



### На рынке

- Ралли продолжается, ОФЗ разместились успешно с минимальной премией.
- **Транснефть-3** – как заработать на текущей доходности.
- **ТГК-1** – скоро оферта, наши мысли.
- **Ренессанс Капитал** – оцениваем справедливую доходность нового выпуска еврооблигаций.
- Португалия принимает помощь, доходности падают, рынки ждут заседания ЕЦБ.

### Денежный рынок

Ставки поддерживают спрос

### Внутренний рынок

Процентный риск в цене

Дивергенция Транснефть-3: непослушный FRN

### Глобальные рынки

Перепродали Португалию, российский риск популярен

### Корпоративные новости

Ренессанс Капитал: ставка на стратегию

ТГК-1 нарастил долговой портфель за счет кредитов банков, нужны ли ему бонды?

### Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Доходности и спреды		yield,%	б.п.
RUS_30	↓	4.621	-3
RUS30_UST10 bp	↑	107	107
UST_10	↑	3.547	7
UST_2	↑	0.834	2
UST10-UST2 bp	↑	271	5
EU_10	↑	3.431	4
EU_2	↑	1.837	0
EU10-EU2 bp	↑	159	4
EMBI+ bp	↓	247	-7
<b>Денежный рынок</b>			
LIBOR OIS US 3m	↑	17	0
LIBOR OIS EUR 3m	↑	18	1
Mosprime o/n	↑	3.14	0.0
Mosprime 3m	↓	3.91	0.0
RUB NDF 3m,%	↓	3.25	-0.1
К/с+депоз (млрд руб)	↑	1 471	48.4
<b>Кредитный риск CDS 5y</b>			
Russia	↓	122	-2
Greece	↓	997	-8
Portugal	↓	553	-32
Spain	↓	201	-19
Italy	↓	130	-8
<b>Индексы</b>			
		цена	изм,%
MSCI BRIC	↑	377	0.19
MSCI Russia	↑	1 122	0.93
Dow Jones	↑	12 427	0.27
RTSI	↑	2 111	1.07
VIX (RTS)	↓	24	-0.24
<b>Валюты</b>			
EUR/USD	↑	1.4323	0.70
3m FWD rate diff	↓	-143	-2
RUB/USD	↓	28.178	-0.40
RUB/EUR	↑	40.366	0.38
RUB BASK	↑	33.662	0.02
<b>Товары</b>			
Urals \$ / bbl	↑	119	0.37
Золото \$ / troy	↑	1 460	0.27

**Новости коротко**Сегодня

- Заседание ЕЦБ по ставке. Ожидается повышение ставки на 25 б.п.
- Аукцион ЦБ по размещению **ОБР-18** на 50 млрд руб.

Экономика РФ

- За период с 29 марта по 04 апреля **инфляция в России** составила 0.1 %, с начала месяца 0.1 %, с начала года 3.9 % (по итогам 2010 года: с начала месяца – 0.1 %, с начала года – 3.2 %, в целом за апрель – 0.3 %). / Росстат
- По словам А. Кудрина **дефицит бюджета РФ** при цене на нефть \$ 105 за баррель в 2011 году составит 1.0-1.4 % ВВП. / Интерфакс
- Минфин разместил **ОФЗ-26204** на сумму 18.9 млрд руб. Спрос по номиналу на аукционе составил 67.2 млрд руб. Размещенный объем выпуска по номиналу – 18.9 млрд руб. Доходность по средневзвешенной цене – 7.61 %. / Cbonds

Корпоративные новости

- Компания **Металлоинвест**, управляющая стальными и железорудными активами российского миллиардера Алишера Усманова, привлекла предэкспортное финансирование на \$ 3.1 млрд у синдиката банков. Кредиты на эту сумму сроком на 5 и 7 лет получили три компании группы - **Лебединский ГОК**, **ОЭМК** и холдинговая компания **Металлоинвест**. Заем был увеличен с \$ 1.2 млрд и будет направлен на рефинансирование долга, привлеченного летом 2008 года, а также на приобретение перспективных активов. Ставка по кредиту, организаторами которого выступили BNP Paribas и Deutsche Bank, составит Libor плюс 225 б.п. / Reuters
- Чистая прибыль **Внешэкономбанка** по РСБУ за I квартал 2011 года сократилась по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 40.1 % и составила 13.8 млрд руб. (в I кв. 2010 года – 23.1 млрд руб.). По сравнению с IV кварталом 2010 года чистая прибыль ВЭБа в I квартале 2011 года выросла в 3.5 раза (в IV кв. 2010 года – 3.9 млрд руб.). / Интерфакс
- **Глобалтранс**, по словам главы компании С. Мальцева, готов использовать любые финансовые инструменты вплоть до SPO для того, чтобы пополнить свой парк вагонами принадлежащей РЖД Первой грузовой компании (ПГК), а с 2012 года рассчитывает зарабатывать на собственных локомотивах. / Reuters

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- Совет директоров **РОСНАНО** утвердил решения о выпуске облигаций РОСНАНО серий 01, 02, 03 общей номинальной стоимостью 33 млрд рублей, размещаемых путем конвертации ранее выпущенных облигаций ГК Роснанотех. Одна облигация госкорпорации конвертируется в одну облигацию РОСНАНО соответствующей серии. / Интерфакс
- **Татфондбанк** открывает книгу заявок на покупку биржевых облигаций БО-02 на сумму 2 млрд руб. Книга будет открыта до 19 апреля 2010 года. Срок обращения выпуска составляет 3 года, предусмотрена оферта через 1.5 года. Ориентир по ставке купона составляет 9.0-9.5 %, что соответствует доходности 9.2-9.73 %. / Cbonds
- **ЛОКО-Банк** планирует выпустить субординированные еврооблигации сроком обращения 5.5 лет на сумму \$ 50 млн с доходностью 10.5–11.5%. / Cbonds

Кредиты и займы

- **Система-Галс** привлекает кредит **ВТБ** для финансирования деятельности дочерних обществ компании. Лимит по кредитной линии составляет \$ 84 млн, ставка по кредиту – 8% / Прайм-ТАСС

Рейтинги

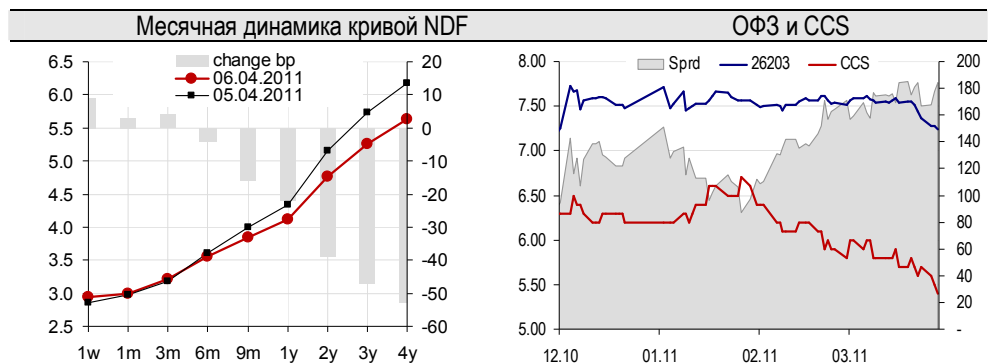
- **Moody's** повысило приоритетный необеспеченный долговой рейтинг и долгосрочные рейтинги депозитов **Тинькофф Кредитные Системы** до «B2» с «B3». Прогноз по всем рейтингам «стабильный» / Moody's

## Денежный рынок

## Ставки поддерживают спрос

По итогам вчерашних торгов рубль ослаб к корзине всего на 4 копейки за счет разнонаправленного движения против доллара, к которому российская валюта укрепилась, и падения к евро в рамках общемирового укрепления единой валюты на фоне ожиданий сегодняшнего повышения ключевой ставки ЕЦБ.

На денежном рынке продолжается снижение долгосрочных ставок – так за месяц 4-летние NDF упали в доходности на 50 б.п., оказав поддержку длинному сектору ОФЗ, который продолжает радовать инвесторов. Ставки на коротком конце практически не изменились, и такая диспозиция продолжает указывать на позитивный настрой участников рынка в отношении рубля и ставок.



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы  
Юрий Нефёдов

## Внутренний рынок

## Процентный риск в цене

После серьёзного ралли в начале этой недели и массивных покупок во втором эшелоне пришло время обратить внимание на самые длинные выпуски корпоративного сектора. В итоге отличительной чертой вчерашнего дня стали покупки на длинном конце кривой в надежде продолжения позитивного тренда.

Участники рынка охотно покупали процентный «рычаг»: МТС 07 (MD 4.64/1.02 %/ yield 8.17/-21 б.п.), МТС 08 (MD 3.54/0.1 %/ yield 7.97/-3 б.п.), ФСК ЕЭС-11 (MD 4.68/0.02 %/ yield 7.99/-1 б.п.). Следует отметить, что сильно прибавила в цене бумага Транснефть-3 (самый ликвидный FRN), которая обычно теряет в цене в случае ожидания снижения ставок. Тем не менее, спрос на нее был: Транснф 03 (MD 0.53/0.49 %/ yield -9.28/-98 б.п.). Прошла фиксация в длинной Москве: МГор48-об (MD 6.96/-0.47 %/ yield 7.96/+7 б.п.), МГор64-об (MD 3.3/-0.82 %/ yield 7.4/+24 б.п.).

Дополнительную поддержку рынку оказали успешные итоги аукциона ОФЗ 26204: выпуск разместился в объеме 94 % от объявленных 20 млрд с доходностью 7.61 % - иными словами премия составила минимальный 1 б.п., а по итогам дня доходность снизилась до 7.58 %.

## Статистика торгов

Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
МТС 07	2317	32	10 000	07.11.17	-	103.5	<b>1.02</b>	8.17	4.64
ВБД ПП БО3	165	3	3 000	11.10.13	12.10.12	101.3	<b>0.28</b>	6.56	1.33
ВК-Инвест3	313	3	10 000	08.07.14	12.07.11	102.6	<b>0.00</b>	4.90	0.25
ВК-Инвест6	160	10	10 000	13.10.15	-	101.1	<b>0.20</b>	8.18	3.44
Волгогр 05	588	2	1 000	17.12.15	-	105.9	<b>-1.57</b>	7.82	2.94
ВТБ24 01	278	6	6 000	05.10.11	-	103.0	<b>-0.10</b>	5.39	0.47
Газпрнеф10	156	2	10 000	26.01.21	05.02.18	104.4	<b>0.00</b>	8.22	4.84
Газпрнеф8	265	7	10 000	02.02.16	-	102.9	<b>-0.10</b>	7.93	3.73
ГазпрнфБО5	568	19	10 000	09.04.13	-	101.1	<b>0.04</b>	6.64	1.73
ГазпрнфБО6	267	10	10 000	09.04.13	-	101.1	<b>-0.05</b>	6.66	1.73
ГазпромА13	585	14	10 000	26.06.12	-	108.6	<b>-0.09</b>	5.81	1.08
ЕАБР04	169	7	5 000	06.02.18	11.02.14	100.8	<b>0.19</b>	7.51	2.41
ИРКУТ БО-1	178	4	5 000	10.09.13	-	103.3	<b>-0.15</b>	7.90	2.06
КОПЕЙКА 03	270	4	4 000	15.02.12	-	101.8	<b>0.05</b>	7.84	0.77
МГор48-об	194	9	30 000	11.06.22	-	92.6	<b>-0.47</b>	7.96	6.96
МГор64-об	558	2	40 000	16.11.15	-	121.2	<b>-0.82</b>	7.40	3.30
Мечел 16об	222	16	5 000	09.02.21	18.02.14	101.4	<b>0.68</b>	7.86	2.41
МТС 08	228	7	15 000	03.11.20	12.11.15	101.3	<b>0.10</b>	7.97	3.54
НОМОС 11	302	3	5 000	02.07.14	04.07.12	100.7	<b>0.05</b>	6.95	1.12
ОГК-5 об-1	221	8	5 000	29.09.11	-	103.4	<b>0.00</b>	5.08	0.46
РЖД БО-01	316	3	15 000	05.12.12	-	105.2	<b>-0.19</b>	6.16	1.45
РФАИнвест2	245	2	1 000	17.10.13	-	99.9	<b>0.00</b>	8.50	1.83
РязОбл 01	251	7	2 100	27.11.14	-	102.1	<b>-0.10</b>	7.76	2.24
Система-04	291	11	19 500	15.03.16	-	101.4	<b>0.45</b>	7.19	2.21
ТатнфтБО-1	202	2	5 000	20.09.13	-	101.0	<b>-0.44</b>	6.92	2.14
ТГК-6 01	542	6	5 000	24.08.17	29.08.13	100.5	<b>-0.39</b>	8.24	2.04
Транснф 03	1890	34	65 000	18.09.19	28.09.11	110.0	<b>0.49</b>	-9.28	0.53
ФСК ЕЭС-10	400	15	10 000	15.09.20	24.09.15	101.0	<b>-0.10</b>	7.62	3.59
ФСК ЕЭС-11	613	8	10 000	16.10.20	24.10.17	100.8	<b>0.02</b>	7.99	4.68
ЯкутскЭБО1	254	4	3 000	03.09.13	-	102.2	<b>0.20</b>	7.37	2.07

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

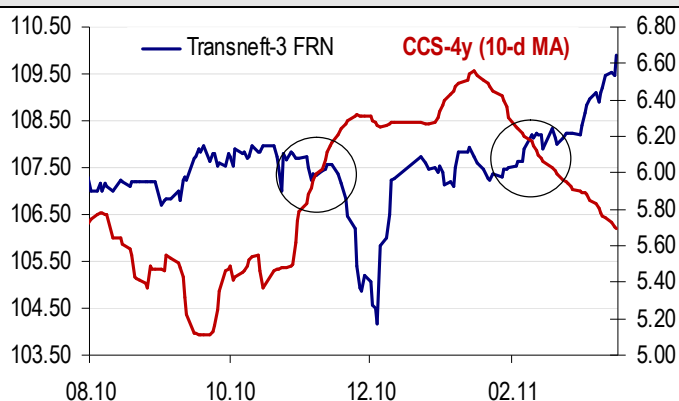
*Юрий Нефёдов*

### Дивергенция Транснефть-3: непослушный FRN

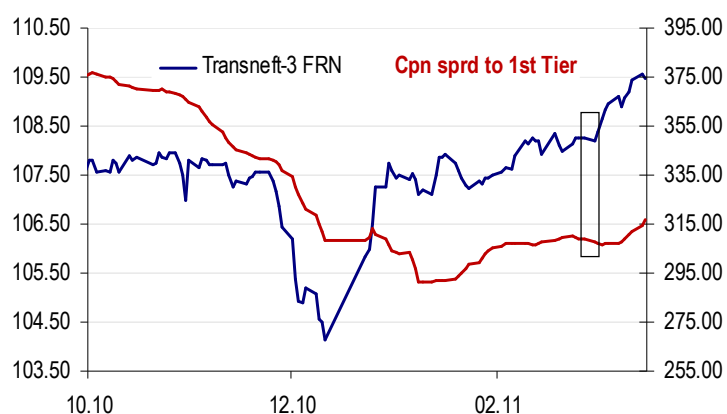
В настоящий момент мы наблюдаем дивергенцию в движении цены выпуска Транснефть-3 и общего отношения рынка к ставкам. Ставки на длинном конце кривой падают быстрыми темпами, и в то же время цена FRN взлетает вверх. В конце 2010 года, когда рынок ждал роста ставок и CCS поднимались, цена Транснефть-3 совершила резкое падение с последующим восстановлением. В принципе смещение спотовой кривой ставок вниз должно приводить к снижению форвардных ставок, на основе которых формируется цена классического FRN. Однако «неправильное» движение цены выпуска можно, по нашему мнению, объяснить тем фактом, что Транснефть-3 торгуется без опоры на форвардные ставки, а только исходя из величины спреда текущего купона 9.9 % к доходности бумаг первого эшелона – порядка 315 б.п. сейчас. Таким образом, если ралли на рынке продолжится, и спред текущего купона и преобладающей доходности 1-го эшелона расширится до 350-380 б.п., Транснефть-3 будет еще более интересна с точки зрения текущей доходности.

Таким образом, цена Транснефть-3 обратно связана с доходностями качественных заёмщиков, и мы рекомендуем покупать выпуск на локальных просадках до тех пор, пока спред купона бумаги к первому эшелону не начнёт сужаться, как это было в конце 2010 года (см. графики ниже).

Цена FRN Транснефть-3 и CCS



Спред купона Транснефти и преобладающей доходности 1-го эшелона



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

*Юрий Нефёдов*

## Глобальные рынки

## Кривые Португалии и Германии

	Y	MD	Y ch	Price
Portugal	6.89	1.1	- 25	0.3%
	8.67	2.1	- 27	0.6%
	9.14	3.0	- 27	0.9%
	8.63	3.8	- 34	1.4%
	8.86	4.5	- 33	1.5%
	8.88	5.1	- 24	1.3%
	8.93	5.4	- 28	1.6%
	8.84	5.9	- 27	1.7%
	8.57	6.5	- 20	1.4%
	8.66	8.1	- 12	1.0%
	7.00	12.4	- 1	0.1%
Germany	1.84	1.9	0.2	0.0%
	2.12	2.8	1.7	0.0%
	2.45	3.7	2.2	-0.1%
	2.74	4.6	2.7	-0.1%
	2.93	5.1	3.2	-0.2%
	3.10	5.8	3.4	-0.2%
	3.23	6.6	3.7	-0.2%
	3.35	7.4	3.9	-0.3%
	3.43	8.4	3.8	-0.3%
	3.67	9.1	3.8	-0.4%
	3.92	11.6	4.6	-0.5%
3.98	14.0	4.6	-0.7%	
3.90	18.1	5.2	-1.0%	

## Перепродали Португалию, российский риск популярен

Вчера на рынке долга Португалии по сообщениям Bloomberg случился так называемый short-squeeze – для фиксации значительной прибыли от коротких продаж пришлось искать бумаги на рынке для поставки, а держатели бумаг это почувствовали и взвинтили цены. В итоге кривая Португалии сместилась вниз на 25 б.п. Кроме того, вчера стало известно о том, что Португалия все-таки примет финансовую помощь от ЕС, так что закрытие коротких позиций было весьма оправдано, и, возможно, локально мы увидим падение доходностей португальского долга.

На валютном рынке евро продолжил шествие к вершинам. С начала года валюта подорожала на 7%, что не удивительно, так как спотовый дифференциал трехмесячных ставок в ЕС и США достиг рекордных 97 б.п. – максимума с 2009 года. В итоге разрешение проблемы с Португалией и дифференциал процентных ставок продолжают поддерживать единую валюту. Сегодня состоится заседание ЕЦБ, и если ставки не будут повышены, мы сможем увидеть серьезное падение евро с текущих максимумов.

Российские бумаги хорошо росли в цене, особенно Evraz'13, по которому вчера была объявлена оферта. Рублёвый евробонд вырос до 105.5% - спрэд к 26204 порядка 70 б.п., что мы считаем завышенным.

## Статистика торгов

Выпуск	Объем, млн.	Купон	Close	Y	MD	Swap Z sprd	Y ch	Price	Z sprd ch
Russia' 15	2 000	3.625	101.54	3.22	3.700	112	- 4.3	0.2% - 4.2	
Russia' 18	3 466	11	142.88	4.13	5.385	113	- 0.5	0.0% - 5.3	
Russia' 20	3 500	5	101.63	4.78	7.090	132	- 4.9	0.4% - 5.7	
Russia' 28	2 500	12.75	176.35	5.72	9.127	180	- 0.1	0.0% - 6.7	
Russia' 30	2 122	7.5	117.00	4.62	5.706	138	- 2.9	0.1% - 5.6	
Russia' 18 rub	40 000	7.85	105.50	6.84	5.308	- 11	- 22.5	1.2% - 19.5	
Alfa' 12	500	8.2	106.31	2.83	1.147	236	- 3.5	0.0% - 1.4	
Alfa' 13	400	9.25	109.77	4.53	1.972	346	2.0	-0.1% - 2.0	
Alfa' 17	1000	7.875	106.14	6.69	5.054	384	-	0.0% - 5.3	
GazpromB' 13	500	7.933	109.72	3.34	2.021	225	- 6.7	0.1% - 2.0	
GazpromB' 14	1000	6.25	105.71	4.55	3.233	266	- 3.2	0.1% - 3.5	
GazpromB' 15	1000	6.5	106.79	4.79	3.865	257	- 1.4	0.0% - 4.2	
Sber' 13	500	6.48	108.69	2.21	1.943	119	- 3.2	0.0% - 1.9	
Sber' 13-2	500	6.468	108.79	2.39	2.070	128	- 1.2	0.0% - 1.9	
Sber' 15	1500	5.499	105.41	4.09	3.738	195	- 4.5	0.2% - 4.2	
Sber' 17	1250	5.4	102.30	4.95	5.057	216	1.0	-0.1% - 5.3	
VEB' 17	600	5.45	102.08	5.08	5.417	212	- 5.7	0.3% - 5.4	
VEB' 20	1000	6.551	101.94	6.28	6.824	282	- 5.3	0.4% - 6.0	
VTB' 15	1250	6.465	107.66	4.31	3.443	233	- 6.8	0.2% - 4.0	
VTB' 18	2000	6.875	108.40	5.44	5.551	239	2.6	-0.2% - 5.3	
TNK-BP' 13	600	7.5	109.48	2.42	1.813	152	- 5.4	0.1% - 1.9	
TNK-BP' 17	800	6.625	107.58	5.13	4.917	238	- 3.4	0.2% - 5.2	
TNK-BP' 18	1100	7.875	114.62	5.32	5.418	235	- 1.7	0.1% - 5.3	
Lukoil' 17	500	6.356	107.88	4.86	5.021	205	- 4.8	0.2% - 5.3	
Lukoil' 20	1000	6.125	102.80	5.74	7.051	225	- 2.1	0.2% - 6.1	
Lukoil' 22	500	6.656	105.76	5.94	7.757	228	- 3.9	0.3% - 6.8	
GAZP' 13-1	1750	9.625	113.77	2.15	1.760	129	- 4.9	0.0% - 2.2	
GAZP' 14	1250	8.125	114.77	3.36	2.914	168	- 3.0	0.1% - 3.0	
GAZP' 16	1350	6.212	109.35	4.32	4.675	167	- 4.8	0.2% - 4.9	
GAZP' 18	1100	8.146	118.04	5.06	5.302	207	1.4	-0.1% - 5.4	
GAZP' 20	1250	7.201	108.86	5.90	6.511	255	- 1.6	0.1% - 5.5	
GAZP' 37	1250	7.288	108.52	6.60	12.078	243	1.7	-0.2% - 6.8	
RuRail' 17	1500	5.739	104.81	4.80	5.054	202	- 9.2	0.5% - 5.3	
SevStal' 13	1250	9.75	113.27	3.68	2.070	256	- 6.1	0.1% - 2.2	
SevStal' 14	375	9.25	114.43	4.12	2.588	259	- 7.1	0.2% - 2.6	
Evraz' 13	1300	8.875	110.66	3.41	1.829	244	- 27.4	0.5% - 2.0	
Evraz' 18	700	9.5	118.21	6.26	5.105	330	1.5	-0.1% - 5.3	
VIP' 16	600	8.25	111.96	5.53	4.112	309	- 4.0	0.2% - 4.3	
VIP' 18	1000	9.125	115.21	6.41	5.146	344	- 6.9	0.4% - 5.3	

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы  
Юрий Нефёдов

**Корпоративные новости****Ренессанс Капитал: ставка на стратегию**

Renaissance Financial Holding Limited (B+/B1/B), головная компания инвестиционного банка Ренессанс Капитал (РК), планирует провести роуд-шоу новых трехлетних евробондов в долларах.

Мы видим справедливую доходность еврооблигаций на уровне 9.7-10.2 %.

Мы выделяем следующие факторы, которые окажут повышательное давление на доходность при размещении:

- убыток по итогам 2010 года в размере \$ 33.7 млн.
- активная международная экспансия (приобретение южно-африканского брокера BJM Securities, запуск трейдинга в Гонконге);

В то же время существуют факторы, оказывающие долгосрочную поддержку профилю компании:

- Ренессанс Капитал начал глобальную программу реформирования бэк- и мидл-офиса, направленную на повышение операционной эффективности и контроля. В структуре компании присутствует специальный отдел Product Control, отвечающий за качество и репрезентативность P&L и баланса, подготовку информации для аудита.
- Команда сотрудников front/middle/back офиса пополнилась профессионалами высокого класса. Во многом убыток прошлого года обязан стратегическим инициативам компании. CFO компании Питера Макналти объясняет убыток 2010 года затратами на экспансию и информационные технологии. Также он утверждает, что без увеличения затрат на персонал (\$ 203.9 млн) завершила бы год с прибылью.
- Позитивные изменения в деятельности компании отмечает и S&P, подтвердив вчера рейтинг В+ и повысив прогноз по рейтингу с «негативного» до «стабильного». По мнению S&P, показатели капитализации и позиция ликвидности Ренессанс Групп стабилизировались, а перспективы реализации среднесрочной стратегии представляются позитивными.

Позиционирование

Планируемый евробонд придет на смену погашенному в начале апреля выпуску RenCap'11 объемом \$ 225 млн. Еще два обращающихся евробонда Ренессанс Капитала не представляют интереса из-за короткой дюрации (RenCap'11-2), а также небольшого объема и неликвидности (RenCap'13). В ноябре 2010 РК разместил и рублевые облигации объемом 3 млрд руб. (РК Казначей-01) с купоном 10.5 % (YTP к двухлетней оферте 10.76 %), которые еще не вышли на рынок.

В качестве одного из ориентиров для прайсинга можно принять евробонд розничного банка Ренессанс Кредит (B-/B3/B-). В настоящий момент он торгуется на уровне 9.25 % к погашению через два года, продемонстрировав хороший рост в цене после публикации сильной отчетности за 2010 год. Несмотря на более высокие рейтинги RFHL, мы полагаем, что облигации двух эмитентов должны предоставлять сопоставимую доходность из-за слабой отчетности RFHL по итогам 2010 года.

С другой стороны выпуск еврооблигаций HCFB'14 (B+/Ba3/-) размещался в начале марта с премией 565 б.п. к USD IRS. Мы полагаем справедливой премию в 250-300 б.п. за специфичность бизнеса Ренессанс Капитала по сравнению с ХКФ – что транслируется в совокупную премию порядка 815-865 б.п. к трёхлетним свопам или 9.69-10.19% YTM.

Таким образом, мы видим справедливую доходность трехлетнего евробонда RFHL на уровне 9.7 – 10.2 %.

*Юрий Нефедов, Антон Дроздов, CFA*

**ТГК-1 нарастил долговой портфель за счет кредитов банков, нужны ли ему бонды?**Событие

Во вторник ТГК-1 представила консолидированную отчетность за 2010 г. по международным стандартам и провела телефонную конференцию с аналитиками.

## Средневзвешенная доходность облигаций энергетического сектора



Источники: ММВБ, Банк Москвы

- ТГК-1 продемонстрировала существенный рост как общего долга (в 1.5 раза), так и долговой нагрузки (Чистый долг/ЕБИТДА составил 2.7X). Между тем, компания увеличила срочность своего портфеля за счет привлечения долгосрочных кредитов.
- Как следует из отчетности, ТГК-1 имеет возможность использовать дешевое банковское финансирование со ставками менее 7%. Маловероятно, чтобы эмитент захотел оставить в рынке выпуск ТГК-1 серии 02 с офертой в июле 2011 года, поскольку справедливая доходность по нему к погашению через три года, по нашим оценкам, составляет не менее 7.3%.

**Показатели ТГК-1 по МСФО**

млн руб.	2009	2010	г-г, %
Выручка *	36 610	45 400	24
в т.ч. э/энергия	17 580	22 398	27
тепло	18 023	22 347	24
Опер. расходы	31 642	40 160	27
топливо	15 693	21 637	38
амортизация	2 791	3 384	21
прочие	13 159	15 139	15
Опер. прибыль	4 968	5 241	5
маржа, %	13.6	11.5	
ЕБИТДА	7 758	8 624	11
маржа, %	21.2	19	
Чистая прибыль	8 350	7 173	-14
маржа, %	22.8	15.8	
Операционный ДП	1 937	4 190	116
Общий долг	15 038	23 200	54 %
в т.ч. долгосрочные	63 %	70 %	
Чистый долг	14 459	22 923	59 %
Общий долг/ЕБИТДА	1.9	2.7	
Чистый долг/ЕБИТДА	1.9	2.7	
<u>Справочно:</u>			
Выработка э/энергии, млн кВтч	26 761	27 162	1
Цена продажи э/энергии, руб/МВт-ч	657	825	26
Отпуск тепла, тыс Гкал	26 916	28 818	7
Цена продажи тепла, руб/Гкал	670	775	16

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

Комментарий.

Результаты компании по МСФО оказались немного хуже прогнозов на основании опубликованных ранее данных по РСБУ, не включающих в себя показатели убыточной Мурманской ТЭЦ:

- Чистая прибыль упала на 14% из-за меньшего, чем в 2009 году восстановления резервов. Скорректированная на неденежные статьи прибыль за год практически не изменилась, составив, по оценке компании, 4 млрд руб.
- Динамика выручки в целом совпала с данными по российским стандартам, увеличение доходов на 31% произошло благодаря повышению тарифов, расширению либерализации рынка электроэнергии и увеличению отпуска тепла (+7%).

- Себестоимость продукции повысилась на 29 %, одним из главных факторов роста расходов стало ухудшение водности рек с необходимостью повысить выработку на тепловых станциях. Между тем компания сохраняет хороший контроль над постоянными издержками, которые за год увеличились на 5 %, что заметно ниже инфляции.
- Итоговый показатель EBITDA составил 8.6 млрд руб. Менеджмент ожидает сохранения малой водности рек в 2011 г. и оценивает EBITDA по результатам года в 13 млрд руб. Повысить показатели компании во многом поможет ввод новых активов суммарной мощностью 660 МВт.
- Убыток от деятельности Мурманской ТЭЦ составил 500 млн руб., компания предполагает, что размеры убытка в 2011 году сохранятся на том же уровне.
- За год компания увеличила общий объем долга с 15 млрд руб. до 23.2 млрд руб. (в 1.5 раза). Рост долгового портфеля произошел за счет наращивания долгосрочных кредитов, прирост которых за год составил 73 % - до 16.3 млрд руб. В том числе, компания привлекла двухлетний кредит в ВТБ Северо-Запад на 4.7 млрд руб. со ставкой 6.95-7.1 %, трехлетние кредиты в Барклайс банке и Сбербанке на 1 и 3.7 млрд руб. соответственно со ставками 6.8-6.9 %, а также пятилетние кредиты в Юникредите и Альфа-банке на 1.1 и 2 млрд руб. под 6.8 %.

Таким образом, несмотря на не слишком сильные операционные показатели, ТГК-1 довольно существенно улучшила структуру и срочность долгового портфеля. На начало 2011 года доля долгосрочной задолженности составляла 70 %. Опережающий рост объема задолженности эмитента над темпом роста EBITDA привел к увеличению показателя Чистый долг/EBITDA до 2.7X. Между тем, мы отмечаем доступность для ТГК-1 дешевого финансирования в крупнейших банках. Компания привлекает долгосрочные средства под ставку ниже 7 %, что во многом объясняет паузу, взятую ТГК-1 в 2010 году на первичном рынке долга.

#### Влияние на рынок.

Примерно месяц назад появилась информация о том, что менеджмент компании не исключает полного выкупа своих бондов в ходе оферт и будет ориентироваться при определении ставки купонов на ставки банковского кредитования.

В обращении сейчас находятся два выпуска эмитента, размещенные в 2007 и 2009 годах. Наиболее дорогим с точки зрения обслуживания является выпуск ТГК-1-02, размещенный в посткризисный период со ставкой купона 16.99 % до оферты в июле 2011 года.

В настоящий момент выпуск ТГК-1 02 торгуется с доходностью около 5.8 % к оферте в июле. Исторический спрэд этого выпуска к сопоставимым по срочности бондам еще одной дочки Газпрома – Мосэнерго – составляет 20-30 б.п. В связи с этим, справедливая доходность по выпуску ТГК-1 02 находится по нашему мнению на уровне 7.3-7.4 % к погашению через три года.

Если эмитент имеет возможность привлекать длинные деньги в банках под ставку менее 7 % (а этот факт очевиден, исходя из опубликованной отчетности), то ему действительно получается дешевле выкупить весь выпуск по оферте, чем переплачивать облигационерам. В связи с этим, мы рекомендуем держателям выпуска оставаться в бумагах до оферты.

#### **Характеристики обращающихся выпусков облигаций ТГК-1 и Мосэнерго**

Выпуск	ТГК-1 01	ТГК-1 02	Мосэнерго1	Мосэнерго2	Мосэнерго3
Объем, млн руб.	4 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Купон, %	8.5	17.0	12.5	7.7	10.3
Оферта	13.03.12	25.07.11	-	23.02.12	30.11.12
Погашение	11.03.14	01.07.14	13.09.11	18.02.16	28.11.14
Дюрация, лет	0.9	0.3	0.4	0.8	1.4
Индикативная цена	102.1	102.9	103.1	102.0	106.2
YTM/YTP	6.24	5.82	4.66	5.38	6.38
Спрэд к ОФЗ	186	48	152	105	115
Оборот за 3 мес, млн руб.	1 642	2 990	1 650	6 786	5 634
Число сделок за 3 мес.	189	311	160	341	165
Рейтинги	//	//	BB-/ NR/ NR	BB-/ NR/ NR	BB-/ NR/ NR
Котировальный лист	A2	A2	A1	A1	A1

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

*Екатерина Горбунова, Михаил Лямин, Иван Рубинов CFA.*

## Монитор кривой ОФЗ

## Текущая таблица относительной стоимости

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

Динамика за день

05.04.11

06.04.11

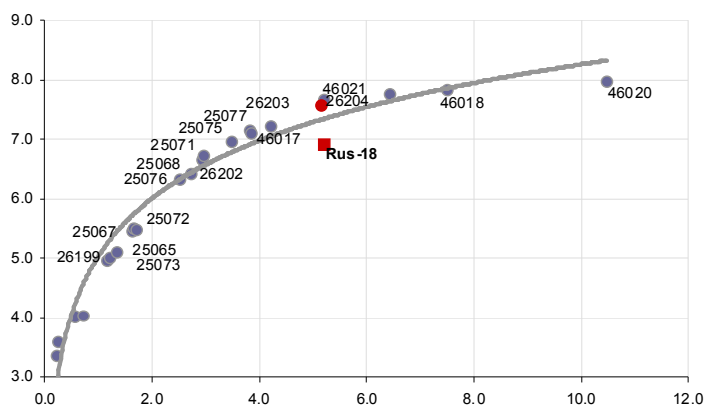
05.04.11

Выпуск	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield, %	MDUR	Sprd T-1
ОФЗ 25074	200	3.36	0.22	-2	0.00	42	-32	0.07	3.38	0.23	33
ОФЗ 25066	1	3.6	0.24	-36	0.07	56	-46	0.11	3.96	0.24	84
ОФЗ 25063	96	4.03	0.56	-3	0.01	-20	10	-0.06	4.06	0.56	-25
ОФЗ 25064	10	4.04	0.72	4	-0.05	-53	43	-0.31	4.00	0.72	-65
ОФЗ 26199	-	4.96	1.15	0	0.00	-28	18	-0.21	4.96	1.16	-34
ОФЗ 25073	52	5.02	1.21	-7	0.09	-29	19	-0.23	5.09	1.21	-28
ОФЗ 25067	90	5.12	1.34	1	-0.04	-33	23	-0.30	5.11	1.34	-39
ОФЗ 25072	-	5.47	1.62	0	0.00	-24	14	-0.23	5.47	1.62	-29
ОФЗ 25078	158	5.5	1.65	0	-0.01	-24	14	-0.24	5.50	1.66	-29
ОФЗ 25065	322	5.49	1.70	-4	0.05	-30	20	-0.33	5.53	1.71	-30
ОФЗ 25076	1 717	6.34	2.51	-9	0.23	1	fair	-	6.43	2.51	6
ОФЗ 25068	3 511	6.42	2.71	-7	0.17	-2	fair	-	6.49	2.71	2
ОФЗ 26202	1 297	6.66	2.93	-5	0.13	12	-2	0.05	6.71	2.93	13
ОФЗ 25071	216	6.73	2.96	0	0.00	17	-7	0.21	6.73	2.96	14
ОФЗ 25075	1 206	6.97	3.48	-3	0.10	18	-8	0.29	7.00	3.48	18
ОФЗ 25077	5 651	7.16	3.80	-6	0.23	25	-15	0.57	7.22	3.80	28
ОФЗ 46017	-	7.12	3.83	0	0.00	20	-10	0.38	7.12	3.83	17
ОФЗ 26203	930	7.24	4.19	-4	0.17	19	-9	0.38	7.28	4.20	21
ОФЗ 26204	20 876	7.58	5.13	-5	0.25	25	-15	0.76	7.63	5.13	28
ОФЗ 46021	0	7.67	5.19	-13	0.69	32	-22	1.16	7.80	5.18	44
ОФЗ 46018	0	7.78	6.44	2	-0.10	13	-3	0.21	7.76	6.44	10
ОФЗ 46022	-	7.84	7.50	0	0.00	-2	fair	-	7.84	7.52	-3
ОФЗ 46020	-	7.98	10.48	0	0.00	-35	25	-2.62	7.98	10.48	-35

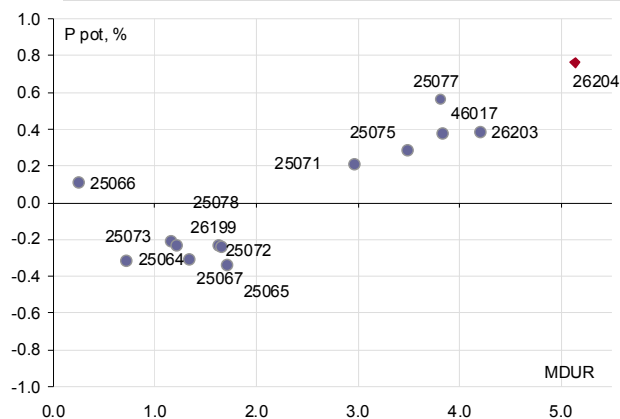
\*к модельной кривой ОФЗ

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

Кривая ОФЗ



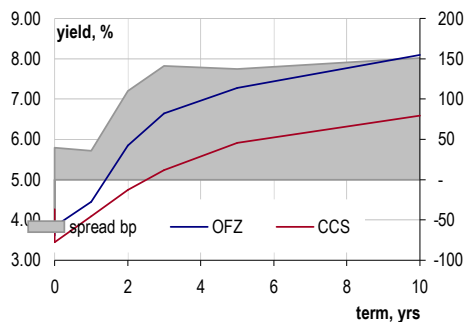
Потенциал и дюрация



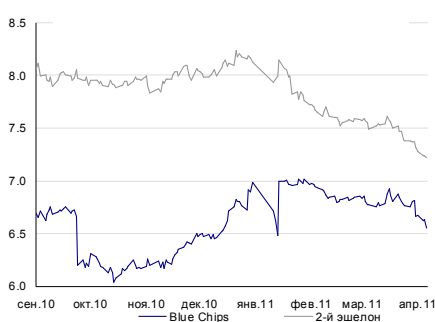
Юрий Нефёдов

Российский долговой рынок

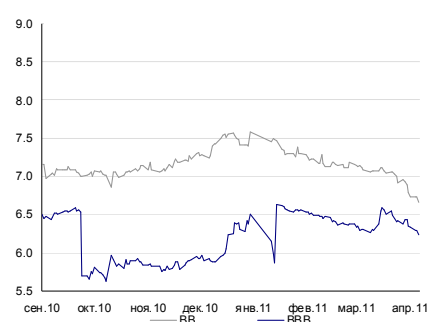
Кривые ОФЗ и CCS



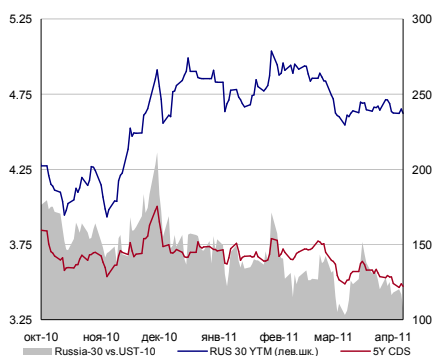
Индексы ВМВІ эшелоны



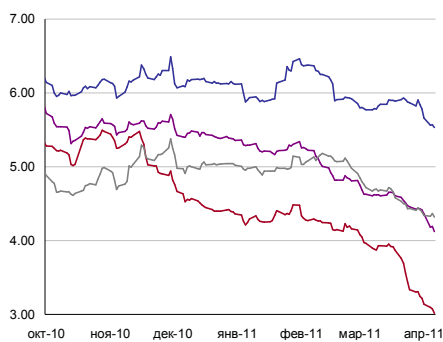
Индексы ВМВІ рейтинги



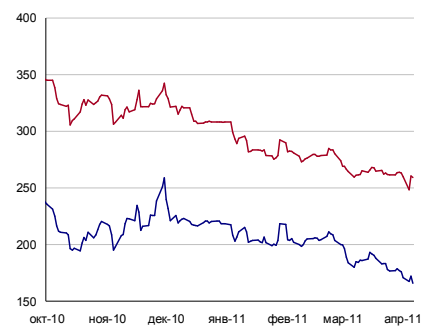
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

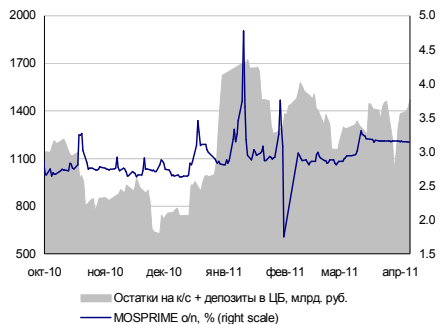


CDS корпораций

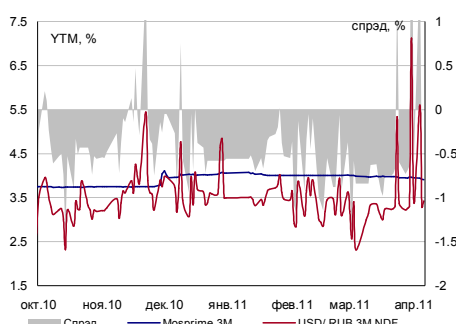


Денежно-валютный рынок

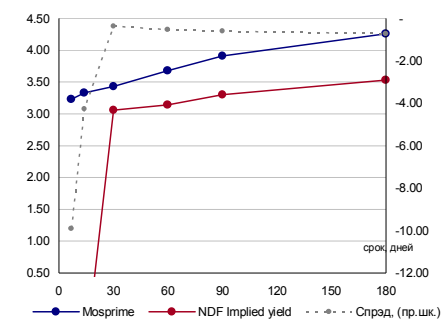
Ликвидность и ставки



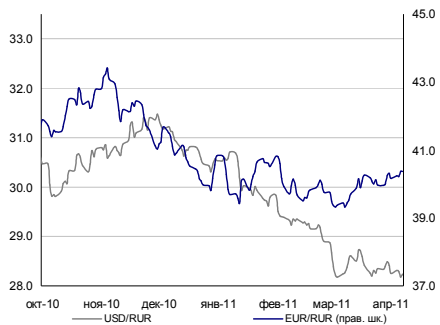
Форвардный базис



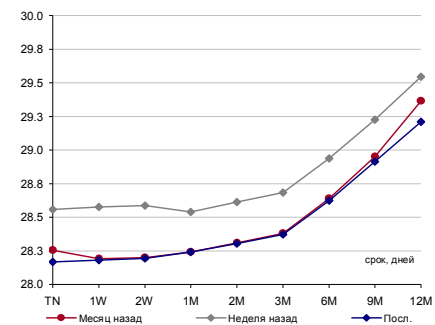
Спрэды денежного рынка



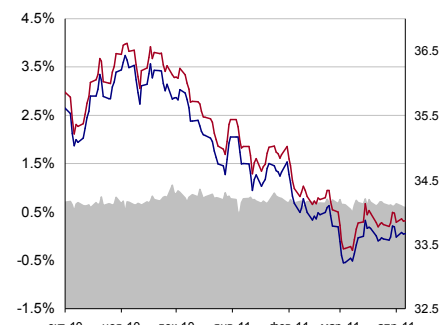
Курс рубля



Форвардные кривые



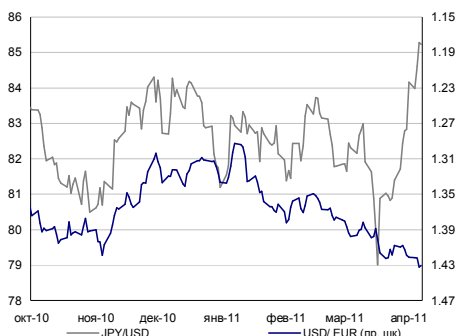
Своп-поинты 3 месяца



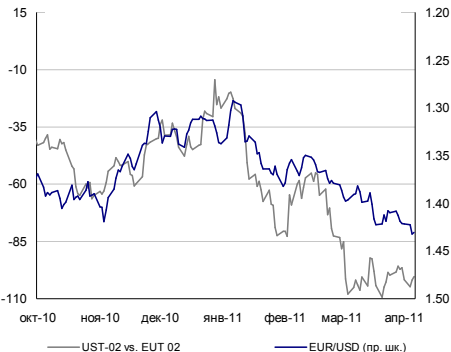
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

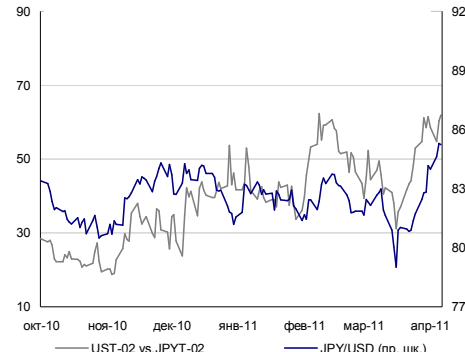
Основные валюты



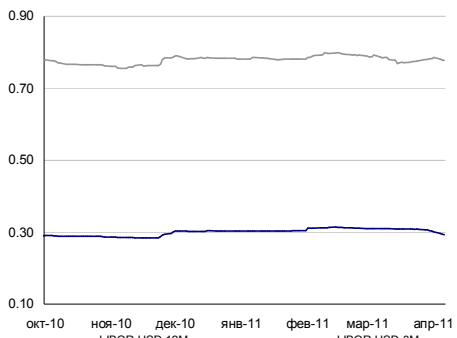
Ставки и курсы евро/доллар



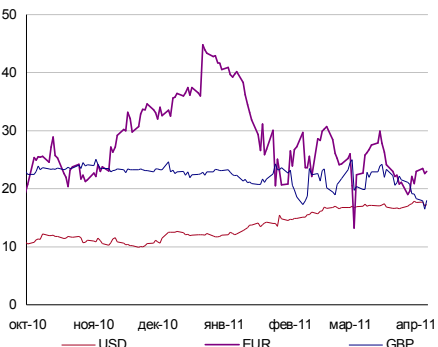
Ставки и курсы иена/доллар



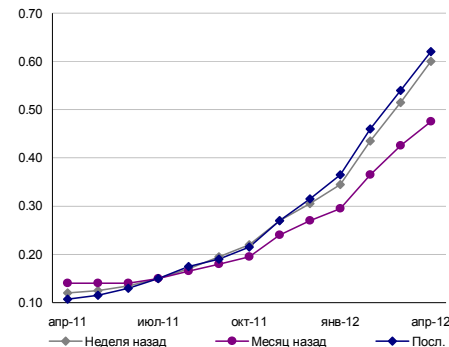
LIBOR USD



LIBOR-OIS

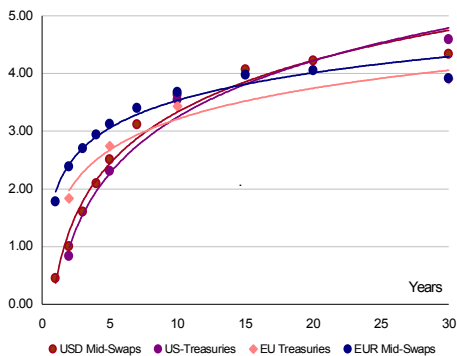


FED RATE ожидания

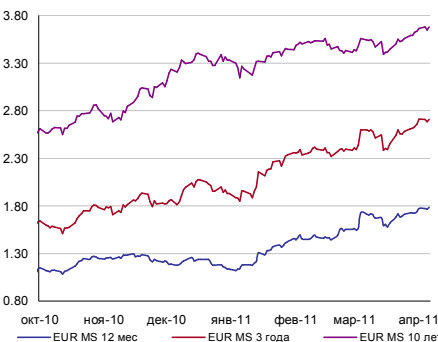


Глобальный долговой рынок

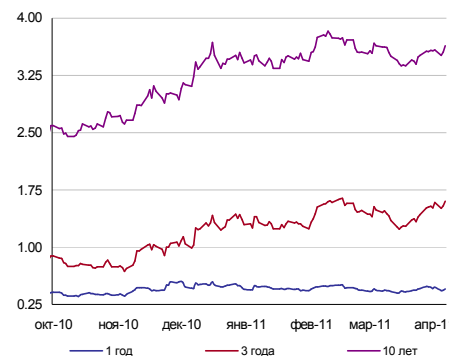
Базовые кривые



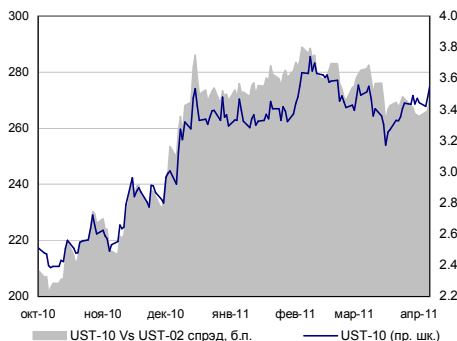
EUR IRS (mid)



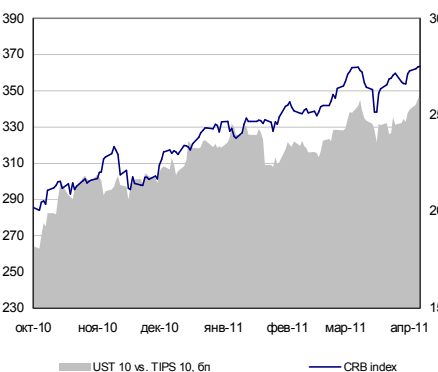
USD IRS (mid)



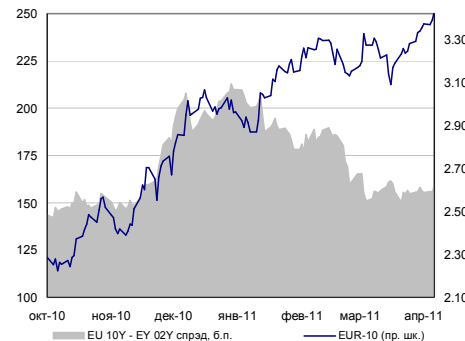
UST



Инфляционные ожидания



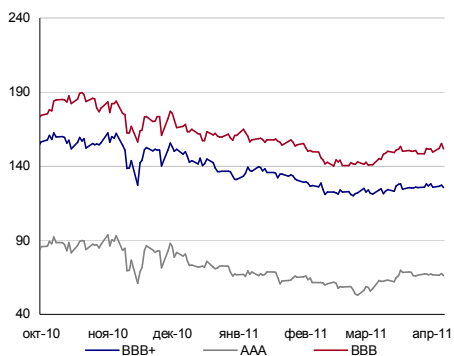
Bundes



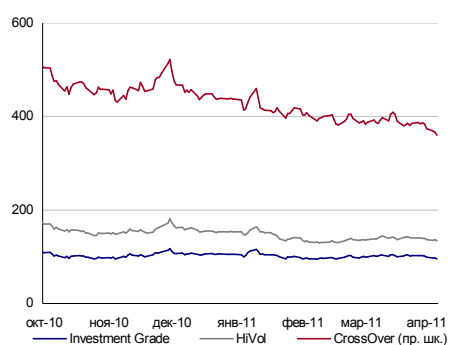
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный кредитный риск

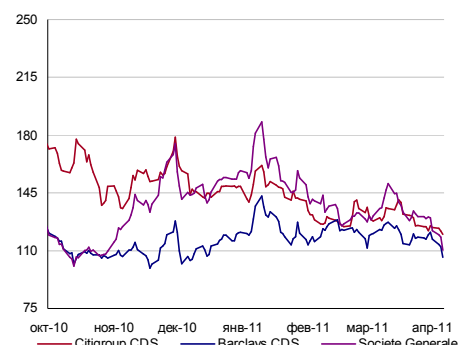
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

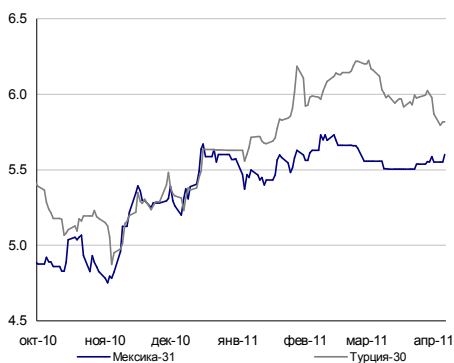


CDS Global Banks

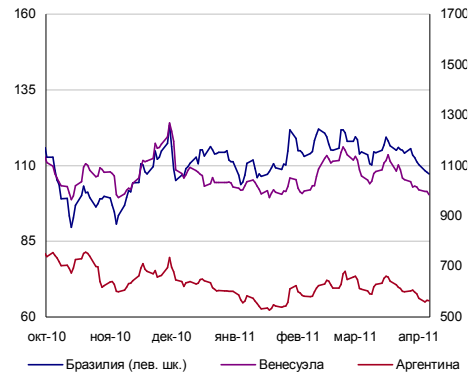


Emerging markets

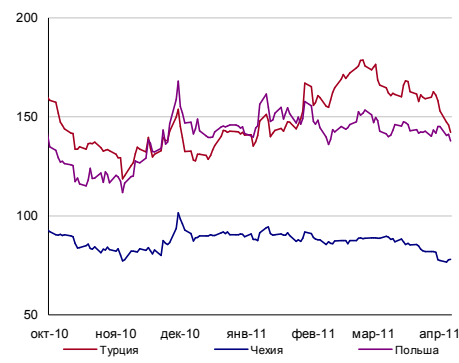
Еврооблигации EM



Lat Am CDS



EMEA CDS

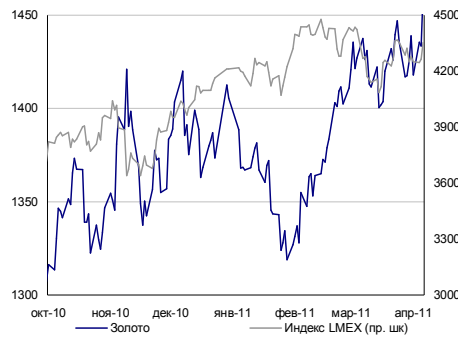


Товарные рынки

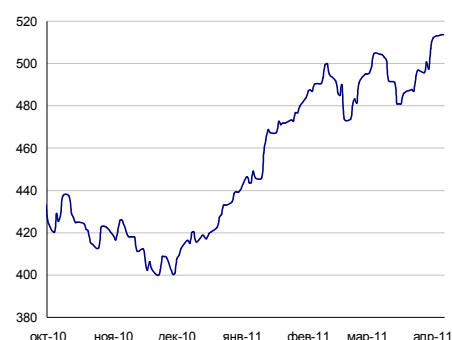
Нефть



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 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.