



На рынке

- Мы не склонны драматизировать рост доходностей на внутреннем рынке. Вчерашняя коррекция – это скорее возможность для покупки в перспективе нескольких недель, нежели сигнал «стоп-машина». В то же время о «полном вперед» речи не идет. Мы не ждем быстрого завершения коррекции – холодным душем для рынка могла бы стать «красная» неделя с ростом доходностей на 5-10 б.п. в день.
- РСХБ** озвучил планы по доразмещению рублёвого евробонда с погашением в 2016 году. С учётом того, что в последние дни доходность выпуска выросла на волне фиксации прибыли в рублях и росте уровня длинных ставок, предложение является очень интересным. Мы неоднократно рекомендовали выпуск к покупке, основываясь на завышенном спреде к локальной кривой.
- ВЭБ** намерен разместить долг в юанях. По нашим оценкам, для выгодного заимствования в юанях на 5 лет и конвертации «азиатского» долга в долларовой с помощью CCS fix-fix (или структуры CNY IRS + CNY USD CCS) ВЭБ должен занять в юанях под ставку не более 7 % (CNY + 240 б.п.). В этом случае долларовая доходность, полученная через CCS fix-fix, составит 5.11 % - уровень на котором сейчас торгуется VEB'17 на дюрации 5 лет.
- Распадская** опубликовала свою отчетность за 2010 год и операционные показатели первого квартала 2011 года. Компания демонстрирует улучшение показателей, несмотря на ожидаемо слабые результаты 2-го полугодия 2010 года из-за аварии на шахте «Распадская». Кредитный профиль компании является исключительно сильным. Евробонд Raspadskaya Mine'12 торгуется на справедливом уровне.
- Вчера были опубликованы тарифы для **ФСК** на 2011-2014 гг., предполагающие сокращение доходов эмитента по сравнению со старыми планами. Из-за масштабного навеса нового предложения от этого эмитента в настоящий момент наблюдается дисбаланс доходностей ФСК по отношению к Мосэнерго. В случае продолжения коррекционных настроений на рынке мы ожидаем смещение кривой перекупленных высоколиквидных бондов Мосэнерго вверх примерно на 50 б.п. - к ее справедливому уровням.
- Российский рынок еврооблигаций сегодня вряд ли покажет хорошую динамику. Азия утром задала негативный тон торгам, доходности UST развернулись в сторону снижения из-за публикации статистики из Китая.

Доходности и спреды	yield,%	б.п.
RUS_30	↓ 4.698	0
RUS30_UST10 bp	↑ 120	120
UST_10	↑ 3.500	4
UST_2	↑ 0.770	4
UST10-UST2 bp	↓ 273	0
EU_10	↓ 3.428	-1
EU_2	↑ 1.868	1
EU10-EU2 bp	↓ 156	-1
EMBI+ bp	↑ 261	1
Денежный рынок		
LIBOR OIS US 3m	↓ 16	-1
LIBOR OIS EUR 3m	↑ 19	0
Mosprime o/n	↑ 3.15	0.0
Mosprime 3m	↑ 3.77	0.0
RUB NDF 3m,%	↓ 3.38	-1.9
К/с+депоз (млрд руб)	↓ 1 424	-7.6
Кредитный риск CDS 5y		
Russia	↑ 128	2
Greece	↑ 1 138	51
Portugal	↑ 592	17
Spain	↓ 220	-3
Italy	↑ 138	4
Индексы		
MSCI BRIC	↓ 369	-0.49
MSCI Russia	↓ 1 072	-2.04
Dow Jones	↑ 12 285	0.12
RTSI	↓ 2 029	-1.64
VIX (RTS)	↑ 26	0.74
Валюты		
EUR/USD	↑ 1.4485	0.24
3m FWD rate diff	↑ -150	3
RUB/USD	↑ 28.207	0.02
RUB/EUR	↑ 40.856	0.10
RUB BASK	↑ 33.899	0.08
Товары		
Urals \$ / bbl	↑ 119	0.46
Золото \$ / troy	↑ 1 474	1.16

Денежный и внутренний долговой рынок

«Стоп машина» или «полный вперед»?

Первичный рынок

РСХБ-16: заманчиво, но опасно

ВЭБ: «made in China»

Глобальные рынки

Краткая передышка на Западе

Угроза с Востока

Российские еврооблигации: между молотом и наковальней

Корпоративные новости

Распадская: ожидаемо слабое второе полугодие. Евробонд оценен справедливо

ФСК: тарифы снижены на три года, дисбаланс бондов по отношению к Мосэнерго сохраняется

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Новости короткоСегодня

- Биржевые расчеты с покупателями выпусков **МКБ БО-04** на 5 млрд руб., **Банк НФК БО-01** на 2 млрд руб., **ВЭБ-Лизинг 03,04,05** совокупным объемом 15 млрд руб.
- Закрытие книги на выпуск **АИЖК-А19** на 6 млрд. руб., закрытие книги на **Крайинвестбанк-БО1** на 1.5 млрд. руб. (ориентир ставки 1-го купона 3-летних облигаций снижен с 9.5-10 % до 9.25-9.75 % годовых)
- Погашение **ОБР-17**, **Амурметалл-03**
- Уплата страховых взносов в фонды
- Публикация индекса потребительских цен за март в Европе и США

Экономика

- Банк России разместил на аукционе **ОБР-18** на 17.5 млрд руб., средневзвешенная доходность составила 3.4 %. Объем спроса составил 40.4 млрд руб. / Cbonds

Корпоративные новости

- Чистая прибыль **НОМОС-БАНКА** за первый квартал 2011 года по РСБУ составила 1.7 млрд руб. По сравнению с четвертым кварталом 2010 года показатель увеличился на 32 %. / Reuters
- Чистая прибыль **МРСК Урала** за 2010 год по РСБУ составила 1.7 млрд руб., что в 1.6 раза больше по сравнению с данными за 2009 год. EBITDA за 2010 год составила 5.1 млрд руб. / Интерфакс
- **ОАО «РЖД»** планирует в 2011 г продать на аукционе 25 % +1 акция ОАО «Трансконтейнер», заявил журналистам старший вице-президент РЖД Валерий Решетников. / Прайм-ТАСС

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- Вчера состоялось размещение второго выпуска трехлетних биржевых облигаций **Первобанка** совокупным объемом 1.5 млрд руб. Выпуск размещен в полном объеме. Спрос на облигации составил 5.5 млрд руб. Ставка первого купона определена в размере 8.5 %, что существенно ниже первоначальных ориентиров 9.0 – 9.5 %. / Cbonds
- **RUSAL** объявляет о закрытии книги заявок на облигации 8-й серии на 15 млрд руб. со ставкой купона 8.5 %. Совокупный спрос на облигации составил более 25 млрд руб., количество поданных заявок превысило 50. Это позволило UC RUSAL снизить ориентир ставки первого купона с первоначально установленных 8.7-9.0 % до 8.4-8.7 % и закрыть книгу вблизи нижней границы ценового диапазона. / Прайм-ТАСС
- **Куйбышевазот** разместил 5-летние облигации 04 серии на 2 млрд руб Ставка 1-го купона составила 8.6 % годовых. / Прайм-ТАСС
- **ТКС банк** разместил выпуск 3-летних еврооблигаций на \$ 175 млн. Размещение прошло с переподпиской, процентная ставка составила 11.5 % годовых. / Прайм-ТАСС

Distressed Debt

- Арбитражный суд города Санкт-Петербурга и Ленинградской области признал **КД авиа-Финансы** банкротом. В отношении компании открыто конкурсное производство сроком на шесть месяцев по упрощенной процедуре ликвидируемого должника. / Интерфакс

Кредиты и займы

- Связной Банк предоставит сети гипермаркетов **«Магнит»** кредитные средства на сумму 600 млн руб. По словам представителя банка, это будет кредитование на срок до 3-х месяцев на пополнение оборотных средств. / Прайм-ТАСС

Глобальные рынки

- Moody's понизило рейтинг **Ирландии** на две ступени до Baa3 с Baa1, оставив прогноз негативным. Снижение рейтинга связано с тем, что финансовая система страны может пострадать из-за повышения процентных ставок в еврозоне. Кроме того, Moody's заявило, что Ирландии, возможно, потребуются дополнительные меры консолидации бюджета для достижения целевых показателей. / Moody's

Денежный и внутренний долговой рынок

«Стоп машина» или «полный вперед»?

Динамика ликвидных ОФЗ					
Выпуск	14.04		13.04.2011		
	Оборот, млн руб	Yield,%	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 26205	998	8.06	6.62	8	-0.57
ОФЗ 26204	1 936	7.69	5.11	4	-0.23
ОФЗ 26203	623	7.33	4.17	8	-0.30
ОФЗ 25077	838	7.28	3.78	6	-0.23
ОФЗ 25075	1 093	7.11	3.46	11	-0.40
ОФЗ 25076	784	6.35	2.49	4	-0.10
ОФЗ 25078	1 373	5.66	1.63	9	-0.15
ОФЗ 25073	409	5.24	1.19	14	-0.18

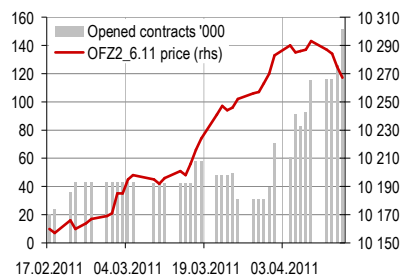
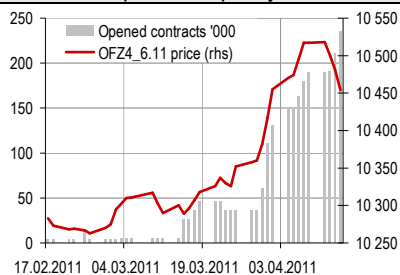
Источник: ММВБ

Рост внутренних и оффшорных ставок в рублевой зоне вчера продолжился, причем упор делался на сроке 4-5 лет. CCS и IRS на этом сроке прибавили очередные 10-12 б.п. Рубль ослаб к доллару, вырос к евро. По итогам дня бивалютная корзина закрылась на уровне 33.9. Одномесячная вменённая волатильность в паре USDRUB – индикатор, который мы трактуем как степень уверенности рынка в продолжении тренда – достигла 8.6 %. Игроки хеджируют рублёвый риск, толкая цены опционов и, следовательно, вменённую волатильность все выше. За три последних дня волатильность выросла на 77 б.п.

Мы видим как минимум три причины ослабления национальной валюты в последние дни:

- Фактор ожиданий: стагнация нефтяных котировок на уровне 118-120 \$/bbl стала поводом для...
- Технического фактора: необходимости фиксации прибыли по длинным позициям в рубле и рублёвых облигациях после длинного ралли, а рублёвый результат был переведён в валюту, так как...
- Внешний негатив – рост напряжённости в Европе, смешанные данные статистики США и возобновившиеся опасения резкого ужесточения монетарной политики в Китае – вынудили вывести средства из рубля и направить в валюту и, например, в UST.

Фьючерсы на корзину ОФЗ



Источник: РТС

Длинные выпуски Газпром нефти, ФСК, МТС и РЖД, как и положено, выросли в доходности на 5-7 б.п., длинный Евраз-2 просел сразу на 0.56 % в цене. Но в целом корпоративный сектор был не под таким гнётom, как ОФЗ, где кривая отреагировала на ослабление рубля и рост ставок фронтальным сдвигом вверх на 5-10 б.п. Отдельные бумаги вроде 25075 выросли в доходности на 11 б.п. Отмечаем также рост оборотов и открытых позиций во фьючерсах на корзины ОФЗ на РТС. Вчера фьючерс на короткую корзину (2 года) просел на 0.08 %, а на длинную (4 года) на все 0.33 %.оборот торгов в рублях по фьючерсам составил примерно 12 % от оборота в составляющих корзины выпусках ОФЗ. Следует отметить, что объём открытых позиций по обоим контрактам стал максимальным с даты начала обращения – рынок проявляет интерес к инструментам.

USD RUB и волатильность



Тем не менее, мы бы не стали драматизировать ситуацию и считаем, что довольно сильная просадка на валютном и долговом рынке – это позитивный момент, так как она «охладит» игроков и доведёт доходности инструментов к интересным уровням. С учётом все еще высокой ликвидности и рекордных, несмотря на снижение, цен на нефть, вчерашняя коррекция это скорее возможность для покупки в перспективе нескольких недель нежели сигнал «стоп-машина». В то же время о «полном вперед» речи не идет. Мы не ждём быстрого завершения коррекции – холодным душем для рынка могла бы стать «красная» неделя с ростом доходностей на 5-10 б.п. в день. Поскольку исключить дальнейшего падения цен на нефть мы не можем, еще раз указываем на интересную возможность войти в «шорт» по LUKOIL'15 (см. комментарий «Где продавать Lukoil'15» от 13.04.11) или FRN Транснефти, который традиционно корректируется при сужении спреда его купона к превалирующей доходности первого эшелона (см. комментарий «Непослушный FRN» от 7.04.11).

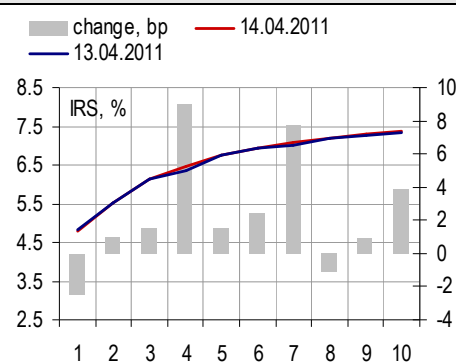
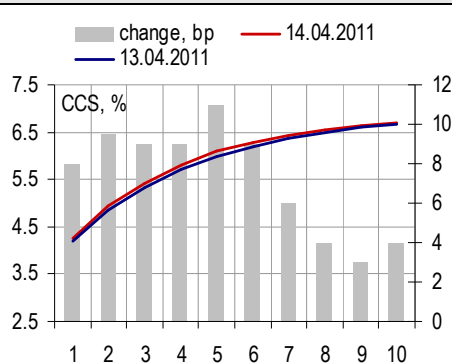
Юрий Нефёдов

LUKOIL'15



Источник: Bloomberg

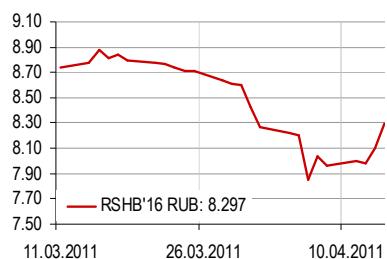
CCS RUB и IRS RUB



Источники: Bloomberg, GFI, ICAP

Первичный рынок

RSHB'16 YTM



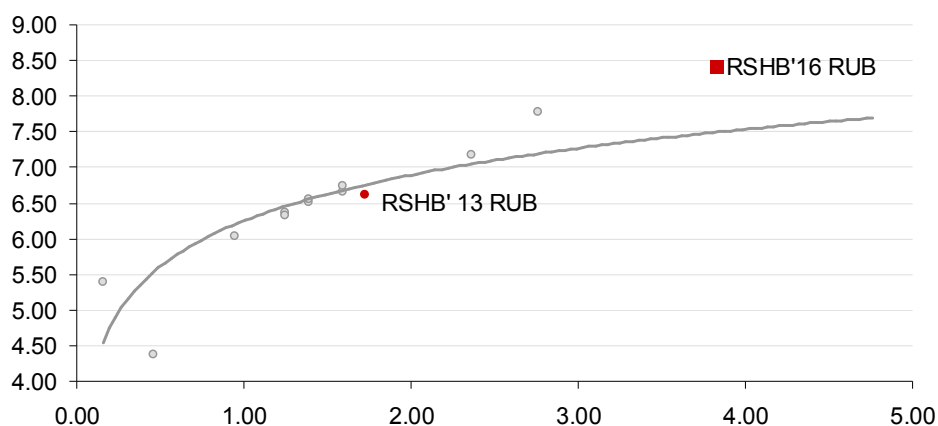
Источники: Bloomberg

РСХБ-16: заманчиво, но опасно

Вчера Reuters сообщил о планах РСХБ провести доразмещение рублёвого евробонда с погашением в марте 2016 года. Ориентировочная цена доразмещения – 101.5 %, что предполагает дисконт к текущим котировкам выпуска и премию в 90 б.п. к локальной экстраполированной кривой банка (в пересчёте в cash flow yield используемую на рублёвом рынке). Цена 101.5 % транслируется в доходность 8.42 % на дюрацию 3.8 года.

С учётом того, что в последние дни доходность выпуска выросла на волне фиксации прибыли в рублях и росте уровня длинных ставок, предложение является интересным, но выбивающимся из конъюнктуры. Мы неоднократно рекомендовали выпуск к покупке, основываясь на завышенном спреде к локальной кривой, тем не менее, в текущих условиях идея входа в РСХБ-16 под 8.4 % представляется спекулятивной.

Позиционирование выпуска



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Нефёдов

Эквивалентная долларовая ставка для различных уровней купона в юанях

CNY rate	Spread vs CNY curve	USD coup
4.600	0	2.84
4.800	20	3.03
5.000	40	3.21
5.200	60	3.41
5.400	80	3.59
5.600	100	3.78
5.800	120	3.97
6.000	140	4.16
6.200	160	4.35
6.400	180	4.54
6.600	200	4.73
6.800	220	4.92
7.000	240	5.11

Источник: Bloomberg, Банк Москвы

ВЭБ: «made in China»

Вчера ВЭБ подтвердил планы размещения эквивалента \$ 500 млн в юанях в текущем году. Нас заинтересовал не сам факт экзотического размещения, а упоминание свопа, очевидно CCS, с помощью которого ВЭБ планирует добиться более дешевого фондирования. После того как станут известны детали сделки (срок, ставка привлечения), можно будет об открытии нового канала для российских заёмщиков.

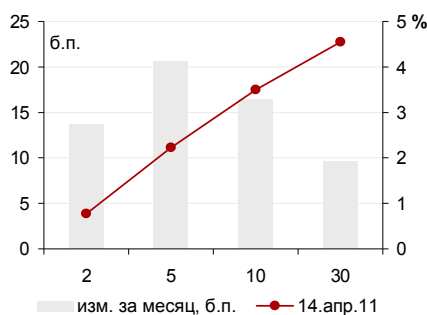
Если «разработанный Банком развития Китая механизм» свопования не останется know-how ВЭБа, то мы, вероятно, станем свидетелями роста количества сделок в экзотических валютах. В этом нас убеждает и вчерашнее подписание соглашения о финансовом сотрудничестве между Банками развития Бразилии, России, Индии, Китая и Южной Африки. По мнению главы ВЭБа В. Дмитриева, это поможет российским компаниям диверсифицировать валютную структуру источников финансирования.

Что касается самого ВЭБа, то, по нашим оценкам, для выгодного заимствования в юанях скажем на 5 лет и конвертации «азиатского» долга в долларовой с помощью CCS fix-fix (или структуры CNY IRS / CNY USD CCS) ВЭБ должен занять в юанях под ставку не более 7 % (CNY + 240 б.п.). В этом случае долларовая доходность, полученная через CCS fix-fix, составит 5.11 % – уровень на котором сейчас торгуется VEB'17 на дюрацию 5 лет.

Юрий Нефёдов

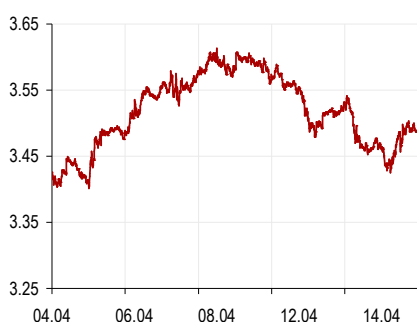
Глобальные рынки

Динамика кривой UST за месяц



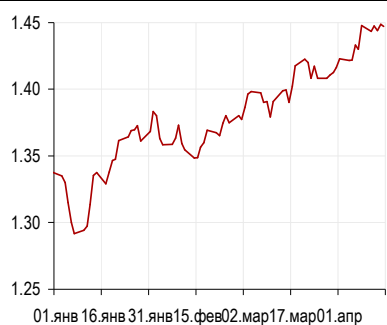
Источник: Reuters

Динамика доходности UST 10



Источник: Reuters

Курс EUR/USD



Источник: Reuters

Краткая передышка на Западе

Несмотря на наличие некоторых позитивных сигналов с внешних рынков, российский рынок сегодня вряд ли покажет хорошую динамику. Под позитивными сигналами мы, в первую очередь, подразумеваем вчера слабый рост американского рынка под влиянием отдельных корпоративных отчетностей и связанное с этим снижение спроса на treasuries, вследствие чего короткий конец кривой UST ушел вверх на 4-6 б.п.

Помимо роста американского рынка отметим вывод агентством Fitch рейтингов Ирландии из списка Rating Watch Negative. В то же время ситуация с европейским долгом остается напряженной, а прогноз по рейтингу Ирландии оставлен «негативным».

Изменение кривой UST

	УТМ, %		Изм-е, б.п.	
	13. апр. 11	14. апр. 11	День	Месяц
UST 02	0.73	0.77	4	14
UST 05	2.17	2.23	6	21
UST 10	3.46	3.50	4	16
UST 30	4.55	4.55	0	10

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

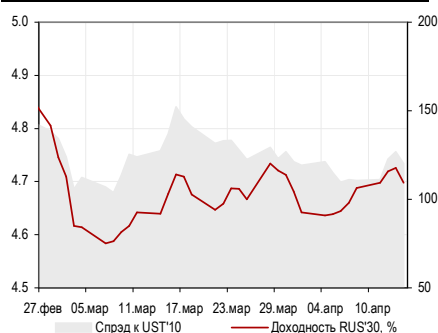
Угроза с Востока

Азиатские рынки сегодня утром задали негативный тон торгам, а доходности treasuries развернулись в сторону снижения, причиной чего стала публикация официальной статистики из Китая. Вчерашняя «утечка информации» подтвердилась: ВВП Китая в первом квартале вырос на 9.7%, а инфляция в марте ускорилась до 5.4% – оба показателя превзошли предварительные оценки экспертов. Напомним, что в прошлом месяце Китай уже пересматривал методику учета инфляционных показателей, и, несмотря на это, рост потребительских цен в этой стране значительно опережает целевой показатель инфляции на 2011 год, который составляет около 4%.

С большой вероятностью в ближайшее время от Народного банка Китая следует ожидать новых мер по охлаждению экономики и ужесточение денежно-кредитной политики, в частности, увеличение резервных требований для банков.

Российский рынок на публикации китайской статистики теряет немного меньше других стран: «разгоняющийся локомотив» китайской экономики увеличивает спрос на «черной золото».

Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Российские еврооблигации: между молотом и наковальней

Некоторый позитив на американских рынках не смог убедить инвесторов в российские еврооблигации: на рынок продолжают давить страхи реструктуризации евродолга, ожидание ввода мер по охлаждению китайской экономики и напряженная ситуация в Ливии. С другой стороны, всплеск доходностей UST также давит на котировки российских бумаг. По итогам дня доходности наиболее ликвидных корпоративных еврооблигаций выросли на 5-10 б.п., суверенный RUS'30, напротив, потерял в доходности 3 б.п., спрэд к UST сузился до 120 б.п.

Сегодня на динамику торгов будут влиять, в первую очередь, мартовские данные по инфляции в еврозоне (13.00 МСК) и по индексу потребительских цен в США (16.00 МСК).

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изме за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	113.6	2.14	140	1.7	-0.09	4
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	109.0	4.38	186	4.6	-0.23	5
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	124.6	5.42	254	1.0	-0.55	9
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	108.7	0.00	265	6.5	-0.06	1
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	106.1	5.74	212	7.8	-0.36	4
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	123.6	6.61	276	2.6	-0.51	5
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	107.7	6.67	248	12.0	-0.62	5
Airosa' 20	USD	1000	03.11.20	107.6	6.66	326	6.6	-0.29	4
Evrax' 13	USD	1300	24.04.13	110.4	3.50	270	1.8	-0.16	8
Evrax' 15	USD	750	10.11.15	111.9	5.28	325	3.7	-0.56	15
Evrax' 18	USD	700	24.04.18	117.2	6.42	374	5.1	-0.67	13
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	104.0	3.38	304	0.9	-0.02	1
MTS' 12	USD	400	28.01.12	104.7	1.91	158	0.7	-0.01	0
MTS' 20	USD	750	22.06.20	113.5	6.63	343	6.3	-0.23	3
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	104.2	3.54	315	1.0	-0.01	0
RuRail '17	USD	1500	03.04.17	104.6	4.85	214	5.0	-0.17	3
Rushydro '18	RUB	20000	28.10.15	99.6	8.14	144	3.5	-0.38	10
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	112.9	3.77	287	2.0	-0.17	7
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	114.1	4.20	292	2.6	-0.09	3
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	98.3	5.69	271	5.3	-0.25	5
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	104.2	1.46	108	0.9	-0.04	3
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	109.4	2.43	164	1.8	-0.06	3
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	112.1	4.85	253	4.3	-0.12	3
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	107.2	5.20	256	4.9	-0.17	3
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	109.3	3.57	275	1.8	-0.10	5
VIP' 16	USD	600	23.05.16	110.6	5.82	357	4.1	-0.47	11
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	114.1	6.58	383	5.1	-0.23	4

Источники: Bloomberg

Анастасия Сарсон

Корпоративные новости

Распадская: ожидаемо слабое второе полугодие. Евробонд оценен справедливо

Событие

В среду Распадская (NR/B1/B+) опубликовала свою отчетность за 2010 год и операционные показатели первого квартала 2011 года, свидетельствующие об увеличении добычи коксующегося угля при росте средней цены реализации.

Финансовые результаты Распадской на уровне P&L оказались достаточно близки к рыночным консенсус-прогнозам, однако низкие капитальные затраты (всего \$ 29 млн за второе полугодие 2010 г.) и, как следствие, стабильные денежные потоки компании оказались позитивным сюрпризом.

Компания демонстрирует улучшение показателей по сравнению с 2009 годом, несмотря на ожидаемо слабые результаты 2-го полугодия 2010 года из-за аварии на шахте «Распадская».

Кредитный профиль компании является исключительно сильным. Евробонд Rapsadskaya Mine'12 торгуется на справедливом уровне.

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

МСФО, \$ mln	2008	2009	1П 2010	2П 2010	2010	г-к-г, %
Выручка	1 194	497	466	240	706	42.1%
ЕБИТДА	807	252	262	70	332	31.7%
Чистая прибыль	531	117	227	17	245	109.4%
Совокупный долг	351	332	313		311	-6.3%
Денежные средства	187	178	286		323	81.5%
Чистый долг	165	154	27		-12	
Собственный капитал	1 184	1 275	1 452		1 504	18.0%
Всего активы	1 761	1 850	2 007		2 075	12.2%
FCF	300	68	146		148	117.6%
ЕБИТДА margin (%)	67.6%	50.7%	56.2%	29.2%	47.0%	
Чистая рентабельность (%)	44.5%	23.5%	48.7%	7.1%	34.7%	
Долг/ЕБИТДА (x)	0.4	1.3	1.2		0.9	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.2	0.6	0.1			
Долг/Активы (x)	0.2	0.2	0.2		0.1	
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.2		0.2	
Долгосрочный долг/ Долг (%)	89%	92%	96%		98%	

Источники: отчетность компании, расчеты RD Банка Москвы

Комментарий

Несмотря на аварию на шахте «Распадская» весной 2010 года и, соответственно, достаточно слабое второе полугодие, по сравнению с 2009 годом операционные показатели компании существенно увеличились. По итогам года выручка составила \$ 706 млн (рост на 42.1 % по сравнению с 2009 г. – в первую очередь за счет увеличения цен на концентрат коксующегося угля), ЕБИТДА составила \$ 332 млн (рост на 31.7 %), рентабельность по ЕБИТДА – 47.0 %.

На телеконференции для аналитиков по итогам публикации отчетности было озвучено, что Распадская в текущем году планирует полностью восстановить добычу на аварийной шахте до 2.5 млн т при суммарном прогнозном объеме добычи на уровне 8.5 млн т. Определенности относительно продажи 80 % акций компании так и не появилось. Напомним, что ранее в СМИ был очерчен лишь круг возможных покупателей (Мечел, Метинвест, СДС, ENRC, ArcelorMittal).

Совокупный долг компании практически полностью состоит из размещенных в 2007 году евробондов Rapsadskaya Mine'12. Из-за значительной величины денежных средств на балансе компании, чистый долг Распадской составляет отрицательную величину (-\$12 млн). Показатель Совокупный долг/ЕБИТДА остается на низком уровне 0.94X и, по нашим прогнозам будет оставаться на сопоставимом уровне, учитывая исторически консервативный подход компании к долговой нагрузке. На фоне уверенного восстановления добычи, сопровождающегося ростом цен на коксующийся уголь, по нашим оценкам, операционных денежных потоков компании, а также уже накопленной ликвидности будет достаточно для финансирования инвестиционной программы (включая расходы на восстановление шахты «Распадская») и погашения евробондов в следующем году.

Влияние на рынок

В настоящее время на вторичном рынке обращается лишь один выпуск еврооблигаций Raspadskaya Mine'12 (LPN) с погашением в мае 2012 года. На наш взгляд, бумаги торгуются на справедливом уровне (YTM 3.54 %), учитывая весьма сильное кредитное качество компании и долгосрочный характер долга, который представлен практически исключительно данным выпуском еврооблигаций объемом \$ 300 млн.

С учетом значительных позитивных денежных потоков и накопленной ликвидности не видим препятствий для успешного погашения данного выпуска в следующем году. Однако, с другой стороны, не видим и потенциала для спекулятивного роста котировок в связи с достаточно короткой дюрацией и низкой (в абсолютном значении) доходностью.

Юрий Волков, CFA, Антон Дроздов, CFA

ФСК: тарифы снижены на три года, дисбаланс бондов по отношению к Мосэнерго сохраняетсяСобытие

Вчера Федеральная служба по тарифам опубликовала пресс-релиз с новыми параметрами регулирования ФСК на 2011-2014 гг. Прирост ставки для потребителей во 2-4 кварталах 2011 года по отношению к ставкам 2010 года составит 26.4 %, для потребителей, расположенных в Республиках Северного Кавказа и Ставропольском крае – 15.7 %. В последующие годы решением ФСТ предусмотрен равномерный уровень прироста указанных ставок: 26.4 % - в 2012 г., 26.3 % - в 2013 г., 26.3 % - в 2014 г.

Тарифы ФСК *

	2011	2012	2013	2014
Старый тариф, руб./МВт в мес.	116 783	148 257	179 539	206 911
Новый тариф, руб./МВт в мес.	111 066	140 388	177 310	223 942
Изменение, %	- 4.9	- 5.3	- 1.2	8.2
Расчетное изменение выручки, млн руб.	- 4 500	- 10 057	- 2 877	22 202

*кроме потребителей МРСК Северного Кавказа

Источники: ФСТ, Аналитический департамент Банка Москвы

Вчера были опубликованы тарифы для ФСК на 2011-2014 гг., предполагающие сокращение доходов эмитента по сравнению со старыми планами.

Ожидаемые масштабные размещения облигаций эмитента (на сумму до 125 млрд руб.) привели к дисбалансу доходностей в энергетическом сегменте рынка, где кривая ФСК сейчас находится выше кривой Мосэнерго. Несмотря на столь масштабное новое предложение, положительный спрэд, по нашему мнению, все же должен быть.

В случае продолжения коррекционных настроений на рынке мы ожидаем смещение кривой перекупленных высоколиквидных бондов Мосэнерго вверх примерно на 50 б.п. - к ее справедливым уровням.

Комментарий

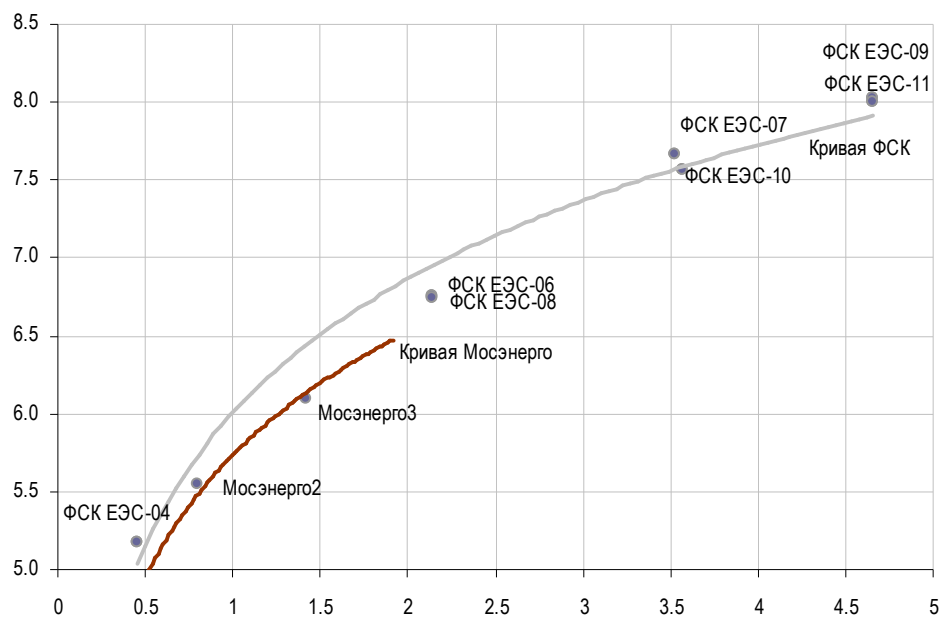
По нашим расчетам, новые тарифы предполагают сокращение доходов по сравнению со старыми планами вплоть до 2014 года, когда благодаря эффекту сглаживания компании будет компенсировано свыше 22 млрд руб. Таким образом, в следующие четыре года ежегодный прирост ставок не превысит 26.4 %. Утверждение новых тарифов в какой-то степени понижает неопределенность относительно будущего компании, тем не менее, сокращение тарифов на протяжении трех лет подряд может быть негативно воспринято инвесторами.

Влияние на рынок

Пересмотр тарифов ФСК приводит к снижению объемов финансирования инвестиционной программы компании за счет потребителей. Необходимые средства компании придется привлекать на публичном долговом рынке или с помощью заемных банковских средств. Ранее сообщалось, что объем планируемой инвестиционной программы ФСК на 2011 год составляет около 210 млрд руб., из них облигации могут быть выпущены на сумму до 125 млрд руб. В настоящий момент в обращении находятся выпуски этого эмитента на общую сумму 46 млрд руб. Таким образом предложение может превысить существующие объемы более чем в 2.5 раза.

Масштабный навес новых бумаг эмитента уже привел к дисбалансу на рынке облигаций в секторе электроэнергетики. В настоящий момент выпуски Мосэнерго (-/-/BB-) торгуются с меньшей доходностью по сравнению с бондами крупнейшего эмитента в секторе - ФСК (BBB/Vaa2/-). На наш взгляд, спрэд между бондами этих двух эмитентов, даже несмотря на значительное потенциальное предложение новых выпусков от ФСК должен быть положительным. Между тем, мы не ждем смещения кривой ФСК вниз. В случае продолжения коррекционных настроений на рынке, вероятнее, что кривая перекупленных высоколиквидных бондов Мосэнерго скорректируется вверх примерно на 50 б.п. к ее справедливым уровням.

Кривые доходностей ФСК и Мосэнерго



Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Михаил Лямин, Иван Рубинов, CFA, Екатерина Горбунова

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

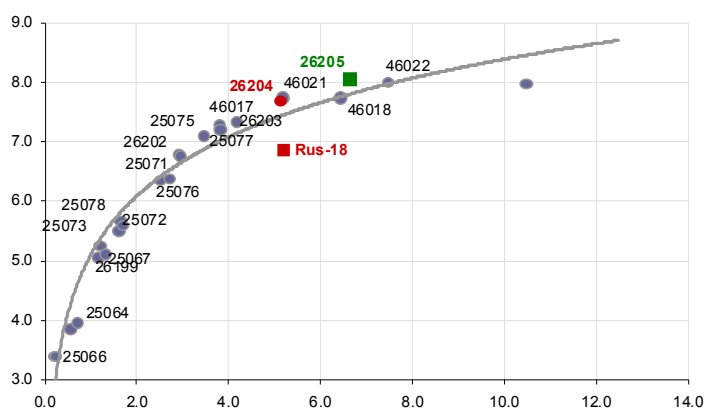
В настоящий момент коррекция «вступила в права», так что мы временно отзываем рекомендации Монитора.

Динамика за день										
13.04.11										
14.04.11										
Выпуск	Оборот, млн руб	Yield,%	MDUR	bp	Цена,%	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield,%	MDUR
ОФЗ 25074	1 820	3.39	0.20	-1	0.00	58	-48	0.10	3.40	0.20
ОФЗ 25066	86	3.39	0.22	4	-0.03	45	-35	0.08	3.35	0.22
ОФЗ 25063	-	3.86	0.54	-1	0.00	-36	26	-0.14	3.87	0.54
ОФЗ 25064	340	3.95	0.70	-3	0.00	-63	53	-0.37	3.98	0.70
ОФЗ 26199	176	5.07	1.15	0	0.00	-23	13	-0.15	5.07	1.15
ОФЗ 25073	409	5.24	1.19	14	-0.18	-11	1	-0.01	5.10	1.19
ОФЗ 25067	-	5.11	1.32	-1	0.00	-39	29	-0.38	5.12	1.32
ОФЗ 25072	48	5.52	1.59	0	0.00	-25	15	-0.24	5.52	1.60
ОФЗ 25078	1 373	5.66	1.63	9	-0.15	-14	4	-0.07	5.57	1.63
ОФЗ 25065	317	5.59	1.68	-7	0.09	-26	16	-0.26	5.66	1.68
ОФЗ 25076	784	6.35	2.49	4	-0.10	-6	fair	-	6.31	2.50
ОФЗ 25068	351	6.37	2.69	5	-0.13	-15	5	-0.13	6.32	2.70
ОФЗ 26202	1 271	6.8	2.90	6	-0.17	18	-8	0.22	6.74	2.90
ОФЗ 25071	256	6.76	2.94	7	-0.19	12	-2	0.05	6.69	2.94
ОФЗ 25075	1 093	7.11	3.46	11	-0.40	24	-14	0.47	7.00	3.46
ОФЗ 25077	838	7.28	3.78	6	-0.23	28	-18	0.67	7.22	3.78
ОФЗ 46017	-	7.22	3.80	0	0.00	21	-11	0.41	7.22	3.81
ОФЗ 26203	623	7.33	4.17	8	-0.30	19	-9	0.36	7.25	4.18
ОФЗ 26204	1 936	7.69	5.11	4	-0.23	26	-16	0.80	7.65	5.11
ОФЗ 46021	63	7.75	5.16	12	-0.64	30	-20	1.04	7.63	5.17
ОФЗ 46018	-	7.75	6.42	0	0.00	-1	fair	-	7.75	6.42
ОФЗ 26205	998	8.06	6.62	8	-0.57	26	-16	1.03	-	-
ОФЗ 46022	0	8	7.46	0	0.00	3	fair	-	8.00	7.48
ОФЗ 46020	-	7.98	10.46	0	0.00	-48	38	-3.95	7.98	10.47

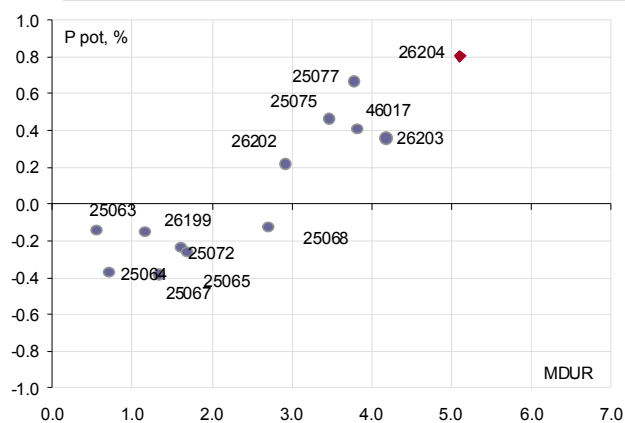
*к модельной кривой ОФЗ

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

Кривая ОФЗ



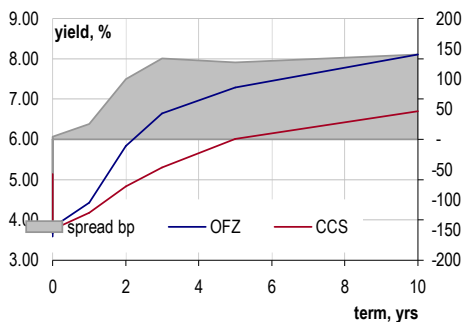
Потенциал и дюрация



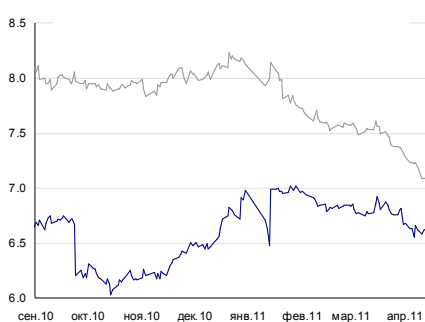
Юрий Нефёдов

Российский долговой рынок

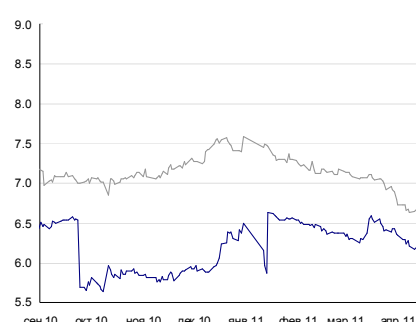
Кривые ОФЗ и CCS



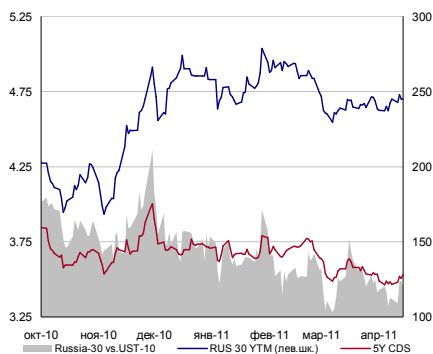
Индексы ВМВ1 эшелоны



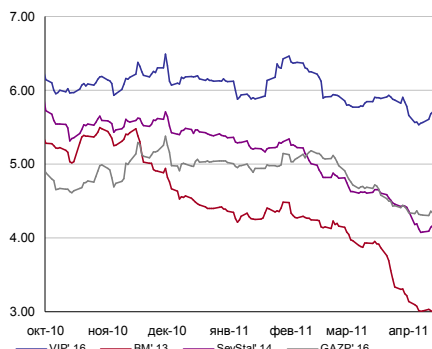
Индексы ВМВ1 рейтинги



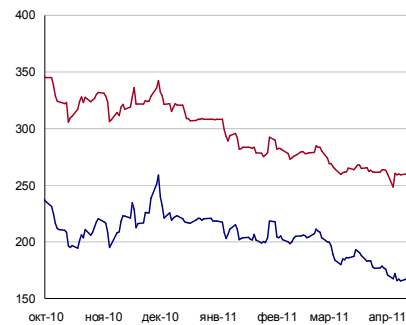
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

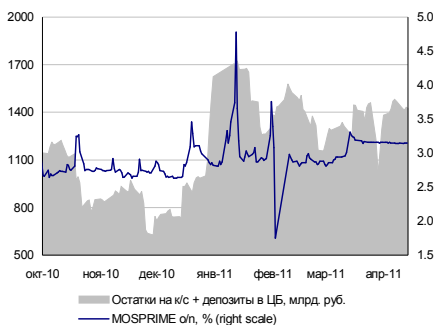


CDS корпораций

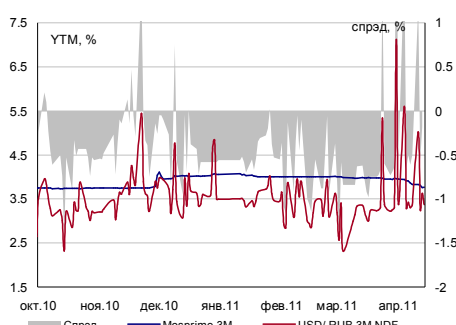


Денежно-валютный рынок

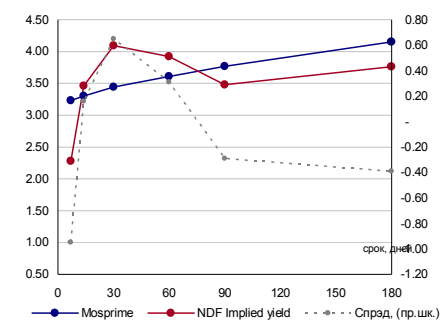
Ликвидность и ставки



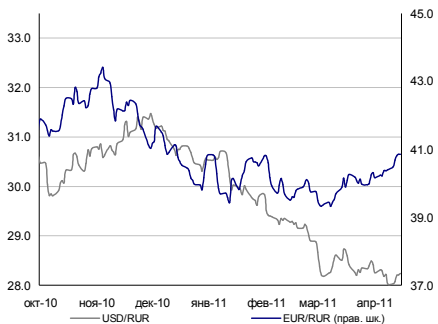
Форвардный базис



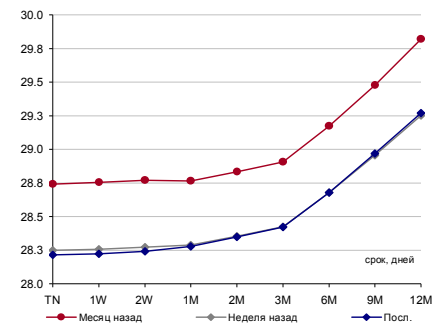
Спрэды денежного рынка



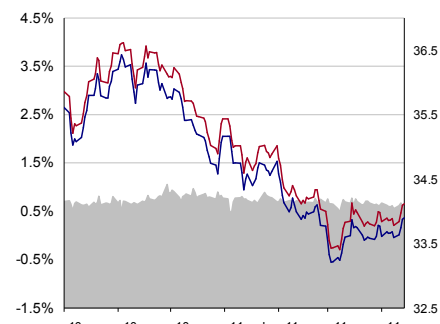
Курс рубля



Форвардные кривые



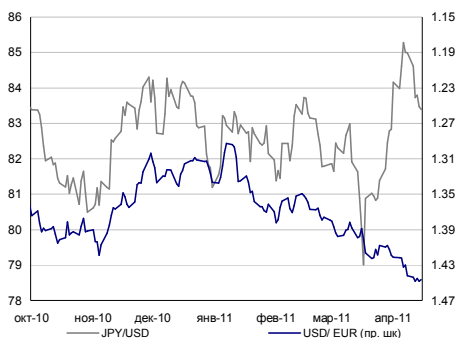
Своп-поинты 3 месяца



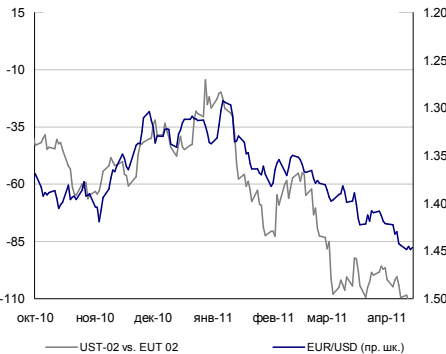
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

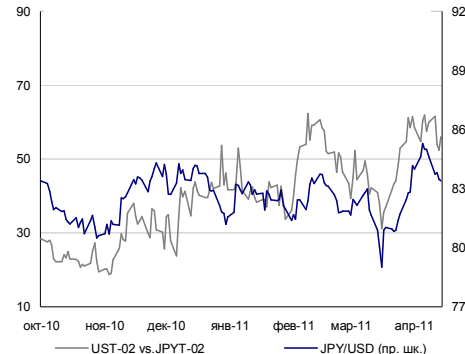
Основные валюты



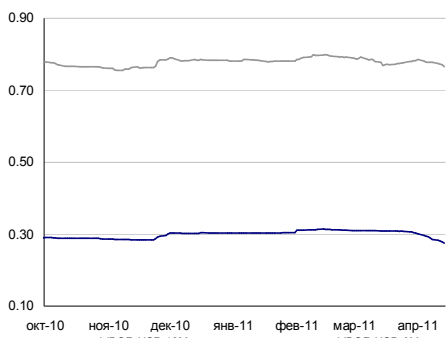
Ставки и курсы евро/доллар



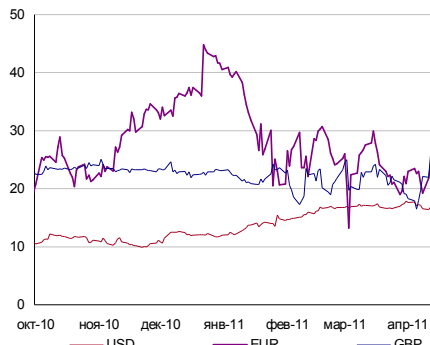
Ставки и курсы иена/доллар



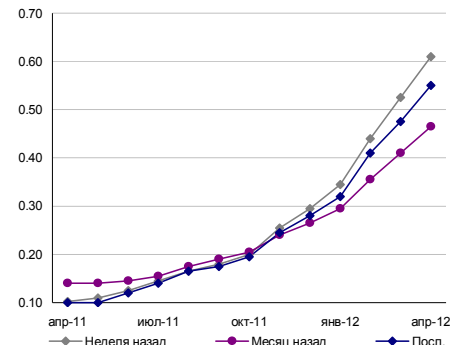
LIBOR USD



LIBOR-OIS

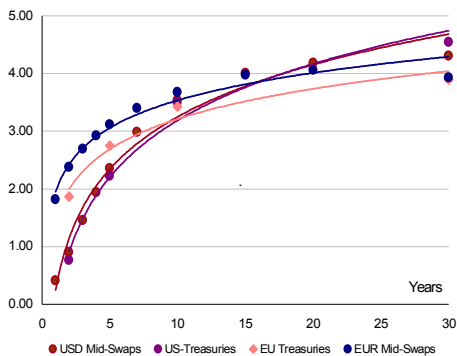


FED RATE ожидания

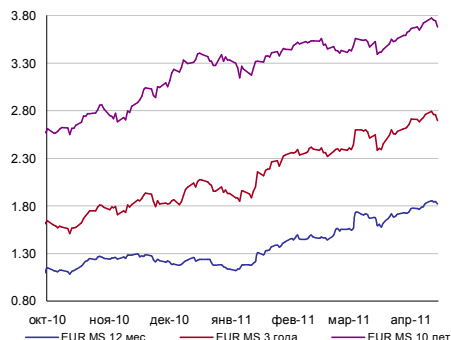


Глобальный долговой рынок

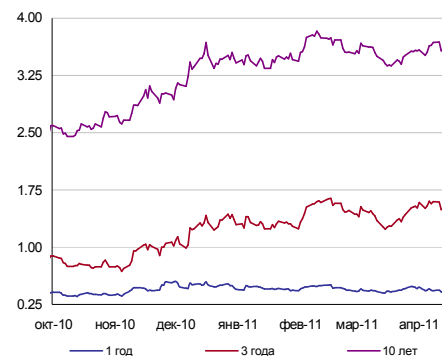
Базовые кривые



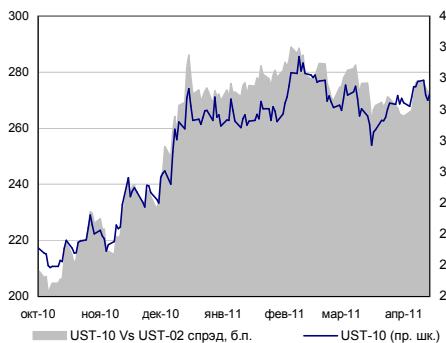
EUR IRS (mid)



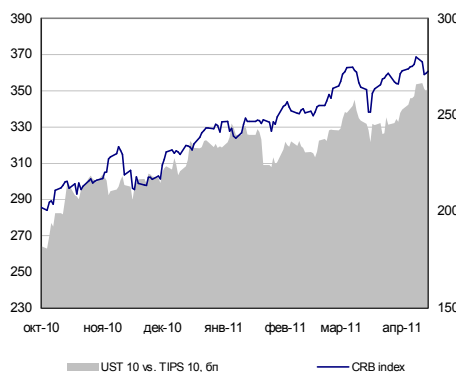
USD IRS (mid)



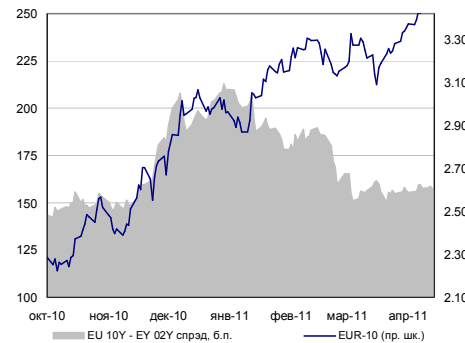
UST



Инфляционные ожидания

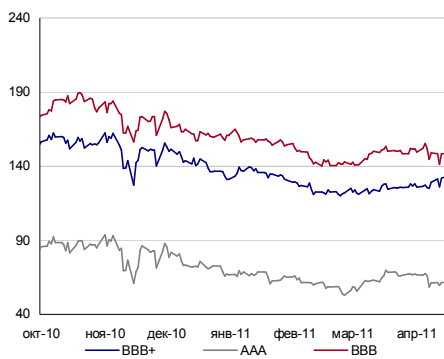


Bundes

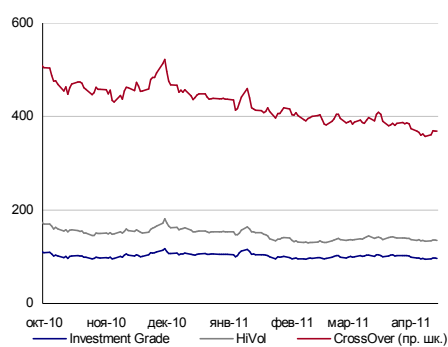


Глобальный кредитный риск

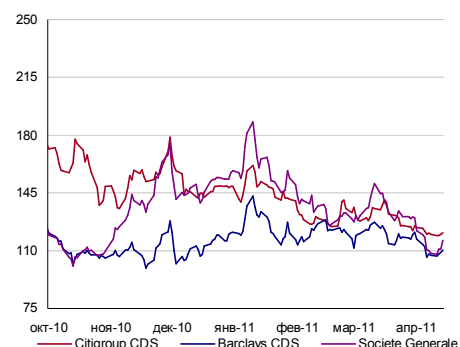
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

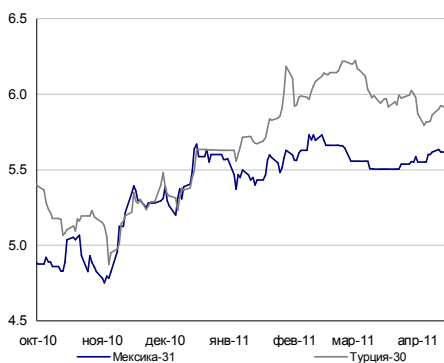


CDS Global Banks

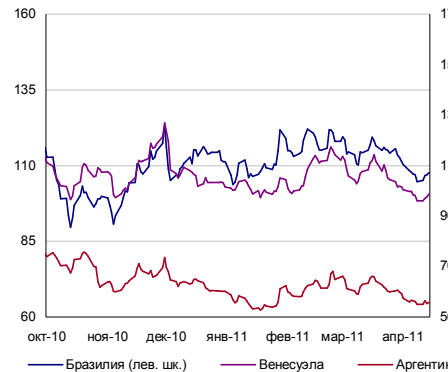


Emerging markets

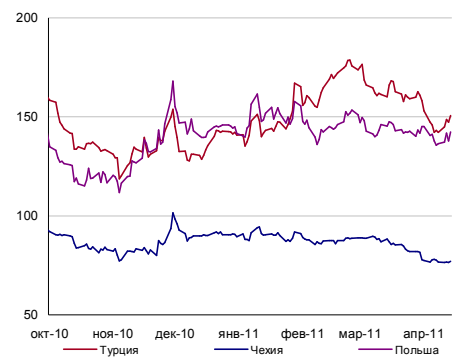
Еврооблигации EM



Lat Am CDS



EMEA CDS

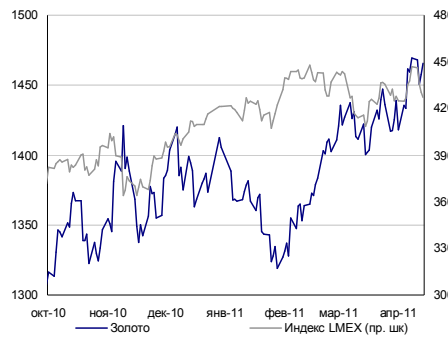


Товарные рынки

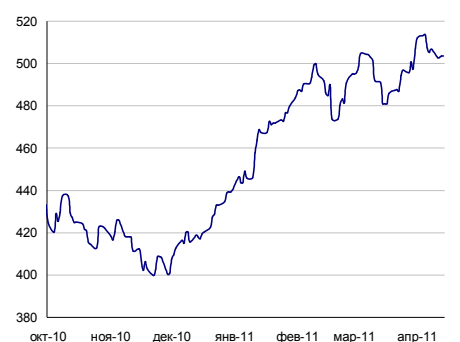
Нефть



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](mailto: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 Волков, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Юрий Нефедов

Nefedov_YA@mmbank.ru**Металлургия**

Юрий Волков, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Финансовый сектор**

Виктория Чичуа

Chichua_VT@mmbank.ru**Минеральные удобрения**

Юрий Волков, 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.