



На рынке

- Рублёвый рынок корпоративных облигаций остается перекупленным даже по сравнению с другими классами активов. Советуем покупать корпоративный сектор на короткий срок и выходить из выпусков при начале первичного обращения. Сектор ОФЗ с точки зрения relative value нравится нам сейчас гораздо больше, но в целях ограничения валютного риска полагаем логичным страхование через NDF.
- Ралли на внутреннем рынке в понедельник продолжилось. ОФЗ упали в доходности на очередные 10 б.п. В корпоративном секторе популярны длинные выпуски.
- **Куйбышевазот** после месячной паузы снизил объем предложения новых бондов до 2 млрд руб., сузив при этом ориентиры по доходности до 8.94-9.2 % к трехлетней оферте. В настоящий момент доходность в размере 9.2 % позволит получить премию к бондам ЕвроХима в размере около 100 б.п. с корректировкой на большую дюрацию выпусков последнего. Рекомендуем участвовать в размещении нового выпуска с доходностью на уровне не ниже верхней границы ориентиров.
- В пятницу **ТМК** (B/B1/NR) опубликовала отчетность за второе полугодие и весь 2010 год по МСФО. Объем чистого долга вырос на 7 % до \$ 3.7 млрд. Показатель Чистый долг/ЕБИТДА снизился до 4X против 10.7X на конец 2009 года. Полагаем, что в перспективе нескольких месяцев имеется потенциал сужения спреда ТМК'18 – Evraz'18 с 90 б.п. до 50-60 б.п., с учетом ожидаемого продолжения улучшения кредитного качества ТМК. Рублевые облигации ТМК торгуются практически на одном уровне с менее загруженным долгом Евразом, что, с нашей точки зрения, не обосновано. Ставим на снижение доходностей выпусков Евраза примерно на полпигуры.

Доходности и спреды		yield,%	б.п.
RUS_30	↓	4.622	0
RUS30_UST10 bp	↑	120	120
UST_10	↓	3.420	-2
UST_2	↓	0.762	-4
UST10-UST2 bp	↑	266	2
EU_10	↓	3.369	0
EU_2	↓	1.809	-1
EU10-EU2 bp	↑	156	1
EMBI+ bp	↓	256	-2
Денежный рынок			
LIBOR OIS US 3m	↑	18	0
LIBOR OIS EUR 3m	↑	18	1
Mosprime o/n	↑	3.15	0.0
Mosprime 3m	↓	3.94	0.0
RUB NDF 3m,%	↓	3.27	-2.6
К/с+депоз (млрд руб)	↑	1 397	14.0
Кредитный риск CDS 5y			
Russia	↓	122	-3
Greece	↓	1 018	-5
Portugal	↑	580	9
Spain	↑	224	6
Italy	↓	139	-6
Индексы			
		цена	изм,%
MSCI BRIC	↑	375	1.00
MSCI Russia	↑	1 115	0.88
Dow Jones	↑	12 400	0.19
RTSI	↑	2 092	0.75
VIX (RTS)	↑	24	7.44
Валюты			
EUR/USD	↑	1.4216	0.01
3m FWD rate diff	↓	-142	-3
RUB/USD	↑	28.313	0.21
RUB/EUR	↑	40.243	0.20
RUB BASK	↑	33.683	0.20
Товары			
Urals \$ / bbl	↑	117	1.82
Золото \$ / troy	↑	1 434	0.36

Денежный рынок

На денежном рынке все спокойно

Первичный рынок

Карта первичного рынка

Пауза пошла Куйбышевазоту на пользу

Внутренний рынок

Продолжение ралли

Осторожно! Перекуплено...

Глобальные рынки

Инфляция транзитом

Рублёвый риск на евторынке

Корпоративные новости

ТМК: умеренно позитивная отчетность за 2010 год, долговая нагрузка остается высокой

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Новости короткоСегодня

- **МКБ** открыл книгу заявок на покупку трехлетних облигаций серии БО-04 на сумму 5 млрд руб. Книга будет закрыта 13 апреля.
- Размещение **АИЖК-18** объемом 7 млрд руб.
- **Депозитный аукцион** Минфина на сумму 55 млрд руб. сроком на 5 мес.
- **МТС** представит финансовые результаты по US GAAP за 2010 г.
- **ТГК-1** представит финансовую отчетность по МСФО за 2010 г.

Экономика РФ

- **Инфляция в России в марте** составила 0.6 %, за 1-й квартал 2011 г. – 3.8 %. / Росстат

Корпоративные новости

- ФСА вчера одобрила слияние **Уралкалия и Сильвинита**. Завершению процесса слияния, однако, пока мешает судебное разбирательство, инициированное одним из крупнейших миноритариев Сильвинита – Акроном.
- **Комстар ОТС** 1 апреля прекратил существование как самостоятельное юридическое лицо. Как и планировалось, 98.85 млн бумаг оператора были конвертированы в казначейские и, вновь выпущенные локальные акции **МТС**. В результате количество локальных акций МТС увеличилось на 3.5 %.
- **Синергия** с 1 июля станет эксклюзивным дистрибьютором британского производителя виски William Grant & Sons (марки Grant`s, Clan MacGregor, Glenfiddich и другие) на территории России. Ранее распространением продукции WGS в России занимался холдинг «Русский алкоголь». До получения этого контракта Синергия никогда не занималась дистрибуцией импортного алкоголя в России. Доля марок WGS в общем объеме импорта виски (17 % от всего импортного алкоголя) составляла в 2010 году 7.3 %, показав рост на 46 % г-г. / Коммерсант

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **Моссельпром** установил ставку 5-6-го купонов по облигациям 2-й серии на уровне 12.25%. / Cbonds
- **МБРР** выкупил по оферте облигации 2-й серии на 2.6 млрд руб. (86% выпуска). / Cbonds
- **Сэтл Групп** начнет в апреле-мае размещение облигаций серии БО-01 на 1 млрд руб. Ориентир ставки купона составляет 12-12.7 %. По выпуску предусмотрена 1.5-летняя оферта. / Прайм-ТАСС
- **КБ «КЕДР»** утвердил решение о выпуске трехлетних облигаций серии БО-01 на сумму 1.5 млрд руб. / Cbonds

Рейтинги

- **S&P** оставила рейтинг «BBB-» **ГМК «Норильский никель»** в списке CreditWatch с «негативным» прогнозом. На взгляд аналитиков отсутствует ясность относительно того, урегулирован ли конфликт акционеров полностью и каковы его возможные последствия для финансовой политики группы. / S&P

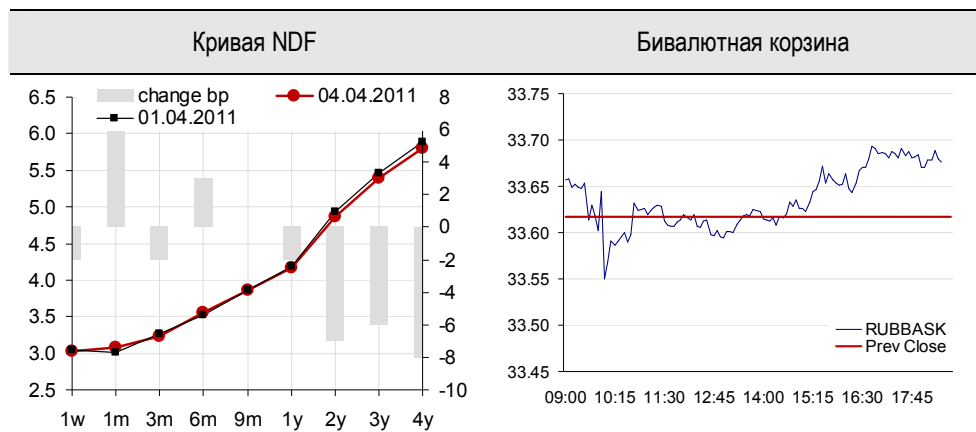
Денежный рынок

На денежном рынке все спокойно

Параметры банковской ликвидности					
Изм.	05.04	04.04	01.04	04.03	
Корсчета	-56	494	550	596	571
Депозиты	82	928	847	787	727
Всего	25	1422	1397	1383	1298

Источник: ЦБ РФ

Сегодня продолжилось наполнение ликвидности, и совокупный объем депозитов и корсчетов в ЦБ превысил 1.4 трлн рублей. К вечеру bid по депозиту o/n сместился до 2.75 %. Ставки репо по первому эшелону стабилизировались на уровне 3.4-4.5 %. В кривой NDF заметное движение было на длинном конце – 3-4 года. Ставки сместились на ту же величину, на которую упали доходности ОФЗ на этом сроке, сохраняя тем самым спрэд OFZ/NDF на стабильном уровне 130-140 б.п. Бивалютная корзина практически не изменилась по отношению к рублю.



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы
Юрий Нефёдов

Первичный рынок

Карта первичного рынка

Понедельник выдался богатым на новые предложения от российских эмитентов. Вчера о начале сбора заявок на свои облигации заявили 5 эмитентов, в том числе Первобанк, СКБ-банк, Банк НФК, а также Русал и Куйбышевазот. Всего в настоящий момент проводится маркетинг рублевых выпусков на общую сумму 50 млрд руб. Параметры этих бондов представлены в таблице ниже.

Параметры маркируемых рублевых облигаций по состоянию на 04.04.2011								
Выпуск	Объём, млн руб.	Открытие книги	Закрытие книги	Размещение	Оферта/ Погашение	Купон, %	Дох-ть, %	Мод. дюр., лет
АИЖК-А18	7 000	30.03.11	01.04.11	05.04.11	5/7	8 %	8.24 %	3.9
Иркутскэнерго, БО-1	3 000	24.03.11	08.04.11	12.04.11	-/3	7.6-8.1 %	7.74-8.26 %	2.5
Куйбышевазот-инвест, 04	2 000	04.04.11	12.04.10	14.04.11	3/5	8.75-9.00	8.94-9.2 %	2.5
Первобанк, БО-02	1 500	04.04.11	12.04.11	14.04.11	1.5/3	9.0-9.5 %	9.2-9.73 %	1
СКБ-банк, БО-5	2 000	04.04.11	12.04.11	14.04.11	1.5/3	8.4-8.7 %	8.58-8.89 %	1
Банк НФК, БО-1	2 000	04.04.11	13.04.11	15.04.11	1.5/3	10.0-10.5 %	10.25-10.78 %	0.8
ВЭБ-лизинг, 3	5 000	31.03.11	13.04.11	15.04.11	3/10	7.9-8.4 %	8.06-8.6 %	2.5
ВЭБ-лизинг, 4	5 000	31.03.11	13.04.11	15.04.11	5/10	8.7-9.2 %	8.89-9.41 %	3.8
Русал Братск, 8	000	04.04.11	14.04.11	18.04.11	4/10	8.7-9.0 %	8.9-9.2 %	3.2
ГС Сухого, БО-2	3 000	01.04.11	22.04.11	26.04.11	1/3	8.1-8.3 %	8.26-8.47 %	2.5
ГС Сухого, БО-4	3 000	01.04.11	22.04.11	26.04.11	2/3	9.0-9.2 %	9.2-9.41 %	1.8
Крайинвестбанк, БО-1	1 500		15.04.11	конец апреля	1.5/3	9.5-10 %	9.72-10.25 %	0.9
Всего	50 000							

Источник: данные организаторов, Reuters, расчеты RD Банка Москвы

Пауза пошла Куйбышевазоту на пользу

Куйбышевазот вчера открыл книгу заявок на выпуск 4-й серии объемом 2 млрд руб. со сроком обращения пять лет. Ориентиры организатора по купонам составляют 8.75-9.0 % к трехлетней оферте, соответствующая доходность - 8.94-9.2 %.

Параметры выпуска

Объем выпуска, млн руб.	2 000
Дата размещения	14.04.2011
Купон, %	8.75-9.0 %
Доходность, %	8.94-9.2 %
Оферта, лет	3 года
Дюрация, лет	2.5
Срок обращения, лет	5 лет
Рейтинги	NR

Источники: Reuters

Куйбышевазот после месячной паузы снизил объем предложения новых бондов до 2 млрд руб., сузив при этом ориентиры по доходности до 8.94-9.2 % к трехлетней оферте. В настоящий момент доходность в размере 9.2 % позволит получить премию к бондам ЕвроХима в размере около 100 б.п. с корректировкой на большую дюрацию выпусков последнего. Рекомендуем участвовать в размещении нового выпуска с доходностью на уровне не ниже верхней границе ориентиров.

Это уже второй заход эмитента, пытавшего месяц назад разместить 3-й выпуск на 3 млрд руб. с купонами 8.75-9.25 %, транспируемыми в доходность на уровне 8.94-9.46 % к трехлетней оферте. Как было объявлено, эмитент перенес размещение на неопределенный срок. Вчера появились сообщения в СМИ о том, что Куйбышевазот решил ограничить предложение облигаций в связи со снижением потребности в финансировании. В марте компания погасила свой старый выпуск объемом 2 млрд руб., таким образом, привлекаемые в настоящий момент средства пойдут на рефинансирование текущей задолженности эмитента и не приведут к росту ее совокупного долга.

Отметим, что согласно ориентирам организаторов эмитент планирует разместить новый бонд на 2 млрд руб. в чуть суженном диапазоне по сравнению с ориентирами месячной давности. Если ранее диапазон по доходности составлял 8.94-9.46 %, теперь он находится на уровне 8.94-9.2 %. Таким образом, уменьшив объем предложения на треть, ориентиры были снижены без изменения срочности бумаги (по обоим выпускам предполагается оферта через три года).

Мы писали в нашем «Ежедневном обзоре долговых рынков» от 3 марта 2011 года, что новые бонды Куйбышевазота, не имеющие кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств, выпуски которого не войдут в ломбардный список, должны предоставлять премию как к облигациям ЕвроХима (BB/-/BB), так и к бондам Акрона (B1/B+) - наиболее близкого к Куйбышевазоту по кредитному профилю представителя химического сектора.

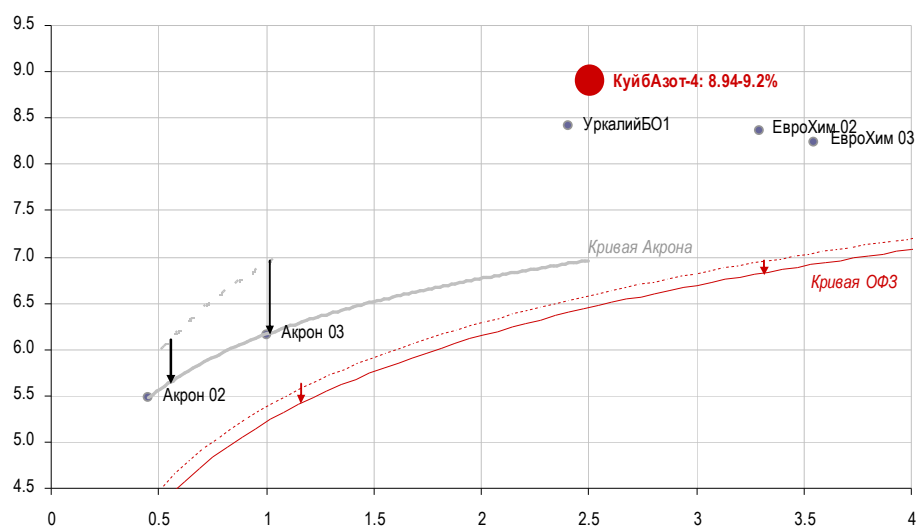
Если месяц назад предлагаемая премия представлялась нам заниженной, в настоящий момент она выглядит более соответствующей доходностям сектора. Между тем, на наш взгляд, премия к бондам ЕвроХима должна составлять не менее 100 б.п., в связи с этим, участие в размещении мы рекомендуем на уровне не ниже верхней границы ориентиров организаторов (9.2 %).

Параметры выпусков химического сегмента рынка

Выпуск	Акрон 02	Акрон 03	ЕвроХим 02	ЕвроХим 03	УркалийБ 01
Объем выпуска, млн руб.	3 500	3 500	5 000	5 000	30 000
Купон, %	14.1	13.9	8.9	8.3	8.3
Дюрация, лет	0.5	1.0	3.3	3.5	2.4
УТМ/УТР	5.55	6.19	8.21	8.24	8.42
Оборот за 3 мес, млн руб.	2 000	1 489	3 392	5 124	10 000
Число сделок за 3 мес.	167	137	209	344	2
Рейтинги	/ B1/ B+	/ B1/ B+	BB/ NR/ BB	BB/ NR/ BB	//
Котировальный лист	A1	A1	B	B	Б

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Смещение кривых доходностей некоторых облигаций химической отрасли с марта по апрель



Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Екатерина Горбунова

Внутренний рынок

Продолжение ралли

Вчера мы стали свидетелями продолжения ралли на рынке рублёвого долга. Кривая ОФЗ снизилась на очередные 10 б.п. За два дня снижение составило уже порядка 20 б.п. на солидном обороте. В корпоративном секторе отлично себя чувствовали длинные бумаги: новый АИЖК-17 вырос в цене на 1.27 %, доходность выпуска упала почти на 50 б.п., что не удивительно – выпуск размещался в феврале под 9.36 %.

Длинные МТС и ФСК тоже были в фаворе: ФСК ЕЭС-10 (MD 3.59/0.69 %/ yield 7.59/-20 б.п.), МТС 08 (MD 3.54/-0.63 %/ yield 8.06/+17 б.п.).

Динамика ликвидных ОФЗ					
Выпуск	04.04			01.04.2011	
	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 46018	-	7.76	6.44	0	0.00
ОФЗ 26204	1 402	7.62	5.14	-4	0.18
ОФЗ 26203	1 262	7.28	4.20	-9	0.39
ОФЗ 25077	4 776	7.26	3.81	-1	0.04
ОФЗ 25075	2 482	7	3.49	-9	0.33
ОФЗ 25076	1 176	6.43	2.51	2	-0.05
ОФЗ 25078	250	5.56	1.66	-10	0.16
ОФЗ 25073	675	5.1	1.22	-3	0.03

Источник: ММВБ

Статистика торгов

Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
АИЖК 17об	1347	14	8 000	15.04.22	-	103.3	1.27	8.80	5.71
АльфаБанк1	656	22	5 000	02.02.16	04.02.14	101.6	0.13	7.74	2.38
ВК-Инвест1	553	2	10 000	19.07.13	-	104.5	0.07	7.21	1.95
ВЭБ 06	351	9	10 000	13.10.20	17.10.17	99.3	-0.28	8.20	4.67
Газпрнеф10	254	4	10 000	26.01.21	05.02.18	104.0	0.58	8.29	4.84
ГазпромА13	463	7	10 000	26.06.12	-	108.6	-0.17	5.84	1.08
ГидроОГК-1	259	12	5 000	29.06.11	-	100.4	-0.40	6.62	0.22
КраснЯрКр4	474	9	10 200	08.11.12	-	105.2	-0.09	6.22	1.03
МБРР 02обл	2568	12	3 000	28.03.13	-	100.0	0.00	8.35	1.72
МГор62-об	683	21	35 000	08.06.14	-	118.5	-0.08	6.83	2.49
МДМ БО-2	453	5	5 000	21.03.14	-	100.7	-0.03	8.03	2.49
Мечел 16об	536	6	5 000	09.02.21	18.02.14	100.6	-0.15	8.17	2.40
Микоян-2об	261	1	2 000	07.02.13	09.02.12	104.5	-0.01	8.07	0.76
Мосэнерго3	290	3	5 000	28.11.14	06.12.12	106.0	0.03	6.49	1.45
МТС 07	1162	39	10 000	07.11.17	-	102.7	0.48	8.33	4.62
МТС 08	1495	43	15 000	03.11.20	12.11.15	100.9	-0.63	8.06	3.54
ПромсвбБО3	276	8	5 000	04.02.14	-	102.0	0.10	7.95	2.37
РазгуляйФ5	500	7	2 000	23.10.13	-	96.7	0.00	0.00	2.56
Райфб-БО7	509	2	5 000	27.11.13	-	101.8	0.49	6.88	2.24
РЖД БО-01	316	16	15 000	05.12.12	-	105.5	0.14	6.01	1.46
Росгосстр2	917	8	5 000	02.11.17	12.11.12	102.0	-0.97	9.34	1.34
РУСАЛБАл07	910	63	15 000	22.02.18	03.03.14	100.7	-0.11	8.17	2.43
РФАИнвест1	250	2	600	04.11.11	-	100.1	0.10	10.18	0.51
РязОбл 01	302	5	2 100	27.11.14	-	102.1	-0.17	7.75	2.25
СевСт-БО1	432	11	15 000	18.09.12	20.09.11	104.0	0.00	5.20	0.44
Система-04	293	8	19 500	15.03.16	-	100.9	0.18	7.38	2.21
ФСК ЕЭС-09	403	10	5 000	16.10.20	24.10.17	100.4	0.00	8.07	4.68
ФСК ЕЭС-10	478	8	10 000	15.09.20	24.09.15	101.1	0.69	7.59	3.59
ФСК ЕЭС-11	359	8	10 000	16.10.20	24.10.17	100.0	-0.34	8.15	4.68
ЯкутскЭБО1	277	11	3 000	03.09.13	-	102.2	0.53	7.39	2.08

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Нефёдов

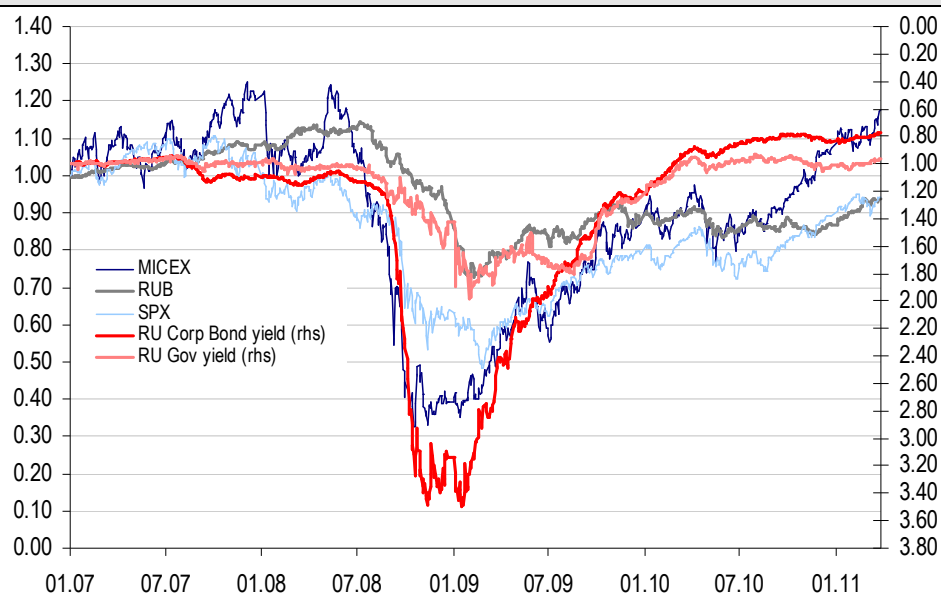
Осторожно! Перекуплено...

Нас по-прежнему впечатляет динамика рублёвого долгового рынка, особенно в последнее время, и мы не устаём говорить о его глобальной перекупленности. С точки зрения номинальных доходностей и спрэдов мы уже давно обгоняем уровни 2007 года. Если учитывать различные уровни инфляции и ставок, то реальная доходность по рублёвым облигациям также находится в отрицательной зоне. Мы решили соотнести процентное изменение индексов доходностей BMBI, рассчитываемых Банком Москвы с 2007 года, и процентное изменение индексов MMBB, S&P, курса рубля.

Индекс доходности корпоративных облигаций BMBI упал почти на 22 % с 2007 года (сейчас доходность 7.22 %, в начале 2007 года 9.22 %), снижение доходностей ОФЗ не превысило 3 % (до 6.18 % с 6.39 % в 2007). За этот же период (2007-апрель 2011) индекс MMBB вырос на 17 %, а S&P и рубль пока не добрались до значений начала 2007 года. Отметим, что нефть за этот период прибавила 127 %!

- В связи с этим мы еще раз подчеркиваем, что корпоративный сектор рублёвого долга перекуплен даже по отношению к другим классам активов. С нашей точки зрения, следует участвовать в новых размещениях только с премией и выходить из бумаг при первой возможности, как только реализован прирост в цене во время выхода бумаги на вторичный рынок.
- Относительно корпоративного рынка сектор ОФЗ выглядят более привлекательно, но в случае формирования длинных позиций в государственных облигациях советуем хеджировать рублёвый риск на рынке NDF.

Нормированная динамика индексов с 01.01.2007



Юрий Нефёдов

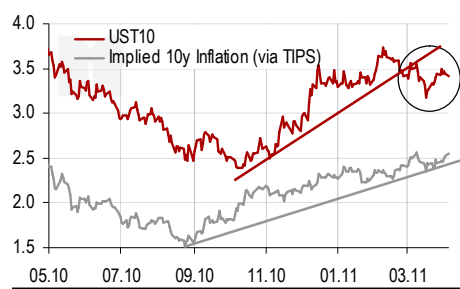
Глобальные рынки

Инфляция транзитом

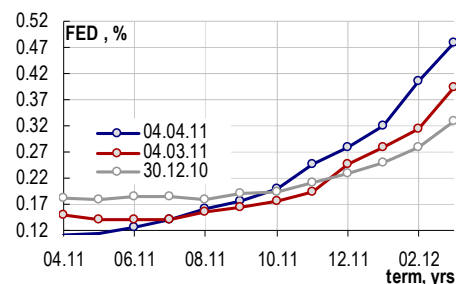
Вчера ключевым событием дня стала речь председателя ФРС Б. Бернанке. В качестве наиболее ярких моментов мы рассматриваем заявление о том, что инфляционное давление, наблюдаемое в настоящий момент, во многом связано с ценами на энергоносители и является «транзитным явлением» - иными словами долгосрочно на инфляцию влиять не будет. Интересно, что Б. Бернанке оставил себе «форточку» уточнив, что в случае ошибочности его суждений ФРС примет меры для поддержания стабильности цен. По сути, довольно противоречивая речь председателя оказала давление на UST, доходности которых подросли, но по итогам дня сдвиг кривой составил 2-3 б.п. вниз. В настоящий момент вменённая инфляция (US10-TIPS10) составляет 2.55 % (вблизи максимума с 2008 года), а наклон кривой UST 2.65 % - совсем не максимум.

Мы полагаем, что в значительной степени низкая доходность UST10 относительно инфляционных ожиданий обеспечена эффектом кризиса в MENA и ситуацией в Японии. В случае если Б. Бернанке ошибся, и инфляция не будет «транзитной», мы увидим продолжение прерванного кризисными событиями февраля-марта тренда роста доходности UST10 к диапазону 3.7-3.9 %.

Инфляционные ожидания и наклон UST



Ожидания по ставке ФРС



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы
Юрий Нефёдов

Рублёвый риск на евторынке

Вчера валютные еврооблигации изменились в доходности незначительно, очевидно наблюдалась фиксация прибыли после пятничного ралли. Кривая Газпрома сдвинулась вниз на 1-2 б.п., в суверенной валютной кривой наблюдалось разнонаправленное движение, зато рублёвый евробонд РФ побил новый рекорд и прошёл отметку 104 % от номинала (доходность 7.1 %). Хорошо вырос также и рублёвый бонд РСХБ 102.56 % (-5 б.п., доходность 8.2 %). Суверенный спрэд находится на уровне 120 б.п., а пятилетний CDS – 125 б.п.

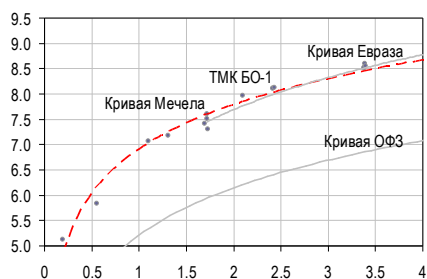
Статистика торгов									
Выпуск	Объем, млн.	Купон	Close	Y	MD	Swap Z sprd	Y ch	Price	Z sprd ch
Russia' 15	2 000	3.625	101.26	3.29	3.704	131	3.6	-0.1%	4.7
Russia' 18	3 466	11	142.70	4.15	5.388	128	2.8	0.1%	2.8
Russia' 20	3 500	5	101.47	4.80	7.092	147	2.8	-0.2%	2.4
Russia' 28	2 500	12.75	176.00	5.74	9.124	195	2.2	0.2%	1.2
Russia' 30	2 122	7.5	117.02	4.62	5.712	151	0.3	0.0%	2.5
Russia' 18 rub	40 000	7.85	104.25	7.06	5.298	19	14.5	0.8%	1.2
Alfa' 12	500	8.2	106.31	2.88	1.152	242	1.1	0.0%	0.4
Alfa' 13	400	9.25	109.82	4.53	1.978	351	1.7	0.0%	2.6
Alfa' 17	1000	7.875	106.20	6.68	5.060	395	3.3	0.2%	4.0
GazpromB' 13	500	7.933	109.54	3.44	2.026	241	12.1	0.2%	2.7
GazpromB' 14	1000	6.25	105.53	4.60	3.237	281	7.6	0.2%	4.3
GazpromB' 15	1000	6.5	106.57	4.84	3.869	274	5.3	0.2%	4.7
Sber' 13	500	6.48	108.77	2.20	1.949	123	0.9	0.0%	2.6
Sber' 13-2	500	6.468	108.84	2.38	2.076	134	-	0.0%	2.8
Sber' 15	1500	5.499	105.52	4.07	3.744	204	2.5	0.1%	4.6
Sber' 17	1250	5.4	101.61	5.08	5.063	227	20.3	-1.0%	4.8
VEB' 17	600	5.45	102.05	5.08	5.422	225	4.5	0.2%	3.8
VEB' 20	1000	6.551	101.95	6.28	6.830	294	4.1	0.3%	2.3
VTB' 15	1250	6.465	107.61	4.33	3.448	245	6.9	0.2%	4.3
VTB' 18	2000	6.875	108.64	5.40	5.559	248	2.2	-0.1%	3.1
TNK-BP' 13	600	7.5	109.49	2.44	1.819	159	1.6	0.0%	2.0
TNK-BP' 17	800	6.625	107.63	5.12	4.923	250	2.0	0.1%	4.6
TNK-BP' 18	1100	7.875	114.81	5.29	5.425	245	1.2	0.1%	3.2
Lukoil' 17	500	6.356	107.79	4.88	5.026	219	3.2	0.2%	4.4
Lukoil' 20	1000	6.125	102.90	5.73	7.058	237	4.4	0.3%	2.2
Lukoil' 22	500	6.656	105.72	5.95	7.761	242	6.0	0.5%	2.8
GAZP' 13-1	1750	9.625	113.86	2.14	1.765	132	0.3	0.0%	1.0
GAZP' 14	1250	8.125	114.80	3.37	2.920	177	0.9	0.0%	3.5
GAZP' 16	1350	6.212	109.31	4.33	4.680	180	1.0	0.0%	4.7
GAZP' 18	1100	8.146	118.38	5.01	5.312	214	2.5	0.1%	3.1
GAZP' 20	1250	7.201	109.07	5.87	6.519	265	0.3	0.0%	2.5
GAZP' 37	1250	7.288	108.85	6.58	12.104	252	0.2	0.0%	0.9
RuRail' 17	1500	5.739	104.63	4.84	5.057	219	3.4	0.2%	4.7
SevStal' 13	1250	9.75	113.21	3.73	2.075	266	7.6	0.1%	2.3
SevStal' 14	375	9.25	114.30	4.18	2.592	273	17.8	0.5%	3.2
Evraz' 13	1300	8.875	110.20	3.66	1.831	273	2.8	0.0%	2.2
Evraz' 18	700	9.5	118.30	6.25	5.111	342	2.1	0.1%	3.1
VIP' 16	600	8.25	111.82	5.57	4.116	324	9.3	0.4%	4.8
VIP' 18	1000	9.125	114.99	6.45	5.148	361	3.3	0.2%	3.2

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Нефёдов

Корпоративные новости

Кривые доходности облигаций
некоторых эмитентов
металлургического сектора



Источник: ММВБ, RD Банка Москвы

ТМК: умеренно позитивная отчетность за 2010 год, долговая нагрузка остается высокой

Событие

В пятницу ТМК (В/В1/NR) опубликовала отчетность за второе полугодие и весь 2010 год по МСФО. По результатам года выручка компании выросла на 61.2 % до \$ 5.6 млрд, EBITDA увеличилась почти в три раза до \$ 942 млн, операционный денежный поток значительно снизился и составил \$ 386 млн по сравнению с \$ 852 млн в 2009 г.

Объем чистого долга ТМК по итогам 2010 года вырос на 7 % до \$ 3.7 млрд. Показатель Чистый долг/EBITDA снизился до 4X против 10.7X на конец 2009 года, однако коэффициент все еще остается высоким.

Полагаем, что в перспективе нескольких месяцев имеется потенциал сужения спреда ТМК'18 – Evraz'18 с 90 б.п. до 50-60 б.п., с учетом ожидаемого продолжения улучшения кредитного качества ТМК.

Рублевые облигации ТМК торгуются практически на одном уровне с менее загруженным долгом Евразом, что, с нашей точки зрения, не обосновано. Ставим на снижение доходностей выпусков Евраза примерно на полфигуры.

Основные финансовые показатели ТМК по МСФО за 2008-2010 гг.

МСФО, \$ млн	2008	2009	1П 2010	2010	год-к-год
Выручка	5 690	3 461	2 566	5 579	61%
Валовая прибыль	1 438	556	586	1 293	133%
EBITDA	828	328	404	942	187%
Чистая прибыль	198	-316	69	104	
Совокупный долг	3 211	3 752	3 648	3 919	4%
Чистый долг	3 068	3 508	3 563	3 762	7%
Собственный капитал	1 910	1 519	1 530	1 637	8%
Активы	7 071	6 681	6 432	6 862	3%
EBITDA margin (%)	14.6%	9.5%	15.7%	16.9%	
Net Income margin (%)	3.5%		2.7%	1.9%	
Долг/EBITDA* (x)	3.9	11.4	4.5	4.2	
Чистый долг/EBITDA* (x)	3.7	10.7	4.4	4.0	
Долг/Активы (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	
Долг/Собственный капитал (x)	1.7	2.5	2.4	2.4	
Долгосрочный долг/ Долг (%)	31%	59%	77%	81%	

* за последние 12 месяцев

Источники: отчетность компании, расчеты RD Банка Москвы

Комментарий

Улучшение финансовых показателей ТМК происходило на фоне роста объемов продаж и отпускных цен. Отсутствие положительной динамики в денежном потоке во втором полугодии 2010 года объясняется увеличением оборотного капитала компании.

На текущий момент ситуация на рынке основной продукции ТМК (рынок труб нефтегазового назначения) более чем благоприятная. В первом квартале средние цены на нефть марки Brent выросли на 20 % кв-к-кв и держатся на уровне \$ 115 за баррель. Это позволяет нефтяным компаниям наращивать закупки нефтегазовых труб. В 2010 году объем российского рынка стальных труб вырос на 48 % (9.2 млн т.) по сравнению с предыдущим годом, что является самым высоким показателем с начала века.

Совокупный размер долга ТМК увеличился на 4% вследствие необходимости увеличить оборотный капитал для обеспечения роста продаж и составил \$ 3.92 млрд. В связи с более существенным ростом операционной прибыли показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» снизился до 4X против 10.7X на конец 2009 года. Таким образом, долговая нагрузка компании остается высокой, однако мы отмечаем усиление кредитного профиля эмитента за счет восстановления спроса на выпускаемую продукцию. Кроме того, ТМК в прошедшем году удалось увеличить срочность долгового портфеля - доля краткосрочного долга снизилась за год до 19% против 41% на начало 2010 года.

Существенным негативным моментом отчетности является отрицательный свободный денежный поток компании в 2010 году в размере -\$ 270 млн. Однако по мнению представителя менеджмента, озвученному во время конференции после публикации отчетности, компания ожидает положительного денежного потока уже по итогам 2011 года и намерена погасить в текущем году порядка \$ 200-300 млн совокупного долга за счет собственных средств.

Влияние на рынок

В настоящее время на вторичном рынке обращается недавно размещенный рублевый выпуск ТМК и два выпуска еврооблигаций.

- Рублевый выпуск ТМК БО-1 (YTM 7.97 % на дюреции 2.1) торгуется с поправкой на дюрецию практически на одном уровне с Евразом (B+/B1/B+), что не является справедливым, учитывая более слабое кредитное качество ТМК. (Для сравнения, показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» Евраза на конец 2010 г. составляет 3.1X, доля долгосрочного долга - 90.7 %). С нашей точки зрения, бонды Евраза недооцениваются рынком и имеют существенный потенциал снижения доходности – не менее 50 б.п.
- Выпуск евробондов ТМК'11 с погашением в июле 2011 года (YTM 2.55 % на дюреции 0.33) не представляет особого интереса из-за короткой дюреции.
- Размещенный в начале этого года евробонд ТМК с погашением в январе 2018 года торгуется с доходностью 7.33 % и предоставляет премию к сопоставимому по дюреции Evraz'18 в размере 90 б.п. Полагаем, что в перспективе нескольких месяцев имеется потенциал сужения данного спреда до 50-60 б.п., с учетом ожидаемого продолжения улучшения кредитного качества ТМК как за счет выхода на положительные значения FCF, так и по мере сокращения совокупного долга.

Антон Дроздов, CFA, Екатерина Горбунова, Юрий Волков, CFA, Андрей Кучеров.

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

В настоящий момент недооценёнными относительно модельной кривой считаем ликвидные выпуски на дюрации 3.5-4 года.

Динамика за день

01.04.11

04.04.11

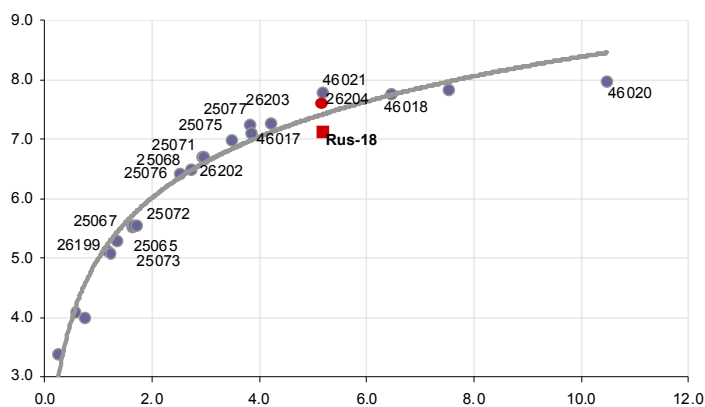
01.04.11

Выпуск	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield, %	MDUR	Sprd T-1
ОФЗ 25074	-	3.4	0.23	-4	0.00	58	-48	0.11	3.44	0.24	49
ОФЗ 25066	-	2.87	0.24	-24	0.00	-5	fair	-	3.11	0.25	7
ОФЗ 25063	127	4.09	0.57	-11	0.05	-7	fair	-	4.20	0.57	-5
ОФЗ 25064	154	4	0.72	-13	0.04	-52	42	-0.30	4.13	0.73	-47
ОФЗ 26199	-	5.13	1.16	-1	0.00	-9	fair	-	5.14	1.16	-14
ОФЗ 25073	675	5.1	1.22	-3	0.03	-19	9	-0.11	5.13	1.22	-22
ОФЗ 25067	0	5.29	1.34	5	-0.11	-14	4	-0.06	5.24	1.35	-25
ОФЗ 25072	155	5.54	1.62	-6	0.08	-17	7	-0.12	5.60	1.63	-16
ОФЗ 25078	250	5.56	1.66	-10	0.16	-19	9	-0.14	5.66	1.66	-14
ОФЗ 25065	118	5.55	1.71	-5	0.04	-24	14	-0.24	5.60	1.71	-24
ОФЗ 25076	1 176	6.43	2.51	2	-0.05	7	fair	-	6.41	2.52	1
ОФЗ 25068	58	6.49	2.71	-5	0.10	2	fair	-	6.54	2.72	3
ОФЗ 26202	156	6.71	2.93	-2	0.04	13	-3	0.08	6.73	2.93	11
ОФЗ 25071	204	6.72	2.96	-2	0.05	12	-2	0.06	6.74	2.97	10
ОФЗ 25075	2 482	7	3.49	-9	0.33	16	-6	0.21	7.09	3.49	22
ОФЗ 25077	4 776	7.26	3.81	-1	0.04	29	-19	0.72	7.27	3.81	27
ОФЗ 46017	-	7.12	3.83	0	0.00	14	-4	0.15	7.12	3.84	11
ОФЗ 26203	1 262	7.28	4.20	-9	0.39	17	-7	0.28	7.37	4.20	23
ОФЗ 26204	1 402	7.62	5.14	-4	0.18	21	-11	0.56	7.66	5.14	22
ОФЗ 46021	-	7.80	5.18	0	0.00	38	-28	1.43	7.80	5.19	35
ОФЗ 46018	-	7.76	6.44	0	0.00	2	fair	-	7.76	6.45	-1
ОФЗ 46022	44	7.85	7.52	-8	0.65	-12	2	-0.17	7.93	7.50	-5
ОФЗ 46020	-	7.98	10.48	0	0.00	-48	38	-4.00	7.98	10.49	-49

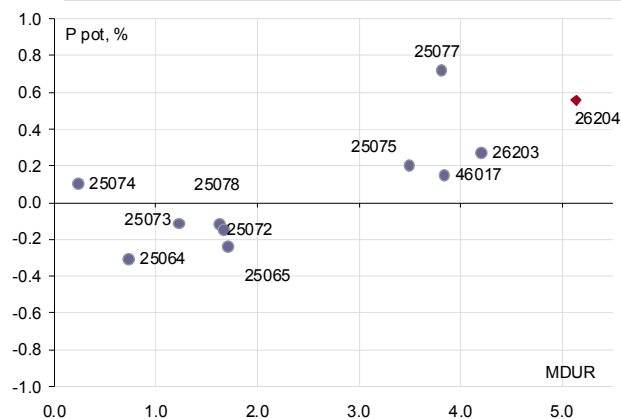
*к модельной кривой ОФЗ

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

Кривая ОФЗ



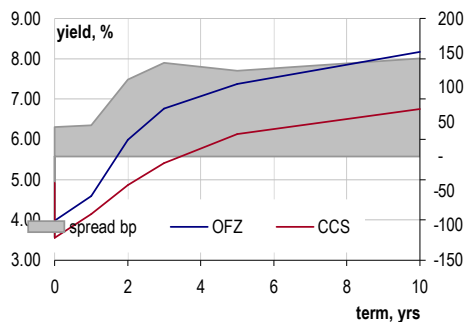
Потенциал и дюрация



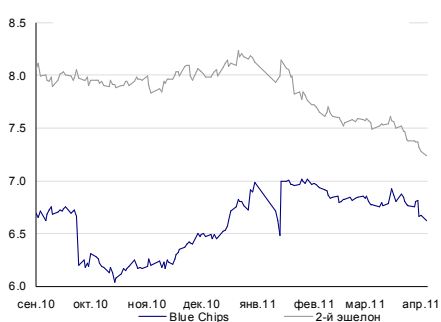
Юрий Нефёдов

Российский долговой рынок

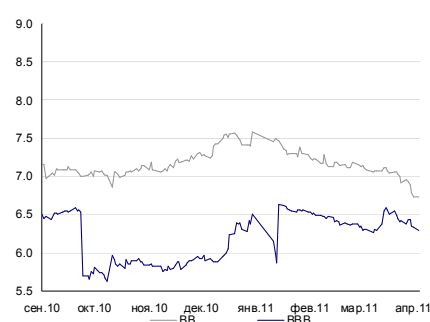
Кривые ОФЗ и СС



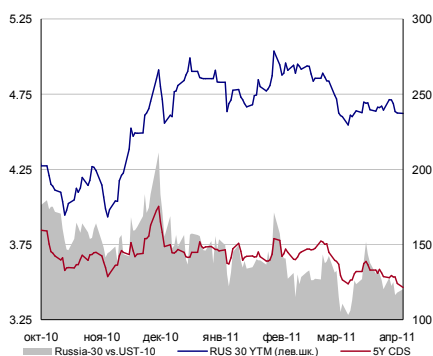
Индексы ВМВІ эшелоны



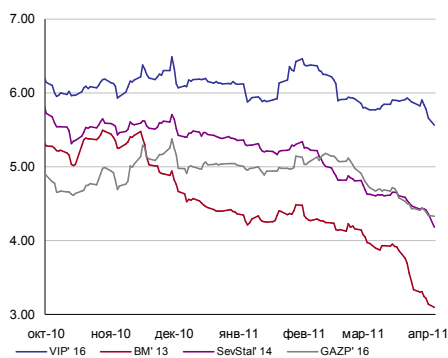
Индексы ВМВІ рейтинги



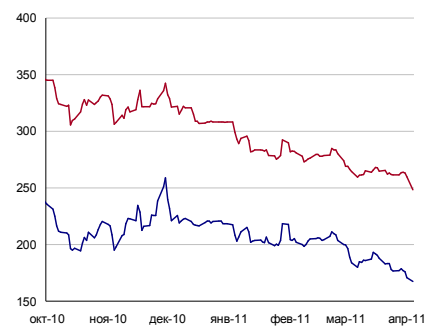
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

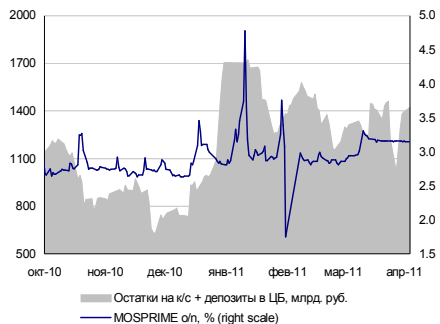


CDS корпораций

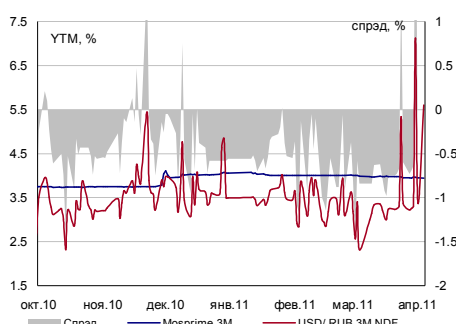


Денежно-валютный рынок

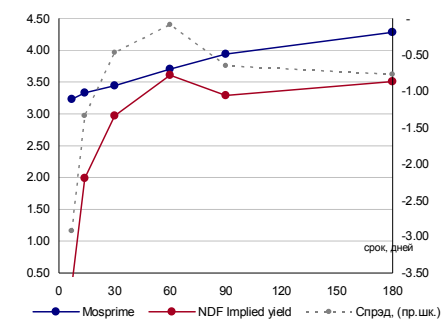
Ликвидность и ставки



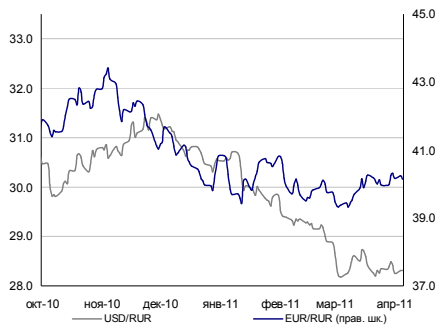
Форвардный базис



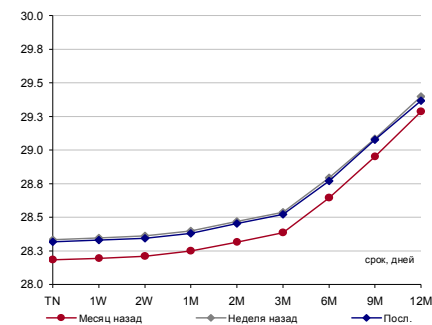
Спрэды денежного рынка



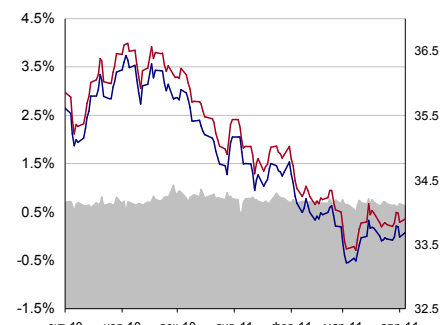
Курс рубля



Форвардные кривые



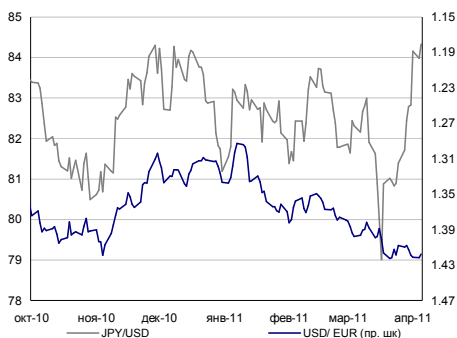
Своп-поинты 3 месяца



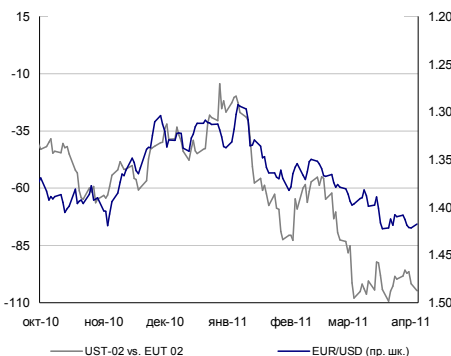
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

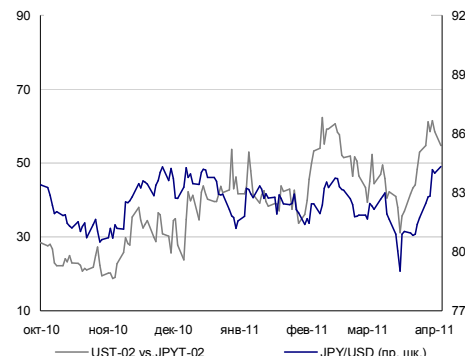
Основные валюты



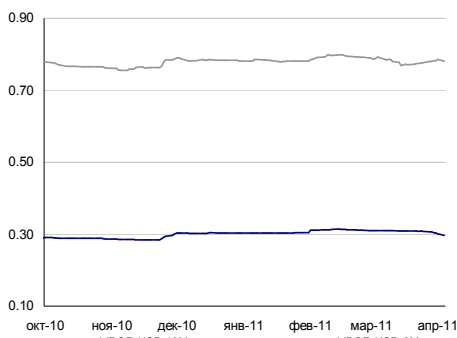
Ставки и курсы евро/доллар



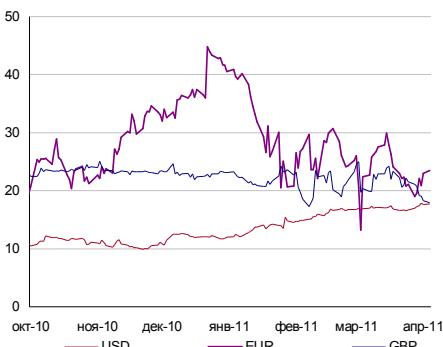
Ставки и курсы иена/доллар



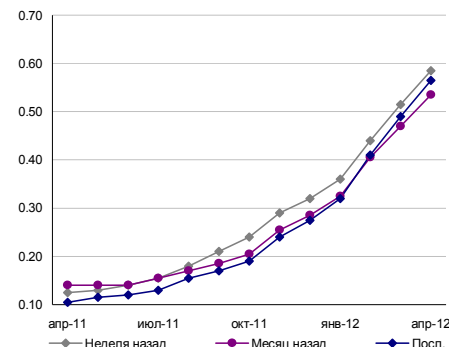
LIBOR USD



LIBOR-OIS

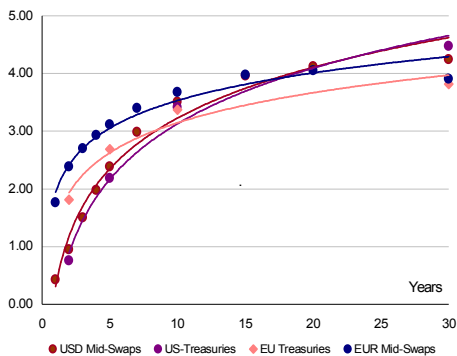


FED RATE ожидания

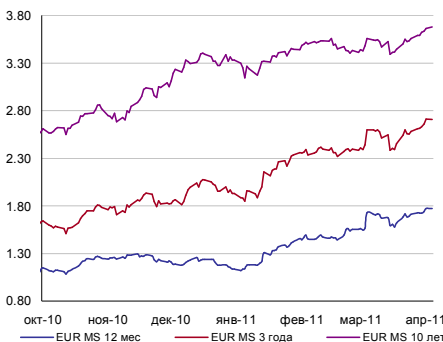


Глобальный долговой рынок

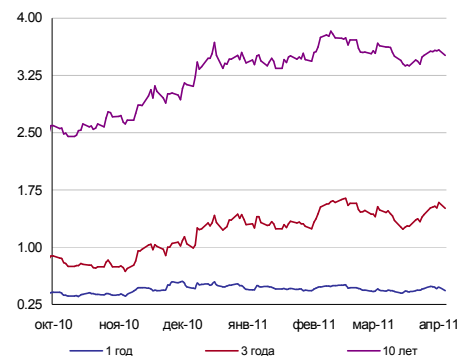
Базовые кривые



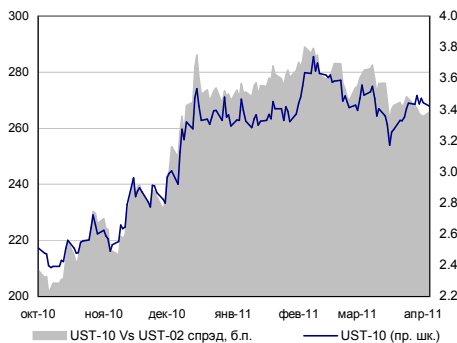
EUR IRS (mid)



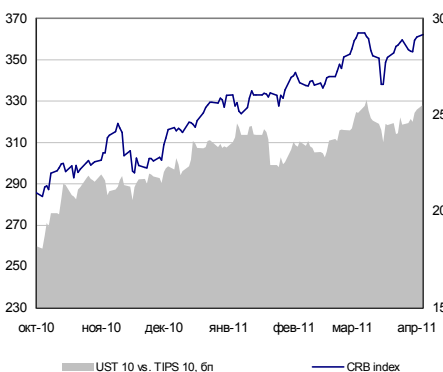
USD IRS (mid)



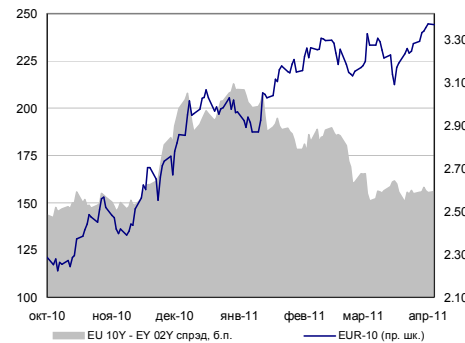
UST



Инфляционные ожидания

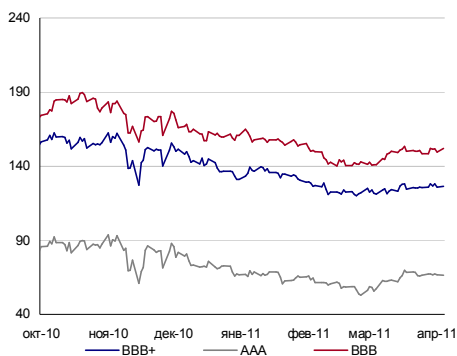


Bundes

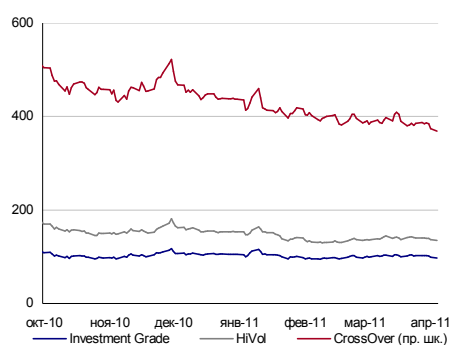


Глобальный кредитный риск

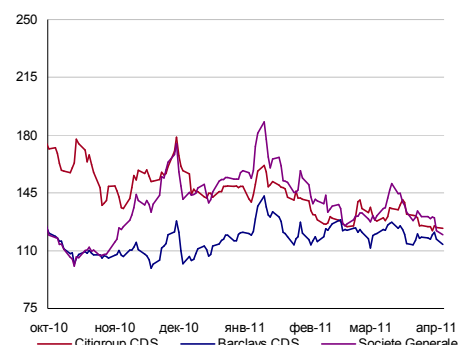
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

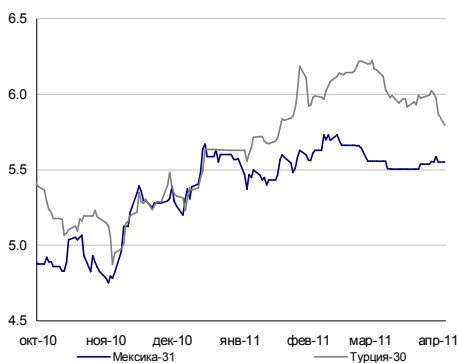


CDS Global Banks

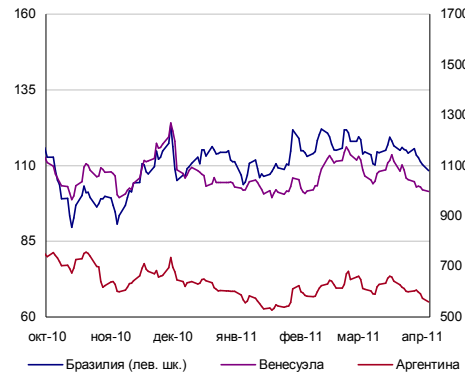


Emerging markets

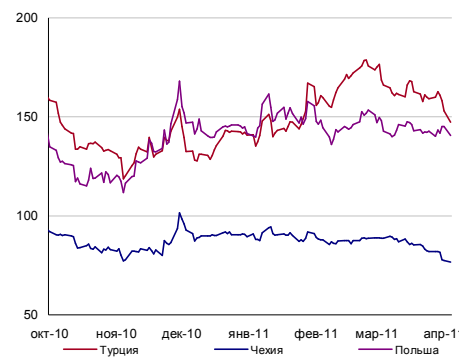
Еврооблигации EM



Lat Am CDS



EMEA CDS

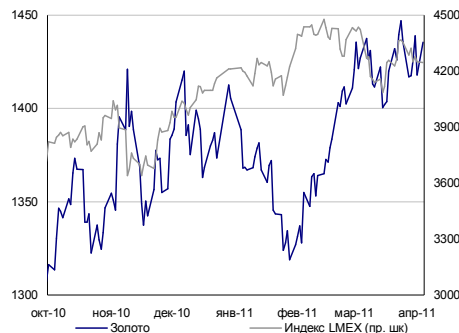


Товарные рынки

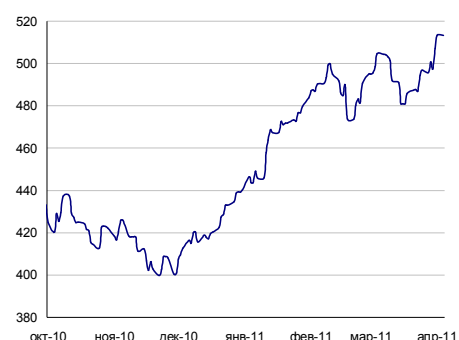
Нефть



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.