коротком сегменте – до трех месяцев. На валютном рынке благодаря зеркальному движению доллара и евро против рубля, рубль практически не изменился к бивалютной корзине.

Сегодня Минфин предложит банкам 40 млрд руб. под 4.8 % с погашением в ноябре. Мы полагаем, что спрос на депозиты будет исходить из локально сузившейся ликвидности и довольно интересного уровня ставки. Самый длинный 6-месячный Mosprime сейчас находится на уровне 4.3%, NDF сопоставимого с депозитом срока 3.7-3.8%, что предполагает премию в 50-60 б.п. Премия сопоставима с ожидаемым нами ростом ключевых ставок ЦБ до конца года на 50 б.п.

Сегодня совокупная ликвидность сократилась до минимального значения с начала года – 1 трлн руб. из за выплаты очередной порции налогов, однодневные депозиты котируются по 2.75-3.75 % на уровне недельных ставок. Кривая денежного рынка стала более плоской за счёт подъёма коротких ставок, но мы не считаем текущее сокращение ликвидности критическим. Судя по динамике сальдо операций КБ с ЦБ, которое находится на уровне 30-дневной скользящей средней, и все еще отсутствующих сделок прямого РЕПО с ЦБ, острой нехватки средств на рынке не наблюдается.



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Нефёдов

Внутренний рынок

Скорее негатив, чем позитив

Динамика ликвидных ОФЗ					
Выпуск	28.03		25.03.2011		
	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 46018	-	7.84	6.44	0	0.00
ОФЗ 26204	695	7.85	5.13	0	-0.01
ОФЗ 26203	1 017	7.55	4.20	1	-0.03
ОФЗ 25077	704	7.47	3.81	-2	0.07
ОФЗ 25075	1 245	7.25	3.49	0	0.02
ОФЗ 25076	211	6.53	2.53	-2	0.05
ОФЗ 25078	320	5.76	1.67	1	-0.02
ОФЗ 25073	2 231	5.28	1.23	-1	0.00

Источник: ММВБ

Эффект конца квартала оправдал себя вчера только в объеме торгов – в основном режиме и РПС прошел оборот более 30 млрд рублей. С точки зрения цен, конец квартала не помог: основной оборот прошел в упавших в цене выпусках – порядка 60%. Кривая ОФЗ практически стояла на месте: 25077 потерял 2 б.п. в доходности (7.47%). В корпоративном секторе наблюдались продажи в длинных бумагах: МТС 07 (MD 4.61/-0.13 %/ yield 8.75/+2 б.п.), ВК-Инвест6 (MD 3.45/-0.13 %/ yield 8.47/+4 б.п.). Также в лидерах оборота появилась Москва: МГорб1-об (MD 1.79/-0.97 %/ yield 6.82/+51 б.п.). Среди коротких бумаг инвесторам приглянулись: РосселхБО6 (MD 0.99/0.28 %/ yield 6.28/-27 б.п.), Мечел 13об (MD 3.4/-0.04 %/ yield 8.7/0 б.п.), МОЭСК-01 (MD 0.42/0.17 %/ yield 5.88/-43 б.п.).

На рублёвом еврорынке продолжается сужение спреда РСХБ'16 к локальной кривой. Сужение дисконта Russia-18 к 26204 замедлилось. Внешний бонд торгуется вновь выше 102% по цене - 7.5% по доходности.

Юрий Нефёдов

Статистика торгов

Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
АИЖК 12об	407	3	7 000	15.12.13	15.06.11	110.3	-1.34	-28.98	0.30
А-ИнжИв 1	400	4	1 750	30.10.14	-	100.1	-0.18	8.65	2.83
ВК-Инвест6	1044	21	10 000	13.10.15	-	100.0	-0.13	8.47	3.45
ВК-Инвест7	880	15	10 000	13.10.15	-	100.1	0.07	8.44	3.45
ГазпромА13	973	20	10 000	26.06.12	-	108.8	-0.04	5.78	1.10
ЕАБР04	364	13	5 000	06.02.18	11.02.14	100.5	0.05	7.64	2.43
ЕвроХим 03	449	9	5 000	14.11.18	18.11.15	99.8	-0.35	8.48	3.55
ЛСР БО-3	335	18	2 000	20.03.14	-	101.0	0.34	9.32	2.44
Лукойл3обл	553	12	8 000	08.12.11	-	101.2	-0.09	5.37	0.65
МГорб1-об	469	7	30 000	03.06.13	-	116.9	-0.97	6.82	1.79
МГорб2-об	660	12	35 000	08.06.14	-	118.2	-0.03	6.99	2.50
МДМ БО-2	1349	37	5 000	21.03.14	-	100.2	0.00	8.22	2.50
Мечел 13об	315	3	5 000	25.08.20	01.09.15	105.4	-0.04	8.70	3.40
ММК БО-2	314	11	10 000	12.12.12	14.12.11	102.8	0.14	5.71	0.66
Мосэнерго3	583	9	5 000	28.11.14	06.12.12	106.2	0.05	6.46	1.46
МОЭСК-01	539	21	6 000	06.09.11	-	101.0	0.17	5.88	0.42
МТС 05	636	14	15 000	19.07.16	26.07.12	109.5	0.07	6.51	1.14
МТС 07	1332	31	10 000	07.11.17	-	100.6	-0.13	8.75	4.61
МТС 08	789	37	15 000	03.11.20	12.11.15	100.4	0.18	8.21	3.55
ОГК-5 БО15	432	11	4 000	18.06.13	19.06.12	101.3	-0.02	6.47	1.11
ОФЗ 25062	436	6	45 000	04.05.11	-	100.3	-0.03	3.15	0.10
РЖД БО-01	747	11	15 000	05.12.12	-	104.9	-0.10	6.39	1.47
РиэлЛинв 1	400	4	2 000	19.12.14	-	100.1	-0.02	8.65	2.95
РосселхБ 3	550	6	10 000	09.02.17	13.02.14	104.8	-0.24	7.52	2.40
РосселхБО6	452	7	10 000	29.10.13	01.05.12	100.4	0.28	6.28	0.99
РУСАЛБАл07	684	23	15 000	22.02.18	03.03.14	100.2	-0.03	8.40	2.44
Система-04	3100	80	19 500	15.03.16	-	100.2	-0.25	7.73	2.22
ТехнЛизИЮ1	400	4	1 750	24.10.14	-	100.1	0.01	8.64	2.81
ТрансКред6	1013	7	4 000	17.04.14	-	101.5	0.25	7.84	2.48
ЮТэйрФБО-3	964	8	1 500	19.12.13	-	102.0	-0.63	8.90	2.24

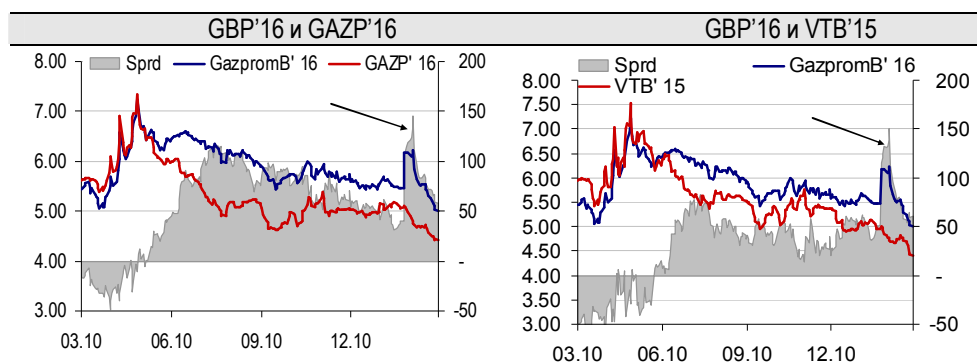
Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Глобальные рынки

GazpromBank'16: закрытие рекомендации

В обзоре от 5 марта мы отмечали, что спрэд GBP'16 к еврокривой Газпрома является завышенным и предлагает слишком существенную премию за меньшую ликвидность выпуска. В настоящий момент спрэд достиг справедливого уровня в 60 б.п., сократившись с 5 марта на 50 б.п. В связи с этим мы закрываем данную рекомендацию.

Юрий Нефёдов

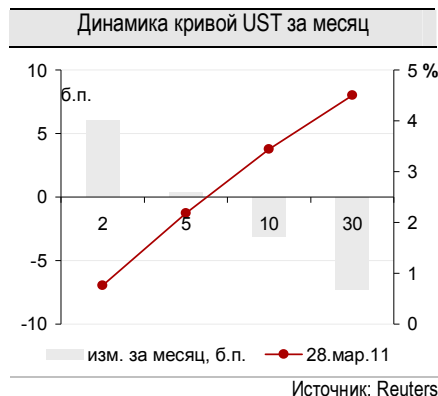


UST снова востребованы

Вчерашний день на внешних рынках начинался неплохо, рост котировок поддержала оптимистичная макростатистика из Штатов, где потребительские расходы в феврале выросли на 0.7 % против роста доходов на 0.3 %. Однако в конце дня на внешних рынках наметились признаки коррекции. Если раньше «португальский вопрос», авария на японской АЭС и военные действия на Ближнем Востоке компенсировались ожиданиями публикации хороших отчетностей, то вчера этот фактор поддержки несколько ослаб. В частности, с предупреждением о снижении прибыли выступил оператор отелей Marriott International, что ударило по бумагам и других потребительских компаний.

Спрос на UST также повысился после того, как главы ФРБ Бостона и Чикаго, ранее допускавшие «ястребиные» комментарии, высказались в пользу сохранения программы стимулирования, указав на высокую безработицу и низкую базовую инфляцию в США.

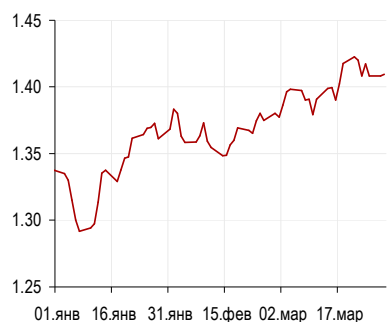
Короткие treasuries пользуются меньшим спросом на фоне большого первичного предложения: вчера прошел аукцион по размещению 2-летних бумаг на \$ 35 млрд, сегодня состоится размещение «пятилеток» на ту же сумму.



Изменение кривой UST				
	УТМ, %		Изм-е, б.п.	
	25.мар.11	28.мар.11	День	Месяц
UST 02	0.74	0.76	2	6
UST 05	2.16	2.18	2	0
UST 10	3.44	3.44	0	-3
UST 30	4.50	4.50	0	-7

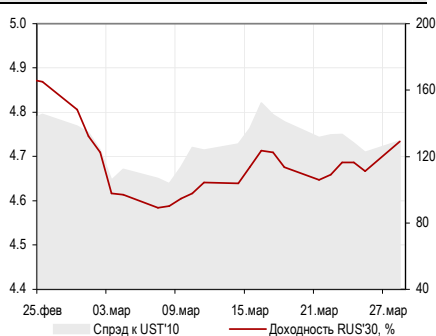
Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Курс EUR/USD



Источник: Reuters

Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Источник: Reuters

Российские еврооблигации: временный рост цен?

Отсутствие новых факторов риска вместе с тенденцией к снижению доходностей американских суверенных облигаций оказывают хорошую поддержку российскому долговому рынку. Наиболее ликвидные еврооблигации потеряли в доходностях 3-7 б.п. Отметим хороший спрос на рублевые еврооблигации Русгидро: компания недавно опубликовала неплохую отчетность и готовится к выпуску нового рублевого евробонда (см. сегодняшний кредитный комментарий).

Несмотря на хорошие результаты вчерашнего дня, не будем забывать о том, что внешних факторов риска сейчас много, а спрэд RUS'30 к UST'10, сузившийся утром до 127 б.п., имеет существенный потенциал к расширению.

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	113.8	2.23	143	1.8	0.03	-2
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	108.9	4.41	188	4.7	0.15	-3
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	124.8	5.42	256	1.0	0.14	-2
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	108.8	0.00	265	6.5	0.16	-2
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	106.7	5.68	209	7.8	0.35	-4
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	124.4	6.56	276	2.7	0.22	-2
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	108.6	6.59	247	12.1	0.29	-2
Alrosa' 20	USD	1000	03.11.20	107.4	6.68	331	6.6	0.29	-4
Evrax' 13	USD	1300	24.04.13	110.0	3.80	296	1.8	0.07	-4
Evrax' 15	USD	750	10.11.15	112.3	5.22	319	3.8	0.11	-3
Evrax' 18	USD	700	24.04.18	117.4	6.40	372	5.1	0.21	-4
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	104.0	3.66	324	0.9	0.00	1
MTS' 12	USD	400	28.01.12	104.9	2.03	162	0.8	0.01	-1
MTS' 20	USD	750	22.06.20	114.7	6.48	331	6.4	0.45	-7
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	104.2	3.72	324	1.1	0.04	-4
RuRail '17	USD	1500	03.04.17	104.8	4.82	212	4.9	0.20	-4
Rushydro '18	RUB	20000	28.10.15	99.8	8.10	101	3.5	0.38	-10
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	113.1	3.84	289	2.1	-0.01	0
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	113.6	4.43	312	2.6	0.09	-3
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	98.6	5.63	266	5.3	0.24	-4
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	104.3	1.63	118	0.9	-0.01	1
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	109.5	2.49	164	1.8	0.00	0
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	112.6	4.77	244	4.4	0.17	-4
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	108.0	5.06	243	4.9	0.18	-4
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	108.8	3.92	305	1.9	0.08	-4
VIP' 16	USD	600	23.05.16	110.6	5.82	357	4.1	0.18	-4
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	113.8	6.65	391	5.1	0.36	-7

Источники: Bloomberg

Анастасия Сарсон

Корпоративные новости**РусГидро: им не страшен новый долг**Событие

Вчера стало известно, что РусГидро (BB+/Withdrawn/ BB+) в ближайшее время планирует разместить выпуск рублевых еврооблигаций объемом 15 млрд руб. Окончательные параметры выпуска пока не определены. Председатель правления Евгений Дод также заявил о возможности размещения еще одного выпуска, поскольку долговая нагрузка компании позволяет привлекать дополнительное финансирование.

Размещение нового рублевого евробонда не повлияет на кредитное качество и рейтинги РусГидро, долговая нагрузка и прочие кредитные метрики компании останутся на благоприятном уровне. Однако мы ожидаем постепенного роста долговой нагрузки к 2015 году в связи с масштабной инвестиционной программой.

На наш взгляд наиболее вероятным выглядит размещение 5-7-летнего выпуска. Справедливую доходность пятилетней бумаги мы видим на уровне 8.1-8.25 %, семилетней – на уровне 8.6-8.8 %.

Комментарий

Как следует из опубликованной на прошлой неделе отчетности по РСБУ за 2010 год, текущий уровень долговой нагрузки РусГидро является низким – Долг/ЕБИТДА составляет 0.72X, подавляющая часть долга является долгосрочной. Однако мы отмечаем двукратный рост совокупного долга с 18.0 до 37.2 млрд руб., основной причиной которого стало размещение евробондов на 20 млрд руб. Помимо роста долговой нагрузки произошло некоторое ухудшение временной структуры долгового портфеля – по итогам 2010 г. доля долгосрочного долга составила 80.1 % (в 2009 г. – 93 %).

Долговая нагрузка компании продолжит увеличиваться - менеджмент компании не раз заявлял о планируемом отказе от государственных дотаций на инвестиционную программу. Помимо новости о размещении евробондов на днях в СМИ были опубликованы основные положения бизнес-плана компании до 2015 года. В частности, согласно документу, краткосрочный долг РусГидро к 2015 году может увеличиться до 35.2 млрд руб., долгосрочный – до 49 млрд руб. Но даже при столь масштабных планируемых заимствованиях долговая нагрузка компании должна остаться на низком уровне и в терминах «Совокупный долг/ЕБИТДА» вряд ли превысит 1.1X (прогноз по ЕБИТДА'15 – 90-95 млрд руб.).

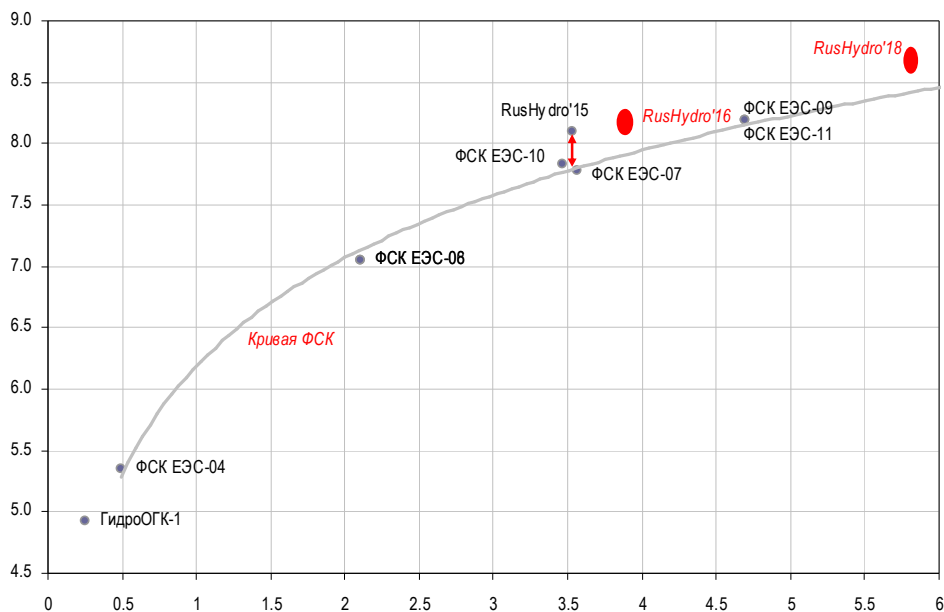
Таким образом, если не произойдет неожиданных крупных M&A сделок, требующих дополнительного финансирования, кредитное качество компании должно остаться исключительно высоким, и текущие рейтинги вряд ли будут понижены.

Влияние на рынок

В настоящее время на вторичном рынке обращается один рублевый выпуск РусГидро (ГидроОГК-1, MDur – 0.25, YTM 4.93 %), который в силу короткой дюрации не представляет особенного интереса, и относительно свежий номинированный в рублях евробонд. RusHydro'15, размещенный в октябре 2010 года, который торгуется с доходностью к погашению 8.1 % с дюрацией 3.53. Сопоставимые по дюрации рублевые облигации ФСК ЕЭС-07 и ФСК ЕЭС-10 торгуются на уровне 7.8 %. Таким образом, текущий спрэд выпусков составляет около 30 б.п.

Для оценки справедливой доходности планируемого выпуска РусГидро мы используем локальную кривую ФСК ЕЭС с поправкой на исторический дисконт за размещение рублевых еврооблигаций к сопоставимым рублевым выпускам (структуру выпуска, организационно-юридические риски и пр.). Кроме того, мы также учитываем необходимость предоставления премии к ФСК за менее сильный кредитный профиль и разницу в кредитных рейтингах эмитентов в две ступени. Принимая во внимание эти два разнонаправленных с точки зрения позиционирования фактора, доходность рублевого евробонда РусГидро мы видим на уровне чуть выше локальной кривой ФСК. Справедливую доходность пятилетних евробондов мы оцениваем в 8.1-8.25 %, семилетних – на уровне 8.6-8.8 %.

Карта доходности рублевых облигаций энергетического сектора



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Основные финансовые показатели РусГидро по РСБУ за 2008-2010 гг.

РСБУ, млн руб.	2008	2009	2010	%, г-к-г
Выручка	61 877.1	78 995.8	88 979.5	12.64 %
ЕВИТДА	31 021.6	50 395.6	51 753.8	2.70 %
Валовая прибыль	23 658.7	42 291.3	43 610.1	3.12 %
Чистая прибыль	16 450.2	10 329.0	37 962.9	267.54 %
Совокупный долг	18 636.7	18 048.5	37 210.7	106.17 %
Собственный капитал	410 117.2	445 162.5	504 972.1	13.44 %
Всего активы	441 293.8	475 509.1	551 332.6	15.95 %
ЕВИТДА margin (%)	50.1 %	63.8 %	58.2 %	
Чистая рентабельность (%)	26.6 %	13.1 %	42.7 %	
ЕВИТДА/проценты (x)	22.4	25.0	41.3	
Долг/ЕВИТДА (x)	0.6	0.4	0.7	
Долгосрочный долг/Долг (%)	94.2 %	93.0 %	80.1 %	

Источники: данные компании, расчеты RD Банка Москвы

Антон Дроздов, CFA, Екатерина Горбунова

Основные финансовые показатели
Мосэнерго по МСФО

млн руб.	2009	2010	г-г
Выручка	112 636	145 298	29 % 48
ЕБИТДА	13 604	20 092	%
Чистая прибыль	1 658	8 668	423 %
Совокупный долг	18 765	16 737	-11 % 1150
Ликвидные активы	2 267	28 334	%
Чистый долг	4 327	-11 597	-170 %
Собственный капитал	185 708	193 769	4 %
Всего активы	250 432	255 701	2 %
ЕБИТДА margin (%)	12.1 %	13.8 %	
Чистая рентабельность (%)	1 %	6 %	
Долг/ЕБИТДА (x)	1.4	0.8	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.3	-0.6	
Долг/Активы (x)	0.1	0.1	
Долг/Соб. капитал (x)	0.1	0.1	
Долгосрочный долг/ Долг (%)	89 %	70 %	

Источник: отчетность компании, расчеты RD Банка
Москвы

Мосэнерго: сильная отчетность, переоцененные облигации

Событие

Вчера Мосэнерго опубликовал отчетность по МСФО за 2010 год и провел телефонную конференцию с инвесторами, на которой поделилось своими планами.

Компания показала довольно сильные операционные показатели (рост выручки и ЕБИТДА составил около 30 %), рентабельность деятельности сохранилась на высоком уровне, составив 14 %. При этом, и без того крепкое кредитное качество эмитента, имеющего показатель Чистый долг/ЕБИТДА в 2009 году на уровне 0.3X, усилилось еще более. Мосэнерго снизил объем совокупного долга на 11 %, десятикратный рост ликвидной позиции перевел величину чистого долга эмитента глубоко в отрицательную плоскость (-11.6 млрд руб. на конец 2010 года).

- Мосэнерго опубликовал сильную финансовую отчетность за 2010 год и озвучил планы на 2011 год. И без того крепкое кредитное качество эмитента, еще более усилилось благодаря росту денежного потока и сокращению уровня чистого долга до отрицательного значения.
- Мы полагаем, что планы компании по наращиванию инвестпрограммы в 2011 году до 17 млрд руб. не приведут к ухудшению кредитных метрик эмитента.
- Обращающиеся бонды Мосэнерго, доходность которых в конце прошлой недели была ниже кривой ФСК, мы считаем переоцененными и рекомендуем к продаже. Потенциал роста доходности выпуска Мосэнерго-3 на дюрацию 1.5 года составляет около 30 б.п. – до 6.8 %.

Комментарий

- Выручка Мосэнерго увеличилась на 29 %, наиболее быстрыми темпами росли продажи тепла (+31 %). Помимо холодной погоды, которая вызвала повышение спроса на тепло на 7 %, существенными факторами роста стало восстановление потребления электроэнергии (+5 %) и увеличение доли либерализации рынка. В следующем году компания ожидает более скромные темпы роста выручки (+8 %).
- Компании удалось добиться определенных успехов в проводимой программе сокращения издержек, что стало одной из причин хороших финансовых итогов года. Итоговый показатель ЕБИТДА составил рекордные 20 млрд руб., что на 27 % превышает результаты предыдущего года. Маржа Мосэнерго по показателю ЕБИТДА за год изменилась незначительно и составила 14.5 %. Менеджмент ожидает ее сохранения на этом уровне и в следующем году.
- И без того невысокий уровень долговой нагрузки компании снизился до отрицательных значений из-за возврата займа, выданного Газэнергопром-Инвесту. Показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составил на конец года -0.6X.
- Компания озвучила планы по объему инвестиций на 2011 год в размере 17 млрд руб. по сравнению с 7 млрд руб. в 2010 году. По нашим оценкам денежный поток, генерируемый компанией (22.5 млрд руб. в 2010 году), достаточен для финансирования увеличивающейся инвестиционной программы. В связи с этим, на наш взгляд, даже если компания решит привлекать средства на публичном рынке, это не приведет к ослаблению ее кредитного профиля.

В целом, отчетность Мосэнерго продемонстрировала выдающиеся результаты. Издержки компании являются одним из самых главных рисков в условиях свободного рынка, и успешная программа сокращения издержек должна понравиться инвесторам, которые озабочены возможным пересмотром тарифов на поставляемую компанией электроэнергию.

Влияние на рынок

Несмотря на позитивные отчетные данные, вчера мы заметили ряд сделок с самым длинным обращающимся бондом Мосэнерго – Мосэнерго-3, прошедшие примерно на 50 б.п. ниже уровня закрытия пятницы с доходностью 7.15 % на дюрации 1.5 года на общую сумму 470 млн руб. Характер совершенных сделок, на наш взгляд, свидетельствует в пользу их технического характера.

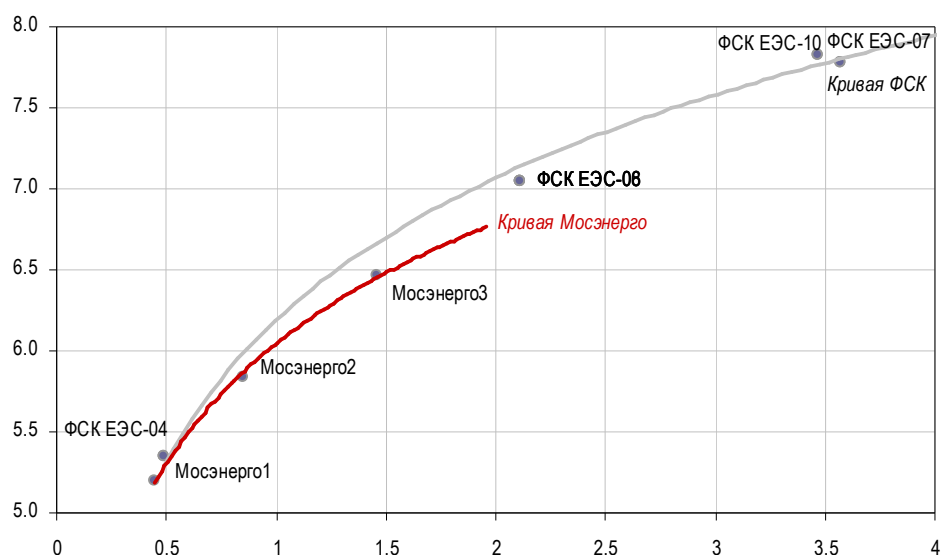
Между тем, мы отмечаем серьезную переоцененность выпусков Мосэнерго (BB-/ NR/ NR), которые торговались в конце прошлой неделе с доходностью ниже кривой ФСК (BBB/ Baa2/ NR) – крупнейшего и сильнейшего заемщика энергетического сектора. На наш взгляд, справедливый спрэд между кривыми Мосэнерго и ФСК должен составлять не менее 20 б.п., потенциал роста доходности бондов Мосэнерго – около 30 б.п. в выпуске Мосэнерго-3 до 6.8 % на дюрации 1.5 года.

Характеристики обращающихся выпусков Мосэнерго

Выпуск	Мосэне рго1	Мосэне рго2	Мосэне рго3	ФСК ЕЭС-04	ФСК ЕЭС-06	ФСК ЕЭС-08	ФСК ЕЭС-10	ФСК ЕЭС-11
Объем выпуска, млн руб.	5 000	5 000	5 000	6 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Купон, %	12.5	7.7	10.3	7.3	7.2	7.2	7.8	8.0
Дюрация, лет	0.4	0.9	1.5	0.5	2.1	2.1	3.5	4.7
УТМ/УТР	5.27	5.91	6.51	5.46	7.05	7.05	7.83	8.20
Оборот за 3 мес, млн руб.	1 845	6 324	3 326	1 473	6 938	7 173	4 267	759
Число сделок за 3 мес.	188	298	127	103	236	197	170	70
Рейтинги	BB-/ NR/ NR	BB-/ NR/ NR	BB-/ NR/ NR	BBB/ Baa2/ NR	BBB/ Baa2/ NR	BBB/ Baa2/ NR	BBB/ Baa2/ NR	BBB/ Baa2/ NR
Котировальный лист	A1	A1	A1	Внеспис	В	В	В	В

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Кривые доходности Мосэнерго и ФСК на 25.03.2011



Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Екатерина Горбунова, Михаил Лямин, Иван Рубинов

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

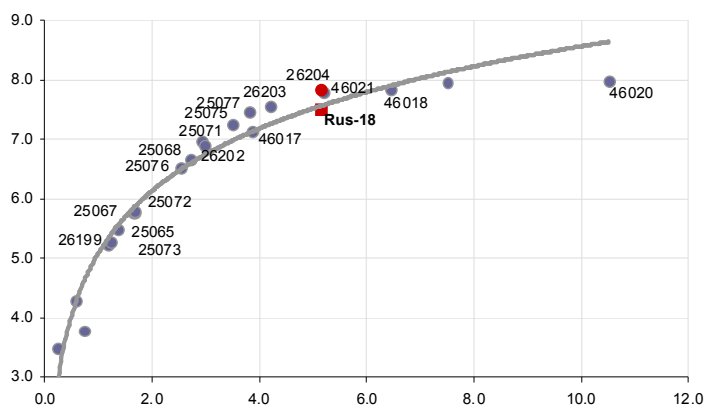
В настоящий момент недооценёнными относительно модельной кривой считаем ликвидные выпуски 25071, 25075, 25077, 26203, 26204.

Динамика за день											
28.03.11						25.03.2011					
Выпуск	Оборот, млн руб	Yield,%	MDUR	bp	Цена,%	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield,%	MDUR	Sprd T-1
ОФЗ 25074	100	3.49	0.25	12	-0.04	51	-41	0.10	3.37	0.25	33
ОФЗ 25066	-	2.98	0.26	-22	0.00	-8	fair	-	3.20	0.27	8
ОФЗ 25063	49	4.28	0.58	-5	0.02	0	fair	-	4.33	0.59	3
ОФЗ 25064	53	3.78	0.74	-8	0.00	-86	76	-0.57	3.86	0.75	-80
ОФЗ 26199	2	5.23	1.17	-5	0.05	-11	1	-0.01	5.28	1.18	-7
ОФЗ 25073	2 231	5.28	1.23	-1	0.00	-13	3	-0.04	5.29	1.24	-13
ОФЗ 25067	7	5.48	1.36	3	-0.09	-7	fair	-	5.45	1.36	-11
ОФЗ 25072	85	5.76	1.63	4	-0.08	-7	fair	-	5.72	1.64	-12
ОФЗ 25078	320	5.76	1.67	1	-0.02	-11	1	-0.02	5.75	1.68	-13
ОФЗ 25065	-	5.79	1.68	-2	0.00	-8	fair	-	5.81	1.68	-7
ОФЗ 25076	211	6.53	2.53	-2	0.05	4	fair	-	6.55	2.54	5
ОФЗ 25068	1 191	6.66	2.73	-3	0.04	5	fair	-	6.69	2.73	8
ОФЗ 26202	149	6.96	2.94	14	-0.45	24	-14	0.41	6.82	2.95	10
ОФЗ 25071	1 012	6.9	2.98	-2	0.06	16	-6	0.18	6.92	2.98	18
ОФЗ 25075	1 245	7.25	3.49	0	0.02	27	-17	0.59	7.25	3.50	27
ОФЗ 25077	704	7.47	3.81	-2	0.07	36	-26	0.98	7.49	3.82	38
ОФЗ 46017	-	7.13	3.85	0	0.00	0	fair	-	7.13	3.86	0
ОФЗ 26203	1 017	7.55	4.20	1	-0.03	29	-19	0.80	7.54	4.21	28
ОФЗ 26204	695	7.85	5.13	0	-0.01	29	-19	0.96	7.85	5.14	29
ОФЗ 46021	-	7.79	5.20	0	0.00	21	-11	0.56	7.79	5.21	21
ОФЗ 46018	-	7.84	6.44	0	0.00	-6	fair	-	7.84	6.45	-6
ОФЗ 46022	2	7.97	7.51	-4	0.29	-17	7	-0.50	8.01	7.50	-12
ОФЗ 46020	-	7.98	10.51	0	0.00	-66	56	-5.93	7.98	10.52	-66

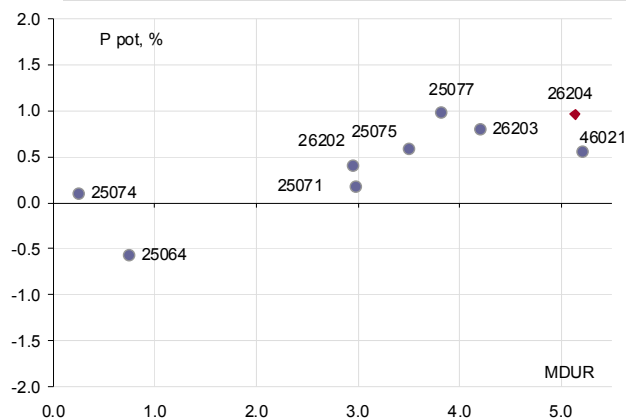
*к модельной кривой ОФЗ

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

Кривая ОФЗ



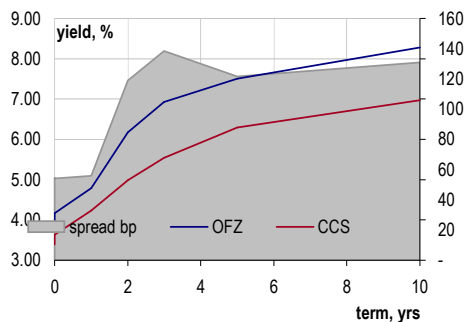
Потенциал и дюрация



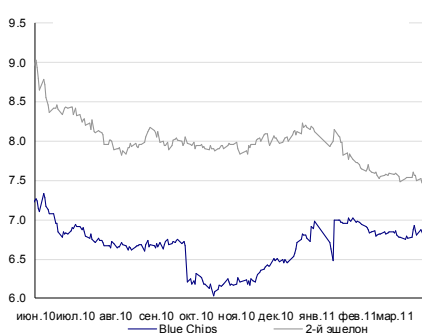
Юрий Нефёдов

Российский долговой рынок

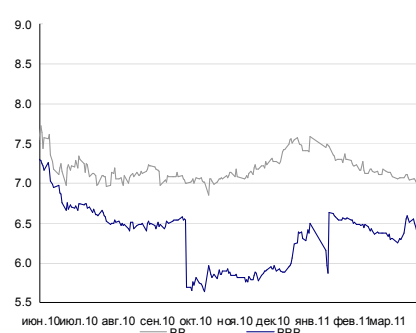
Кривые ОФЗ и СС



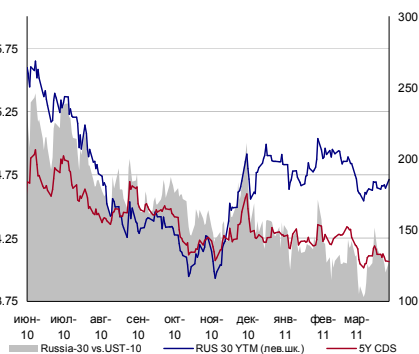
Индексы ВМБИ эшелоны



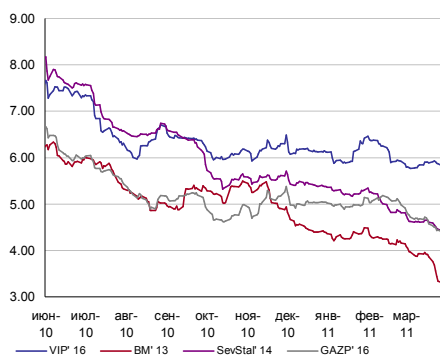
Индексы ВМБИ рейтинги



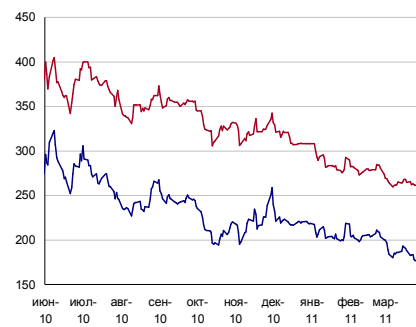
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

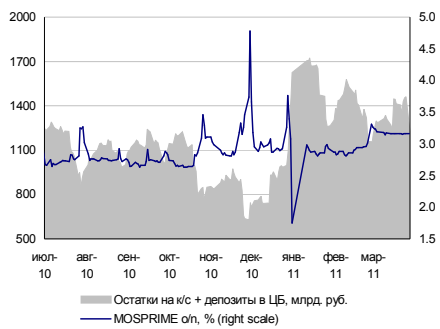


CDS корпораций

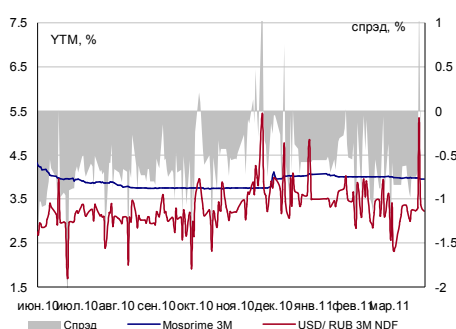


Денежно-валютный рынок

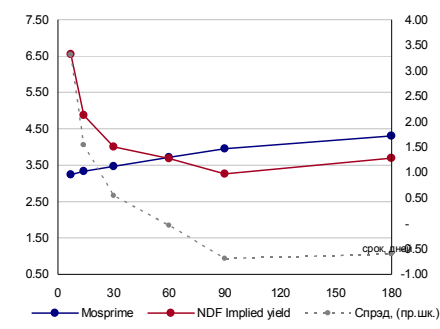
Ликвидность и ставки



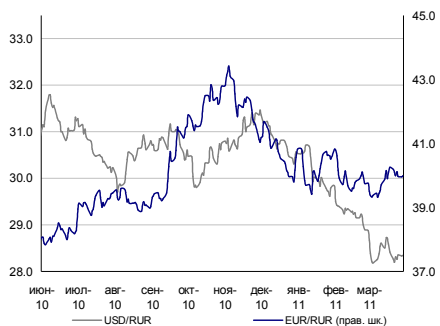
Форвардный базис



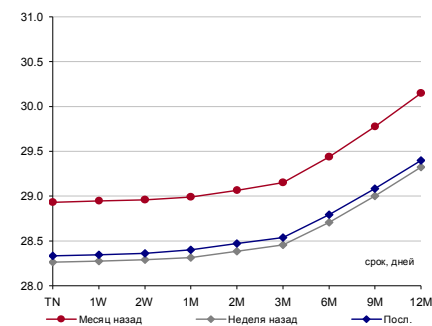
Спрэды денежного рынка



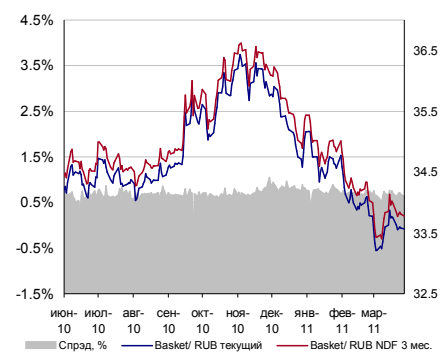
Курс рубля



Форвардные кривые



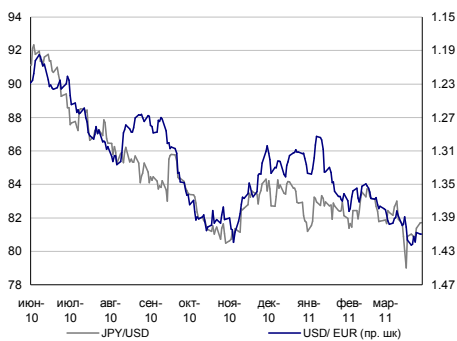
Своп-поинты 3 месяца



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

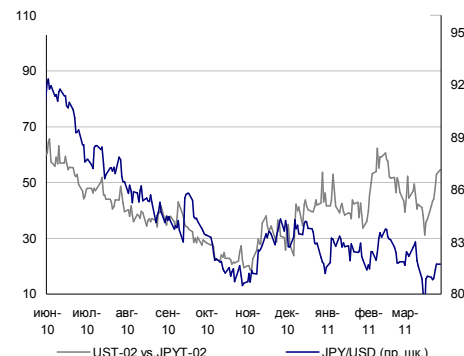
Основные валюты



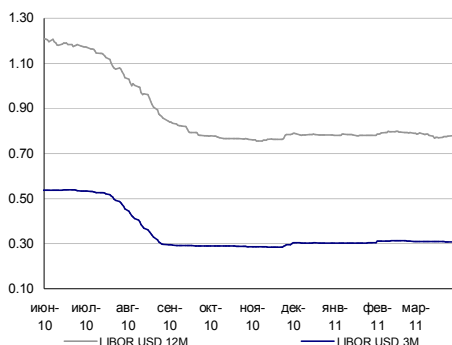
Ставки и курсы евро/доллар



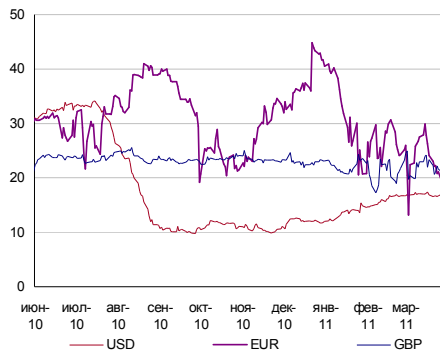
Ставки и курсы иена/доллар



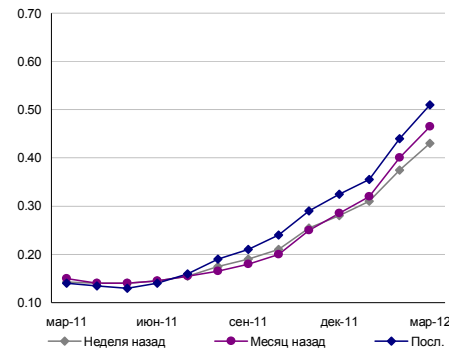
LIBOR USD



LIBOR-OIS

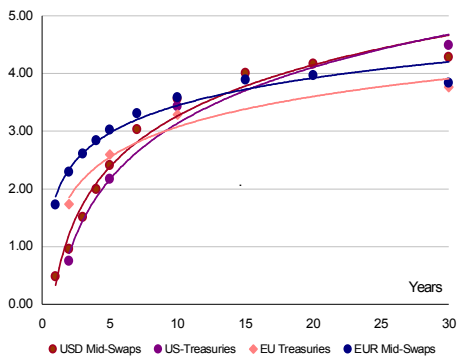


FED RATE ожидания

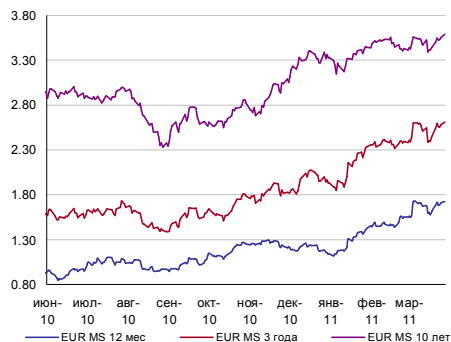


Глобальный долговой рынок

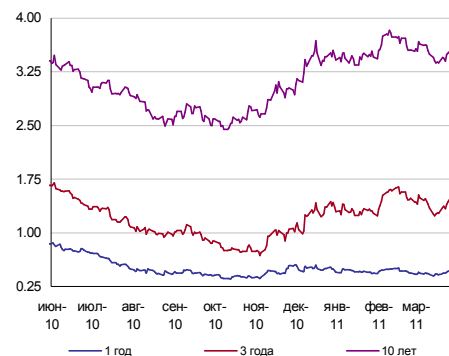
Базовые кривые



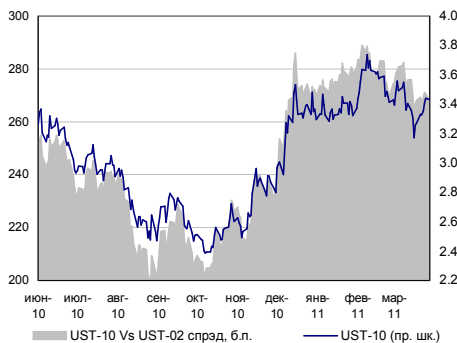
EUR IRS (mid)



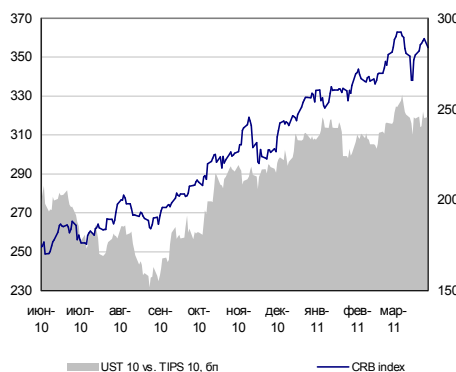
USD IRS (mid)



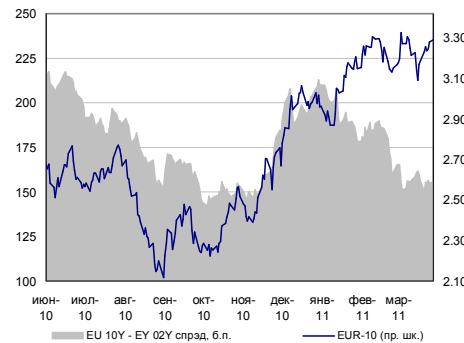
UST



Инфляционные ожидания



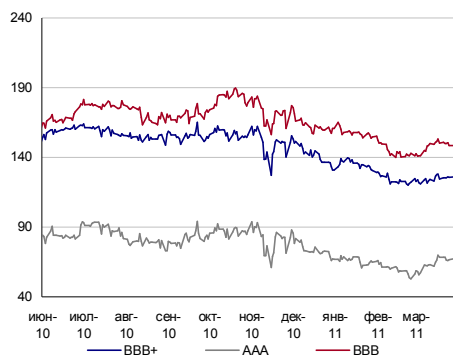
Bundes



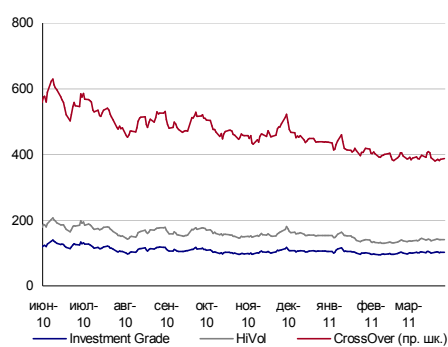
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный кредитный риск

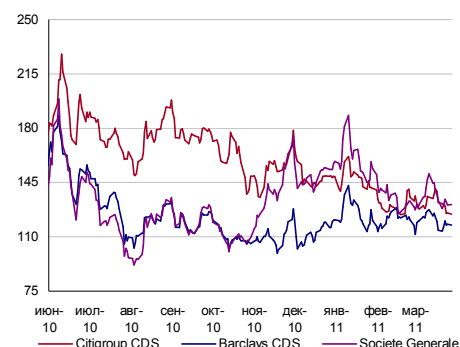
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

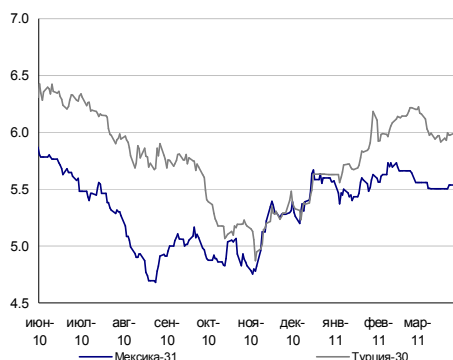


CDS Global Banks

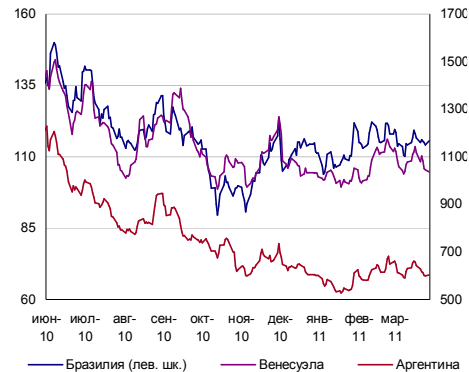


Emerging markets

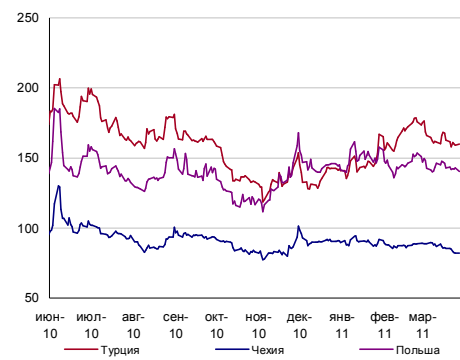
Еврооблигации EM



Lat Am CDS



EMEA CDS

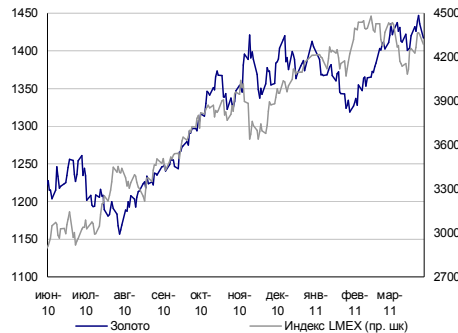


Товарные рынки

Нефть



Драгметаллы



CRB food



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank of Moscow Research@mmbank.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@mmbank.ru

Сергей Вахрамеев

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Экономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Юрий Нефедов

Nefedov_YA@mmbank.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Андрей Кучеров

Kucherov_AA@mmbank.ru

Финансовый сектор

Виктория Чичуа

Chichua_VT@mmbank.ru

Минеральные удобрения

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru

Потребсектор

Виталий Купеев

Kupееv_VS@mmbank.ru

Долговые рынки

Юрий Нефедов (руководитель группы)

Nefedov_YA@mmbank.ru

Анастасия Сарсон

Sarson_AY@mmbank.ru

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozdov_AY@mmbank.ru

Машиностроение / транспорт

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin_DA@mmbank.ru

Телекоммуникации

Кирилл Горячих

Goryachih_KA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно 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.