



На рынке

- Рынок рублевых облигаций продолжил во вторник сползать вниз на фоне слабой статистики в США. Более 50 % сделок прошли с понижением ценовых характеристик как в корпоративном, так и в госсекторе. Инвесторы продолжают переключаться из длинных бумаг в краткосрочные ликвидные выпуски.
- Минфин учел неблагоприятную внешнюю конъюнктуру, предложив сегодня на аукционе не семилетний, а трехлетний выпуск. Озвученные ориентиры по доходности не предполагают премии к вторичному рынку. Вероятно, эмитент решил разместить выпуск с доходностью не выше, чем неделю назад. Мы полагаем, что повторить успех прошлой недели сегодня Минфину будет не просто.
- Один из крупнейших российских девелоперов Ренова-Стройгрупп Виктора Вексельберга начал маркетинг дебютного выпуска биржевых облигаций объемом 3 млрд руб. Доходность по ориентирам организаторов находится на уровне 11.04–11.57 %. На наш взгляд, премия в 300-350 б.п. к облигациям ЛенСпецСМУ является необходимой компенсацией за риски эмитента. Предложенные ориентиры доходности могут быть интересными ближе к верхней границе.
- Российский рынок еврооблигаций вчера пошел своим путем и, несмотря на снижение мировых рынков и усиление спроса на наиболее безопасные активы, завершил день преимущественно «в плюсе». Оптимистичное начало дня позволяет надеяться на продолжение роста российских бумаг, по крайней мере, до выхода макроданных из США.
- Северсталь (BB-/Ba3/B+) и Evraz (B+/B1/BB-) отчитались вчера, в унисон продемонстрировав улучшение финансовых показателей и снижение долговой нагрузки при сохранении совокупного долга. В целом отчетность компаний показала, что благодаря росту цен на сталь, по крайней мере, интегрированным производителям удалось успешно противостоять как сезонному сокращению продаж, так и увеличению издержек на фоне укрепления рубля и индексации тарифов естественных монополий с началом нового года. Евробонды компаний торгуются справедливо, видим потенциал в сужении спредов между рублевыми облигациями эмитентов.

Доходности и спрэды		yield,%	б.п.
RUS_30	↑	4.529	1
RUS30_UST10 bp	↑	141	141
UST_10	↓	3.117	-3
UST_2	↑	0.522	0
UST10-UST2 bp	↓	259	-3
EU_10	↓	3.093	-2
EU_2	↓	1.791	-2
EU10-EU2 bp	↓	130	-1
EMBI+ bp	↑	282	2
Денежный рынок			
LIBOR OIS US 3m	↓	16	0
LIBOR OIS EUR 3m	↑	23	1
Mosprime o/n	↑	3.50	0.0
Mosprime 3m	↓	4.06	0.0
RUB NDF 3m,%	↑	4.47	0.4
К/с+депоз (млрд руб)	↓	1 111	-15.6
Кредитный риск CDS 5y			
Russia	↓	135	0
Greece	↑	1 274	43
Portugal	↑	605	11
Spain	↑	234	8
Italy	↑	148	2
Индексы			
MSCI BRIC	↓	343	-0.04
MSCI Russia	↓	963	-1.08
Dow Jones	↓	12 480	-0.55
RTSI	↓	1 829	-0.94
VIX (RTS)	↑	29	0.27
Валюты			
EUR/USD	↓	1.4170	-0.21
3m FWD rate diff	↓	149	-2
RUB/USD	↑	28.231	0.57
RUB/EUR	↑	39.980	0.30
RUB BASK	↑	33.522	0.41
Товары			
Urals \$ / bbl	↓	108	-0.26
Золото \$ / troy	↓	1 487	-0.17

Первичный рынок

Ренова-Стройгрупп готовится к дебюту на долговом рынке

Внутренний рынок

Участники рынка сокращают дюрацию портфелей

Минфин, учитывая конъюнктуру, не разжигает аппетит покупателей

Глобальные рынки

Макроданные продавили рынки

Проблемы Греции отходят на второй план?

Российские еврооблигации идут своим путем

Корпоративные новости

Северсталь планирует сокращение чистого долга

Евраз демонстрирует еще более сильные показатели из-за низкой базы, долговая нагрузка снижается

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Новости короткоСегодня

- **РСХБ** начинает road-show субординированных долларовых бондов
- Размещение **ОФЗ 25076**

Экономика

- Средневзвешенная ставка на ломбардном аукционе ЦБ совпала со ставкой отсечения и составила 5.5 %. / Cbonds

Корпоративные новости

- **Роснефти, ВР** и **ААР** не удалось договориться о завершении сделки по обмену активами и начале сотрудничества на арктическом шельфе. При этом **ВР** и **ААР** сфокусируют свое внимание на развитии их совместного предприятия - **ТНК-ВР** - и одновременно продолжают переговоры с российской госкомпанией о нахождении приемлемого выхода из ситуации, несмотря на истечение срока дедлайна сделки «**ВР-Роснефть**».
- По информации Ведомостей, за прошедший год доля иностранных инвесторов – юридических лиц в капитале **Сбербанка** выросла на 1.31 п.п. до 33.43 % (по состоянию на 15 апреля), при этом два года назад их доля составляла только 24.26 %. Следует отметить, что доля нерезидентов в капитале **Сбербанка** выше, чем во всей банковской системе (28.1 %). Доля государства в капитале крупнейшего банка страны пока что составляет 57.58 %.
- Выручка **МТС** по РСБУ за первый квартал 2011 года выросла по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 12.3 % и составила 55.3 млрд руб. (в I квартале 2010 года – 49.3 млрд руб.). Чистая прибыль выросла по сравнению с I кварталом 2010 года на 24.8 % и составила 13.2 млрд руб. / Интерфакс
- **КЭС-Холдинг** в 2011 году планирует направить на ремонт и техническое перевооружение 17.9 млрд руб. По словам генерального директора **А. Вагнера**, по итогам 2010 года общий объем вложенных средств по текущим и капитальным ремонтам, реконструкции и перевооружению в **КЭС** составил 15.2 млрд руб. В 2011 году основной акцент снова будет сделан на реконструкции тепловых сетей. / Reuters
- Консолидированная выручка компании **МегаФона** за 1 квартал 2011 года по US GAAP увеличилась по сравнению с первым кварталом прошлого года на 18 % до 55.2 млрд руб. Показатель **OIBDA** вырос по сравнению с первым кварталом прошлого года на 11.1 % и составил 23.8 млрд руб. Чистая прибыль компании в первом квартале 2011 года снизилась на 1.9 % до 10.1 млрд руб. Свободный денежный поток за три месяца достиг 5 705 млн руб. Капитальные вложения в первом квартале 2011 года составили 13 068 млн руб. / Reuters

Distressed Debt

- **Мособлгаз** не погасил выпуск облигаций 1-й серии. / Cbonds

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **Группа Джей Эф Си** зарегистрировала трехлетние биржевые облигации серий **БО-1** и **БО-2** объемом 2 млрд и 3 млрд руб. соответственно. / Cbonds
- **Ханты-Мансийский Банк** планирует 26 мая разместить облигации серии **БО-01** на 5 млрд руб. Срок обращения займа – 3 года. / Cbonds
- **Металлургический коммерческий банк** принял решение о размещении облигаций серии **БО-01** на сумму 1.5 млрд руб. Срок обращения займа – 3 года. / Cbonds

Кредиты и займы

- **Аптечная сеть 36.6** договорилась о рефинансировании долга в размере 9.3 млрд руб., заявила генеральный директор сети **Валерия Солок**. Чистый долг группы на конец 3-го квартала 2010 г. составлял 9.3 млрд руб. С сентября 2010 года группа ведет переговоры с госбанками о рефинансировании всей задолженности на срок 5 лет и более. / Reuters
- **Сбербанк** предоставил кредит компании **Nazvanie.net** (бывшая корпорация **MIRAX GROUP**) на достройку делового комплекса **Башня Федерация** в размере \$ 373.6 млн. Кредит будет предоставлен компании тремя траншами в течение трех лет. Первый транш, полученный в мае 2011 года, был направлен на рефинансирование кредитов, выданных **Альфа-банком** и **Банком проектного финансирования** в 2009-2010 гг. Таким образом, компания в полном объеме выполнила свои обязательства перед данными финансовыми учреждениями. Следующий транш **Сбербанка** пойдет на возобновление строительства. / Интерфакс

Первичный рынок

Параметры выпуска
PCF-Финанс БО-01

Номинальный объем, млн руб.	3 000
Способ размещения	Book-building вторая половина мая конец мая – начало июня
Дата размещения	июня
Купон, %	10.75 – 11.25 %
Доходность, %	11.04 – 11.57 %
Оферта, лет	1.5 года
Мод. дюрация, лет	2.5
Срок обращения, лет	3 года
Рейтинги	NR/NR/NR

Источники: Cbonds, данные организаторов

Основные показатели Ренова-
Стройгруп по МСФО за 2010 г.

млн руб.

Выручка	13 866
ЕБИТДА	4 502
Чистая прибыль	2 693
Совокупный долг	20 927
Чистый долг	19 821
ЕБИТДА margin (%)	32.5%
Net Income margin (%)	19.4%
Долг/ЕБИТДА* (x)	4.6
Чистый долг/ЕБИТДА* (x)	4.4

Источники: данные компании, расчеты RD Банка Москвы

Индекс рублевой доходности
облигаций сектора строительства и
недвижимости

Источники: ММББ, RD Банка Москвы

Ренова-Стройгруп готовится к дебюту на долговом рынке

Событие

Один из крупнейших российских девелоперов Ренова-Стройгруп Виктора Вексельберга начал маркетинг дебютного выпуска биржевых облигаций объемом 3 млрд руб., установив ориентиры ставки купона по бумагам на период до оферты через полтора года на уровне 10.75–11.25 %, что соответствует доходности 11.04–11.57 %. Планируемый период сбора заявок - вторая половина мая. Поручителем по выпуску выступает головная организация Группы – RSG International Ltd. Планируется включение облигаций в котировальный список «В» ММББ.

Один из крупнейших российских девелоперов Ренова-Стройгруп Виктора Вексельберга начал маркетинг дебютного выпуска биржевых облигаций объемом 3 млрд руб. Доходность по ориентирам организаторов находится на уровне 11.04–11.57 %. На наш взгляд, премия в 300-350 б.п. к облигациям ЛенСпецСМУ является необходимой компенсацией за риски эмитента.

Таким образом, учитывая все еще значительные риски строительного сектора дополнительно к негативным факторам эмитента (отсутствие рейтингов и, соответственно, «неломбардность» выпуска, структурирование через SPV-компанию, дебют на долговом рынке и т.д.), полагаем, что предложенные ориентиры доходности могут быть интересными ближе к верхней границе.

Девелопер Ренова-Стройгруп входит в группу Ренова Виктора Вексельберга. Общий портфель проектов компании составляет 20 млн квадратных метров в регионах, включая Московскую область, Челябинск, Краснодар, Ярославль. Крупнейший из проектов компании - строительство района «Академический» в Екатеринбурге общей площадью 13 млн квадратных метров. Также компания возводит жилье по договорам с Минобороны РФ. В 2010 году компания построила 400 000 квадратных метров.

Совокупный объем обязательств компании на конец июня 2010 года, согласно неаудированной отчетности по МСФО на 1 июля 2010 года составлял \$ 785.6 млн, значительная часть этих средств приходилась на кредитные линии Сбербанка и Банка «Открытие». Согласно представленной презентации финансовый долг компании значительно сократился с начала года после погашения части кредитов Сбербанка общим объемом \$ 258 млн. Кроме того, примерно половина совокупного долга представлена кредитом акционера, который уже в текущем году планируется включить в уставный капитал. Долгосрочная стратегия развития компании предусматривает предельное значение Долг/ЕБИТДА не выше 3.5-3.8 (3.76X уже к концу 2011 года), высокое соотношение собственный капитал/активы – 27 %.

По масштабам деятельности (объем выручки, портфель проектов, ввод в эксплуатацию) Ренова-Стройгруп сопоставима со строительной компанией ЛенСпецСМУ (B/NR/NR), одной из немногих компаний в секторе, которая достаточно широко представлена на облигационном рынке – рублевые бонды с погашением в конце 2012 г.-начале 2013 г. торгуются с доходностью 7.6–9.0 %. Уровень долговой нагрузки ЛенСпец СМУ является гораздо более низким – Чистый долг/ЕБИТДА составляет 1.15X против 4.4X у Реновы. Учитывая планируемую оферту по облигациям Реновы в декабре 2012 года, получаем сопоставимую дюрацию выпусков и предполагаем, исходя из ориентиров организаторов, премию в размере 300-350 б.п.

Мы считаем, что такая премия является необходимой компенсацией следующих негативных моментов облигаций Реновы-Стройгруп:

- отсутствие рейтингов и, соответственно, «неломбардность»;
- структурирование выпуска через SPV-компанию PCF-Финанс, головная компания группы является только поручителем;
- более высокий уровень долга;
- дебют на публичном рынке.

Таким образом, учитывая все еще значительные риски строительного сектора дополнительно к вышеперечисленным негативным факторам, полагаем, что предложенные ориентиры доходности могут быть интересными ближе к верхней границе.

Антон Дроздов, CFA

Внутренний рынок

Участники рынка сокращают дюрацию портфелей

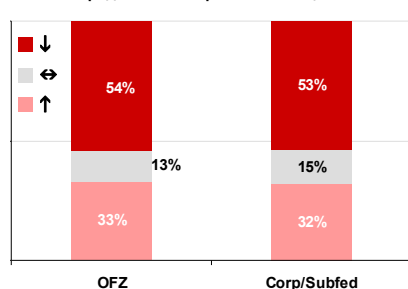
Рынок продолжил во вторник сползать вниз на фоне слабой статистики из США. Более 50 % сделок прошли с понижением ценовых характеристик как в корпоративном, так и в госсекторе. При этом активная торговля распространилась на выпуски с дюрацией четыре года. Инвесторы продолжают переключаться из длинных бумаг в краткосрочные ликвидные выпуски.

После замены размещения семилетнего выпуска ОФЗ на трехлетний, под давлением продавцов находятся госбумаги с дюрацией 4-5 лет: выпуски ОФЗ 26205 и 26204 потеряли вчера 76 и 10 б.п. соответственно. Покупки проходили в среднесрочных и коротких бондах ОФЗ 25075 и ОФЗ 25076, добавим выпускам по 10 б.п.

В корпоративном сегменте наблюдалась разнонаправленная динамика. Немного выше номинала дебютировали на вторичном рынке выпуски РусГидро, начавшиеся торговаться с доходностью 8.15 % на дюрации 3.8 года. Слаженную динамику демонстрировали выпуски РСХБ, который сегодня начинает роуд-шоу своих долларовых евробондов. Рублевые облигации РСХБ прибавили вчера до четверти фигуры. Наибольшие обороты прошли с выпуском МТС-4, по которому эмитент проводил оферту.

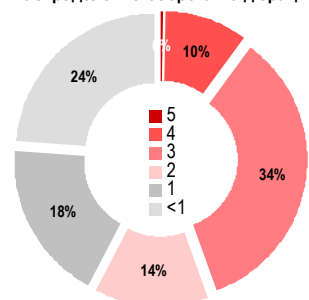
На публикацию управленческой отчетности за 1-й квартал 2011 годы облигации Евраз отреагировали разнонаправленным движением котировок: ЕврХолдФ 2 (MD 3.42/-0.28 %/ yield 8.49/+8 б.п.), ЕврХолдФ 4 (MD 3.42/0.28 %/ yield 8.51/-8 б.п.).

Распределение оборота по изм. цены



Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Распределение оборота по дюрации



Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Статистика торгов

Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
МТС 04	5481	113	15 000	13.05.14	-	100.2	-0.16	7.52	2.59
АИЖК 10об	252	4	6 000	15.11.18	-	101.0	-0.10	8.05	3.80
АИЖК 14об	350	3	7 000	15.05.23	15.11.11	116.3	-0.26	-17.96	0.61
АИЖК 19об	266	9	6 000	15.11.24	15.05.15	100.5	0.00	7.79	3.23
АИЖК 8об	302	6	5 000	15.06.18	-	100.8	0.26	7.55	2.54
Башнефть03	223	10	20 000	13.12.16	18.12.12	108.1	-0.15	7.18	1.34
ВК-Инвест3	354	18	10 000	08.07.14	12.07.11	101.5	0.14	5.25	0.15
ВЭБ 08	251	4	15 000	13.10.20	22.10.13	100.0	-0.10	7.04	2.12
ЕАБР04	234	6	5 000	06.02.18	11.02.14	100.6	-0.15	7.58	2.30
ЕврХолдФ 2	506	6	10 000	19.10.20	26.10.15	106.0	-0.28	8.49	3.42
ЕврХолдФ 4	763	10	5 000	19.10.20	26.10.15	105.9	0.28	8.51	3.42
ИКС5Фин 04	229	3	8 000	02.06.16	09.06.11	100.8	0.03	5.44	0.06
КопейкаБО1	223	5	3 000	23.07.13	24.07.12	101.8	0.30	8.13	1.05
Лукойл БО6	370	9	5 000	13.12.12	-	104.1	-0.47	6.52	1.37
МагнитФ 02	414	23	5 000	23.03.12	-	101.1	-0.13	6.92	0.78
МГор54-об	281	9	15 000	05.09.12	-	102.1	-0.44	6.01	1.18
МГор62-об	221	4	35 000	08.06.14	-	117.8	-0.04	6.78	2.38
МТС 05	898	34	15 000	19.07.16	26.07.12	108.8	-0.06	6.28	1.01
НорНик БО3	264	7	15 000	30.07.13	-	100.7	0.00	6.76	1.91
РЖД-14обл	830	13	15 000	07.04.15	11.10.11	103.8	-0.13	0.33	0.40
РЖД-15 обл	657	31	15 000	20.06.16	27.06.11	106.8	-0.21	-36.82	0.18
РосселхБ 3	211	5	10 000	09.02.17	13.02.14	105.3	0.10	7.21	2.28
РосселхБО5	490	12	10 000	28.08.13	29.08.12	101.1	-0.05	6.39	1.16
РусГидро01	1487	49	10 000	12.04.21	22.04.16	100.1	0.00	8.15	3.84
РусГидро02	437	19	5 000	12.04.21	22.04.16	100.1	0.00	8.15	3.84
СамарОбл 3	221	7	4 500	11.08.11	-	100.5	0.11	5.52	0.22
Сибметин01	965	14	10 000	10.10.19	16.10.14	115.5	-0.35	8.37	2.65
Сибметин02	816	7	10 000	10.10.19	16.10.14	115.7	-0.22	8.33	2.65
ТГК-6 01	385	7	5 000	24.08.17	29.08.13	100.6	0.00	8.16	1.94
Транснф 03	3920	9	65 000	18.09.19	28.09.11	110.4	0.05	-15.02	0.43

Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Динамика ликвидных ОФЗ					
Выпуск	Оборот, млн руб	17.05		16.05.2011	
		Yield, %	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 26205	3 205	8.05	6.53	12	-0.76
ОФЗ 26204	1 954	7.87	5.01	-2	0.10
ОФЗ 26203	166	7.53	4.07	3	-0.10
ОФЗ 25077	354	7.48	3.68	2	-0.07
ОФЗ 25075	922	7.26	3.37	2	-0.05
ОФЗ 25068	411	6.58	2.60	0	0.00
ОФЗ 25076	2 230	6.60	2.40	-4	0.10
ОФЗ 25078	406	5.85	1.54	3	-0.05
ОФЗ 25073	262	5.40	1.10	3	-0.03

Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Минфин, учитывая конъюнктуру, не разжигает аппетит покупателей

Учитывая неблагоприятную рыночную конъюнктуру, Минфин принял решение разместить сегодня не семилетний, а трехлетний ОФЗ на 20 млрд руб. Вчера эмитент опубликовал ожидаемую доходность выпуска, составляющую 6.5-6.6 %.

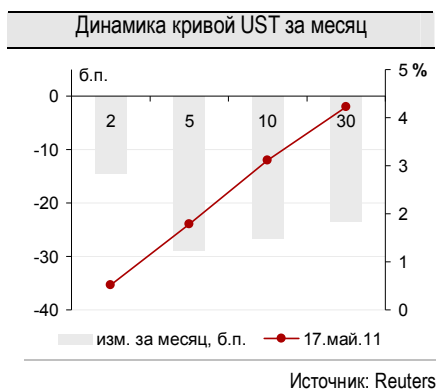
Выпуск 25076 завершил вчера день с доходностью 6.6 % на дюрации 2.4 года, располагаясь точно на кривой ОФЗ. Таким образом, сократив дюрацию представляемых бондов, Минфин решил размещать выпуск без какой-либо премии. Такое решение может быть сигналом рынку о том, что эмитент не планирует поднимать короткий конец кривой госбумаг, разжигая аппетит покупателей. По всей видимости, Минфин реагирует на рыночную конъюнктуру, регулируя срочность размещаемых бондов.

Неделю назад этот же выпуск был размещен на аукционе со средневзвешенной доходностью 6.61 %. Таким образом, Минфин планирует, несмотря на уход инвесторов из рублевых активов, оставить доходность выпуска на уровне до 6.6 %. На наш взгляд, намерение эмитента может столкнуться с такими сложностями как ограниченная ликвидность, которую инвесторы обычно придерживают в налоговый период, а также повышение ставок NDF, отражающие усиление опасений участников рынка относительно ослабления рубля. В целом, мы полагаем, что повторить успех, который имел место неделю назад, сегодня Минфину будет сложнее.

Екатерина Горбунова

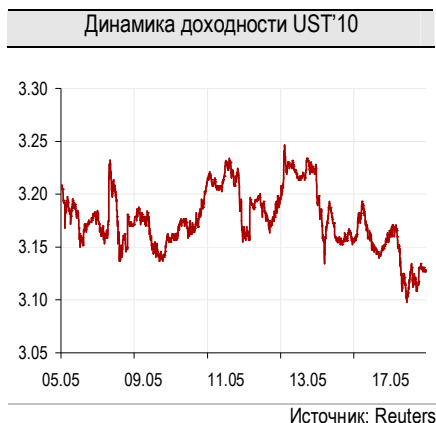
Глобальные рынки

Макроданные продавили рынки



Глобальные рынки вчера по-прежнему находились под давлением продавцов на фоне негативного внешнего фона и слабых макроданных. И если в первой половине дня европейские фондовые индексы еще пытались вырваться в положительную зону, то с выходом статистики по строительному сектору и открытием американского рынка все старания сошли на нет. Количество домов, строительство которых началось в апреле, снизилось на 10.6 % к марту при прогнозе роста на 2.7 %. Падение к апрелю 2010 г. составило 23.9 %, однако здесь роль сыграл эффект высокой базы – именно в апреле 2010 г. завершалась программа налоговых льгот при покупке недвижимости. Число разрешений на строительство новых домов также опустилось на 4 % (прогноз -2.6 %). Индекс промышленного производства в США в апреле остался без изменений при прогнозе роста на 0.3 %.

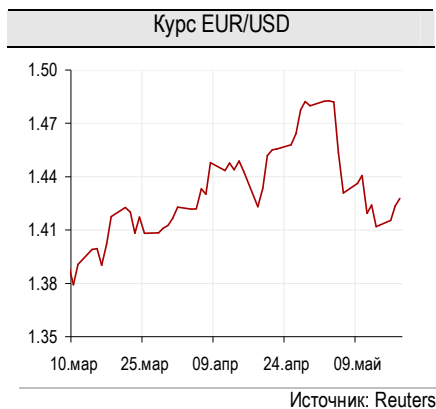
Столь слабые данные не могли не вызвать очередной раунд «бегства в качество». Treasuries отреагировали падением доходности до минимальных значений с декабря 2010 г.: UST*10 в течение дня достигал 3.1085 %. Такими темпами уровень в 3.0 % может оказаться в зоне досягаемости уже очень скоро.



Изменение кривой UST

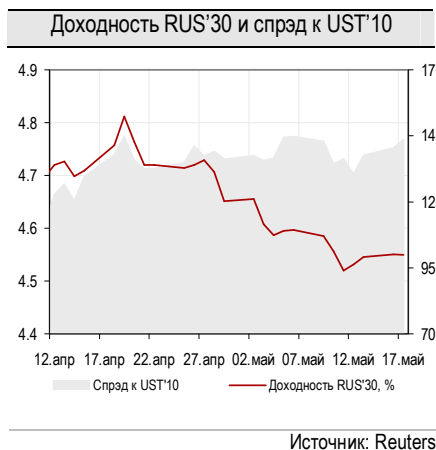
	УТМ, %		Изм-е, б.п.	
	16.май.11	17.май.11	День	Месяц
UST 02	0.52	0.52	0	-14
UST 05	1.80	1.78	-2	-29
UST 10	3.15	3.11	-3	-27
UST 30	4.27	4.22	-5	-23

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы



Проблемы Греции отходят на второй план?

Перспективы сегодняшнего дня выглядят куда благоприятнее. Отчетливо ощущается интерес инвесторов к более рисковому активам: Азиатские индексы прибавили около фигуры, европейские рынки открылись ростом, нефть дорожает, евро укрепляется к доллару. По всей видимости, с завершением двухдневного заседания министров финансов стран еврозоны проблемы PIIGS отходят на второй план. Тем не менее, вряд ли стоит рассчитывать на продолжительный рост рынков, принимая во внимание волатильность последних недель. Сегодня повлиять на ход торгов могут данные об изменении в запасах энергоресурсов в США за последнюю неделю. Кроме того, после закрытия рынков будет опубликован протокол апрельского заседания FOMC, и выступят главы ФРБ Далласа и Сент-Луиса.



Российские еврооблигации идут своим путем

Российский рынок еврооблигаций вчера, очевидно, пошел своим путем и, несмотря на снижение мировых рынков и усиление спроса на наиболее безопасные активы, завершил день преимущественно «в плюсе». Сегодня утром доходность RUS*30 опустилась на 2 б.п., спрэд к UST*10 сузился до 138 б.п. Корпоративные бумаги также преимущественно росли в цене, хотя и незначительно. Отмечаем незначительные продажи в евробондах Evraz, несмотря на неплохую отчетность. Бумаги TNK-BP выглядели лучше рынка, особенно на среднесрочном участке. В последнее время евробонды нефтяной компании несколько отставали от рынка в связи с возможной сделкой с AAR и Роснефтью.

Оптимистичное начало дня позволяет надеяться на продолжение роста российских бумаг, по крайней мере, до выхода макроданных из США.

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	113.5	1.88	133	1.6	0.02	-2
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	109.3	4.30	221	4.7	0.03	-1
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	126.6	5.12	268	0.9	0.11	-2
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	109.6	0.00	292	6.4	0.01	0
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	107.9	5.53	232	7.7	0.26	-3
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	126.8	6.39	295	2.7	0.04	0
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	111.2	6.40	262	12.1	0.39	-3
Alrosa' 20	USD	1000	03.11.20	109.5	6.39	343	6.8	0.29	-4
Evrax' 13	USD	1300	24.04.13	109.9	3.53	297	1.8	-0.02	1
Evrax' 15	USD	750	10.11.15	112.2	5.15	355	3.8	-0.04	1
Evrax' 18	USD	700	24.04.18	116.3	6.54	428	5.2	-0.06	1
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	103.7	3.31	299	0.8	0.00	-1
MTS' 12	USD	400	28.01.12	104.1	1.92	158	0.7	-0.02	1
MTS' 20	USD	750	22.06.20	115.1	6.40	364	6.3	0.15	-2
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	104.1	3.30	295	1.0	0.00	-1
RuRail '17	USD	1500	03.04.17	106.5	4.47	221	4.9	0.27	-5
Rushydro '18	RUB	20000	28.10.15	100.2	7.97	103	3.5	0.02	-1
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	112.8	3.63	300	1.9	0.01	-1
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	114.0	4.10	318	2.6	-0.04	1
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	100.6	5.26	274	5.4	0.21	-4
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	104.2	1.09	73	0.8	-0.01	0
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	109.4	2.19	162	1.7	-0.01	0
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	113.6	4.51	262	4.2	0.33	-8
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	108.5	4.93	273	4.8	0.34	-7
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	109.3	3.40	282	1.8	0.02	-2
VIP' 16	USD	600	23.05.16	111.6	5.57	376	4.1	0.08	-2
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	115.3	6.37	407	5.2	0.15	-3

Источники: Bloomberg

Екатерина Горбунова, Ольга Сибиричева

Корпоративные новости

Средневзвешенная доходность
рублевых облигаций
металлургических компаний

Источники: ММББ, RD Банка Москвы

Северсталь планирует сокращение чистого долга

Событие

Вчера Северсталь опубликовала финансовую отчетность за 1-й квартал 2011 год по МСФО.

Основные финансовые показатели Северстали

\$ млн	1 кв. 10	4 кв. 10	1 кв. 11	г-к-г, %	кв-к-кв, %
Выручка	2 742	3 726	3 727	36	0
ЕБИТДА	583	899	934	60.2	3.9
ЕБИТДА margin, %	21.3	24.1	25.1		
Чистая прибыль	-785	-352	531	н/д	н/д

	01.01.2011	01.04.2011	кв-к-кв, %
Совокупный долг	6 142	6 090	-1 %
в т.ч. долгосрочный	77 %	73 %	-5 %
Чистый долг	4 129	4 312	4 %
Чистый долг/ЕБИТДА	1.3	1.3	2 %

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Северсталь (BB-/Ba3/B+) показала довольно сильные финансовые результаты. При стабильной выручке рентабельность компании по ЕБИТДА выросла на 1 п.п. до 25.1 %, что, по всей видимости, позволит ей второй квартал подряд сохранить статус наиболее рентабельной компании «большой четверки».

Чистый долг Северстали вырос на 4 % до \$ 4.3 млрд из-за небольшого сокращения денежной позиции. Менеджмент компании планирует сократить величину чистого долга, пообещав в 2011 году использовать с этой целью средства, полученные от реализации 2.25 млн GDR и 246 тыс. акций, оценочной стоимостью \$ 41 млн. По состоянию на 01.04.2011 долговая нагрузка эмитента составила 1.3X.

Комментарий

- Выручка Северстали на фоне сезонного снижения объемов продаж и роста цен осталась стабильной кв-к-кв, а рентабельность по ЕБИТДА выросла на 1 п.п. до 25.1 %, что, по всей видимости, позволит компании второй квартал подряд превзойти результат НЛМК и сохранить статус наиболее рентабельной компании «большой четверки». Несмотря на падение объемов выпуска, Северсталь достаточно активно инвестировала в оборотный капитал. В результате ее операционный денежный поток за квартал составил лишь \$ 220 млн, а чистый денежный поток за квартал – отрицательную величину (-\$ 108 млн).
- Объем совокупного долга Северстали за квартал практически не изменился, хотя доля долгосрочных заимствований немного снизилась: компания располагает заемными ресурсами на сумму \$6.1 млрд, из них 73 % являются долгосрочными. Сокращение денежной позиции компании с \$ 2 млрд до \$ 1.8 млрд привели к росту чистого долга компании на 4 % за квартал до \$ 4.3 млрд.
- Северсталь сообщает, что до конца года намеревается реализовать 2.25 млн GDR и 246 тыс. акций, купленных в разгар кризиса 2008 года (по текущим котировкам этот пакет стоит около \$ 41 млн) с целью снижения уровня чистого долга.
- Долговая нагрузка компании в настоящий момент характеризуется как невысокая. Во многом этому способствовала деконсолидация из отчетности МСФО проданных в начале марта низкоэффективных активов Северстали. За счет передачи обязательств покупателю кредитный профиль эмитента заметно улучшился. Показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» на конец 2010 года и 1-го квартала 2011 года составил всего 1.3X, что ниже установленной компанией цели в 1.5X. Генеральный директор ОАО «Северсталь» А. Мордашов сообщил, что в дальнейшем планируется сохранение уровня долговой нагрузки и ликвидности на достигнутом уровне.
- Северсталь ожидает продолжения тенденции улучшения финансовых показателей во 2-м квартале и заявляет, что ключевые проекты в Северной Америке (строительство 2-й очереди завода Columbus и модернизация Deadborn) в 2011 году будут завершены на 3 месяца раньше срока.

Евраз демонстрирует еще более сильные показатели из-за низкой базы, долговая нагрузка снижается

Событие

Вчера Евраз опубликовал основные финансовые показатели за 1-й квартал и 2011 год, составленные в соответствии с управленческой отчетностью.

Основные финансовые показатели Евраза

\$ млн	1 кв. 10	4 кв.10	1 кв.11	г-к-г, %	кв-к-кв, %
Выручка	2 970	3 665	3 894	31	6
ЕБИТДА	424	584	756	78.3	29.5
Рентабельность ЕБИТДА, %	14.3	15.9	19.4		

\$ млн	01.01.2011	01.04.2011	кв-к-кв, %
Чистый долг	7 128	7 180	1 %
Чистый долг/ЕБИТДА	3.0	2.9	-6 %

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

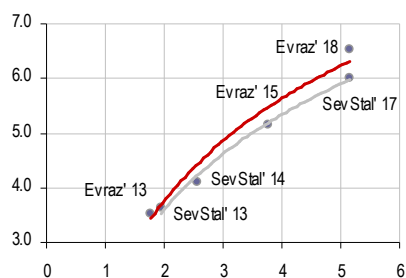
Evraz (B+/B1/BB-) улучшил финпоказатели за квартал даже значительно Северстали, но в основном с эффектом низкой базы. ЕБИТДА компании выросла на 30 %, что при незначительном росте уровня долга способствовало снижению долговой нагрузки компании.

Показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» на конец 1 квартала 2011 года опустился до значения 2.9X с 3.0X на начало года.

Комментарий

- Евраз удалось увеличить свои финансовые показатели по сравнению с уровнем предыдущего квартала гораздо более значительно, чем Северстали, но это в основном было связано с эффектом низкой базы. Фактически ЕБИТДА компании оказалась близка к середине ранее озвученного диапазона в \$ 725-800 млн. Чистый долг компании незначительно вырос на фоне достаточно скромных капитальных расходов (\$ 200 млн за квартал).
- Отметим, что хотя объем долга и не изменился значительно, величина долговой нагрузки эмитента продолжала сокращаться. По состоянию на конец 1-го квартала соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» составило 2.9X. Компания нацелена на снижение долговой нагрузки до 2X. Напомним, что годом ранее показатель приближался к 6X.
- Улучшение кредитных метрик эмитента не осталось незамеченным рейтинговым агентством Fitch, повысившем рейтинг Евраза до уровня «BB-» в середине апреля 2011 года. С этого момента комплект Евраз и Северсталь располагают равнозначными наборами кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств.
- Компания ожидает продолжение роста ЕБИТДА и во 2-м квартале 2011 года, полагая, что этот показатель составит \$ 750-825 млн при небольшом росте средних цен реализации.
- Следует добавить, что уже после отчетной даты, в апреле 2011 года, компания, пользуясь благоприятной конъюнктурой, разместила еврооблигации на \$ 850 млн со сроком погашения в 2018 году со ставкой 6.75 % - самой низкой ставкой купона в истории выпусков евробондов эмитента. Часть привлеченных денежных средств пошла на выкуп обращающихся облигаций с погашением в 2013 году на сумму \$ 622 млн, что увеличило срочность долгового портфеля компании и снизило стоимость обслуживания долга компании.

В целом отчетность Северстали и Евраза демонстрирует, что благодаря росту цен на сталь, по крайней мере, интегрированным производителям удалось успешно противостоять как сезонному сокращению продаж, так и увеличению издержек на фоне укрепления рубля и индексации тарифов естественных монополий с началом нового года.

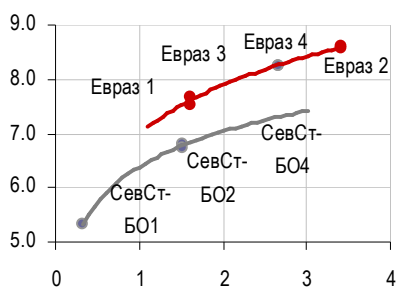
Кривые евробондов
Северстали и Евраз

Источники: Bloomberg, расчеты RD Банк Москвы

Влияние на рынок

Северсталь подтверждает свои намерения сокращать чистый долг и поддерживать невысокий уровень долговой нагрузки, который на конец квартала составлял 1.3X. Долговая нагрузка Евраза ощутимо сокращалась в 2010 году и сейчас находится на умеренных значениях, составляя чуть менее 3x в терминах Чистый долг/ЕБИТДА. Кредитный профиль Евраза демонстрирует улучшение, что предполагает продолжение сужения спреда между кривыми доходностей облигаций Евраза и Северстали.

В настоящий момент выпуски еврооблигации Evraz торгуются со спредом от 10 до 40 б.п. к бондам Северстали на дюрации 2-5 лет, что представляется нам справедливой оценкой разницы в кредитном качестве эмитентов. Идею сужению спреда мы видим на рублевом рынке, где сейчас он выглядит чрезмерно широким, составляя 70-100 б.п. на дюрации 1.5-3.5 года.

Кривые рублевых облигаций
Северстали и Евраз

Источники: ММББ, расчеты RD Банк Москвы

Екатерина Горбунова. Юрий Волов. CFA

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

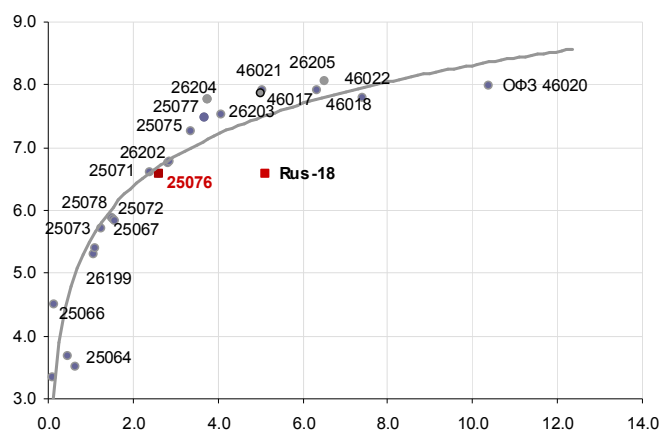
Распродажи прошедшей недели увеличили наклон кривой доходностей госбумаг. Наибольшее отклонение от кривой наблюдается на среднесрочном участке с дюрацией 3-5 лет. Среди ликвидных выпусков наибольший потенциал роста цены имеют выпуски ОФЗ 26204 и ОФЗ 25077.

Динамика за день										
16.05.11										
17.05.11										
Выпуск	Оборот, млн руб	Yield,%	MDUR	bp	Цена,%	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield,%	MDUR
ОФЗ 25074	-	3.35	0.11	-2	0.00	41	-31	0.04	3.37	0.12
ОФЗ 25066	50	4.49	0.13	47	-0.08	138	-128	0.17	4.02	0.13
ОФЗ 25063	-	3.68	0.46	-1	0.00	-94	84	-0.39	3.69	0.47
ОФЗ 25064	0	3.5	0.63	4	-0.05	-149	139	-0.88	3.46	0.63
ОФЗ 26199	1 338	5.3	1.06	0	0.00	-32	22	-0.23	5.30	1.06
ОФЗ 25073	262	5.4	1.10	3	-0.03	-26	16	-0.18	5.37	1.11
ОФЗ 25067	485	5.7	1.26	19	-0.26	-12	2	-0.03	5.51	1.26
ОФЗ 25072	946	5.87	1.50	9	-0.15	-17	7	-0.10	5.78	1.51
ОФЗ 25078	406	5.85	1.54	3	-0.05	-22	12	-0.18	5.82	1.55
ОФЗ 25065	294	5.84	1.59	6	-0.11	-27	17	-0.26	5.78	1.60
ОФЗ 25076	2 230	6.6	2.40	-4	0.10	0	fair	-	6.64	2.40
ОФЗ 25068	411	6.58	2.60	0	0.00	-11	1	-0.04	6.58	2.60
ОФЗ 26202	115	6.75	2.82	-1	0.04	-4	fair	-	6.76	2.82
ОФЗ 25071	106	6.78	2.85	1	-0.02	-3	fair	-	6.77	2.85
ОФЗ 25075	922	7.26	3.37	2	-0.05	25	-15	0.52	7.24	3.37
ОФЗ 25077	354	7.48	3.68	2	-0.07	37	-27	0.98	7.46	3.69
ОФЗ 46017	-	7.77	3.77	0	0.00	63	-53	1.99	7.77	3.77
ОФЗ 26203	166	7.53	4.07	3	-0.10	30	-20	0.80	7.50	4.08
ОФЗ 26204	1 954	7.87	5.01	-2	0.10	39	-29	1.44	7.89	5.01
ОФЗ 46021	22	7.90	5.06	5	-0.28	40	-30	1.54	7.85	5.07
ОФЗ 46018	-	7.91	6.33	0	0.00	15	-5	0.29	7.91	6.33
ОФЗ 26205	3 205	8.05	6.53	12	-0.76	25	-15	0.97	7.91	6.33
ОФЗ 46022	-	7.78	7.41	0	0.00	-17	7	-0.55	7.78	7.41
ОФЗ 46020	-	7.98	10.37	0	0.00	-38	28	-2.87	7.98	10.37

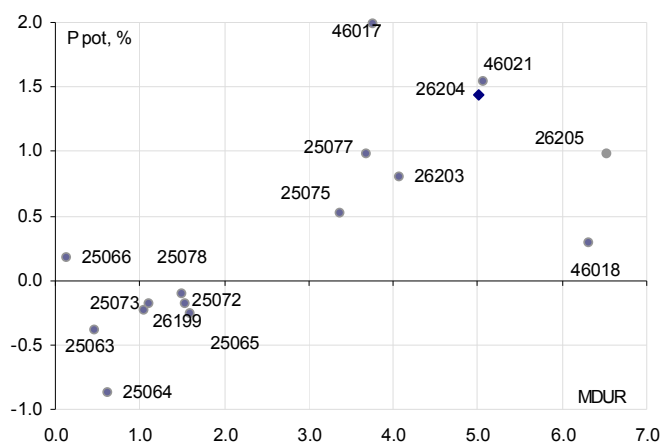
*к модельной кривой ОФЗ

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

Кривая ОФЗ



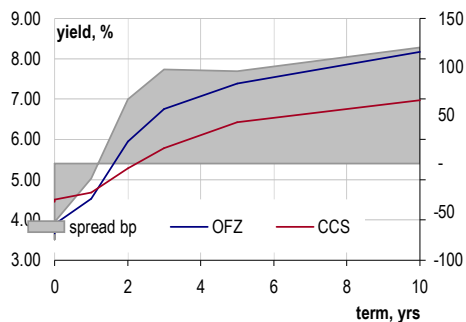
Потенциал и дюрация



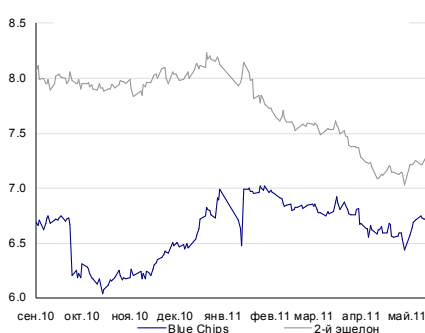
Екатерина Горбунова

Российский долговой рынок

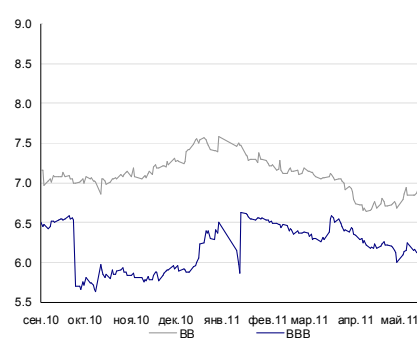
Кривые ОФЗ и CCS



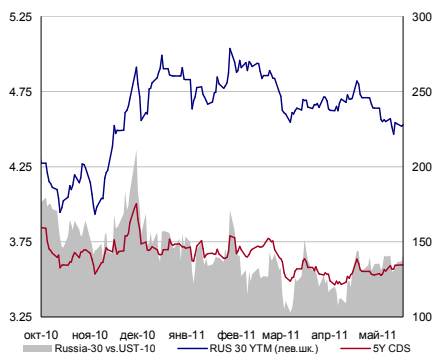
Индексы ВМВІ эшелоны



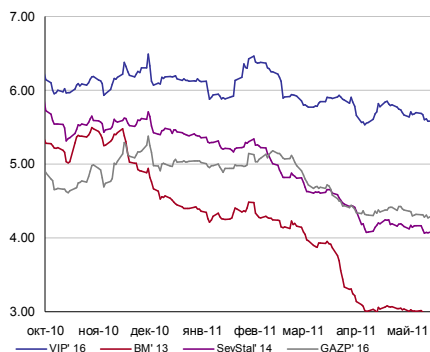
Индексы ВМВІ рейтинги



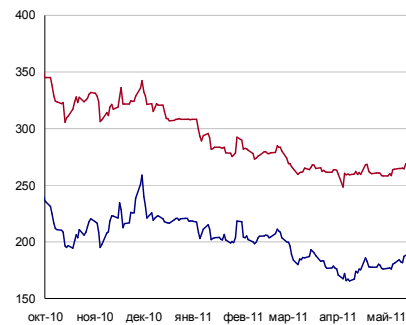
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

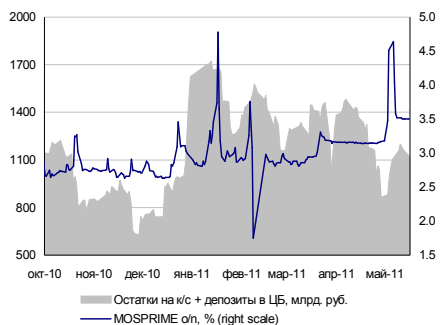


CDS корпораций

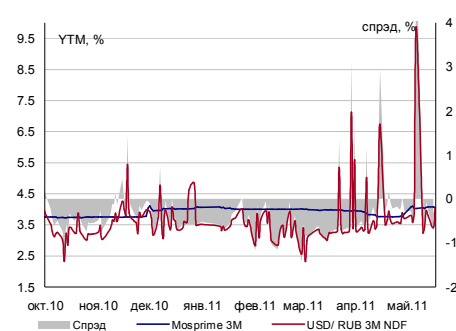


Денежно-валютный рынок

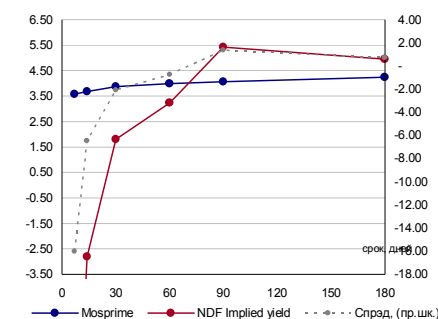
Ликвидность и ставки



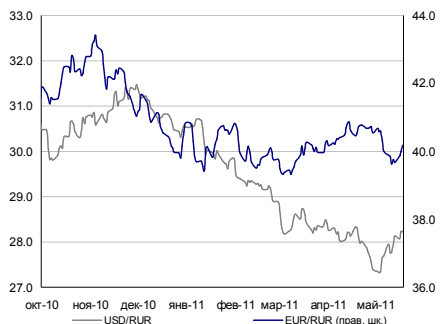
Форвардный базис



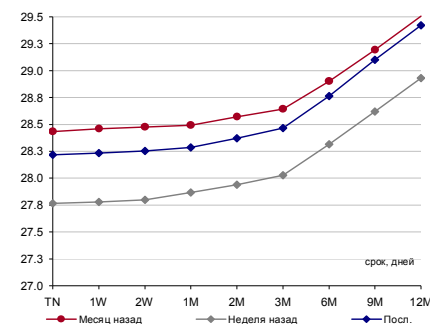
Спрэды денежного рынка



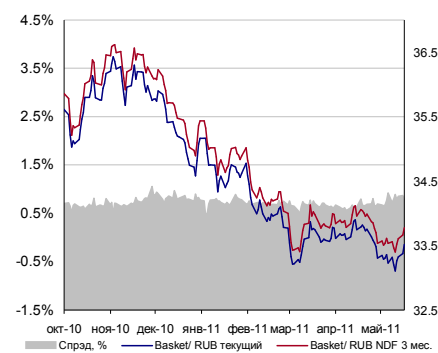
Курс рубля



Форвардные кривые



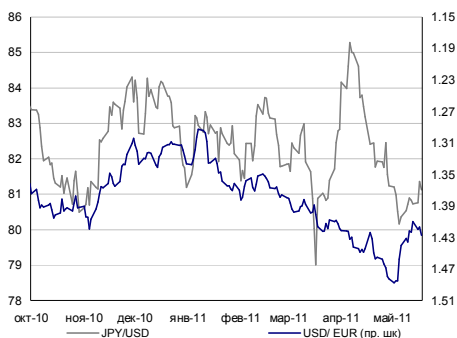
Своп-поинты 3 месяца



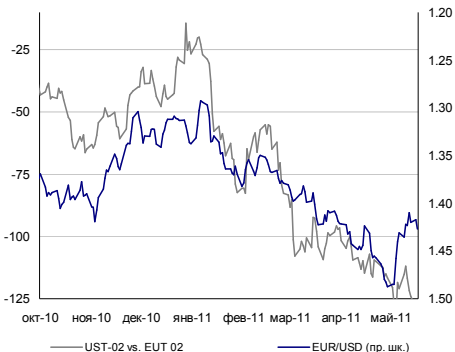
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

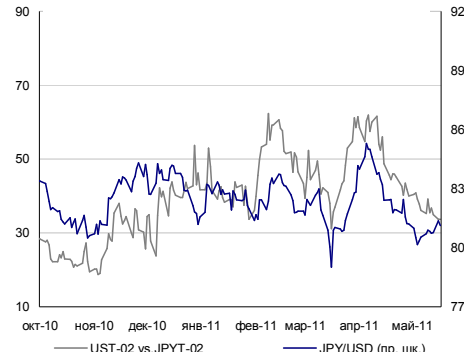
Основные валюты



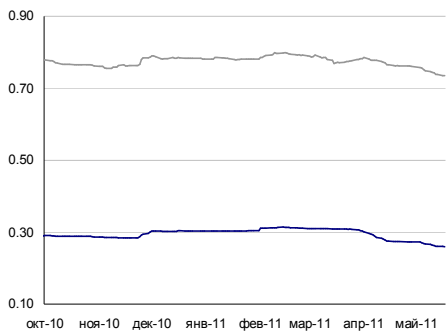
Ставки и курсы евро/доллар



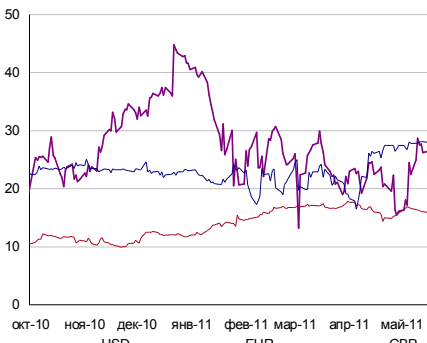
Ставки и курсы иена/доллар



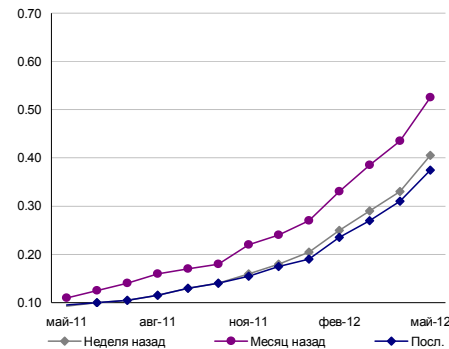
LIBOR USD



LIBOR-OIS

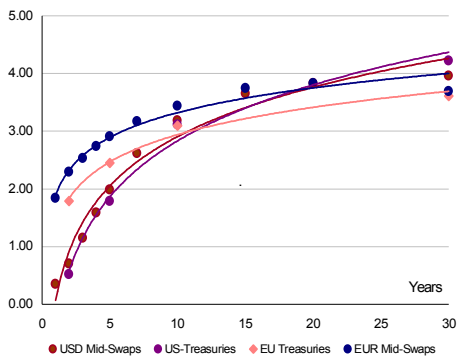


FED RATE ожидания

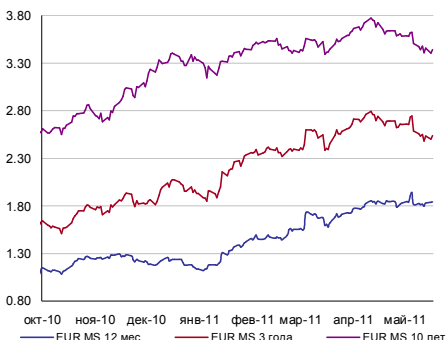


Глобальный долговой рынок

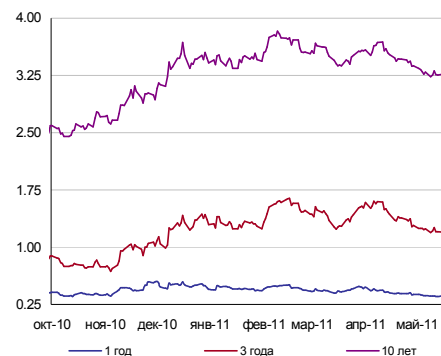
Базовые кривые



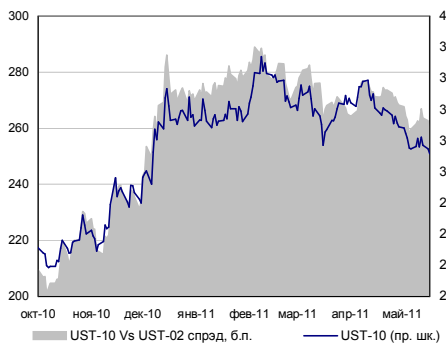
EUR IRS (mid)



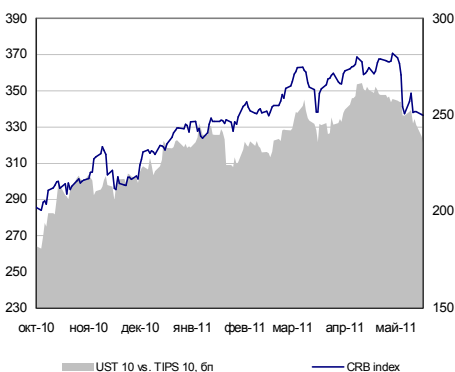
USD IRS (mid)



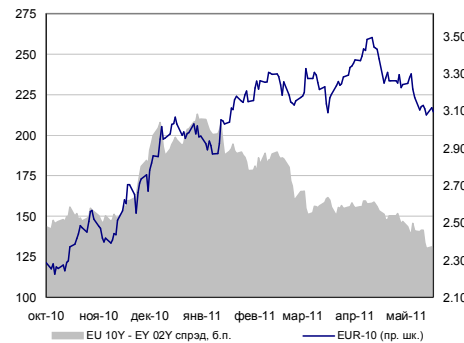
UST



Инфляционные ожидания

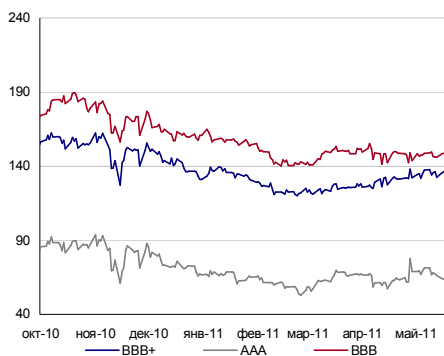


Bundes

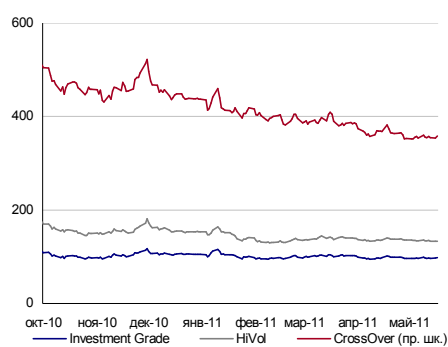


Глобальный кредитный риск

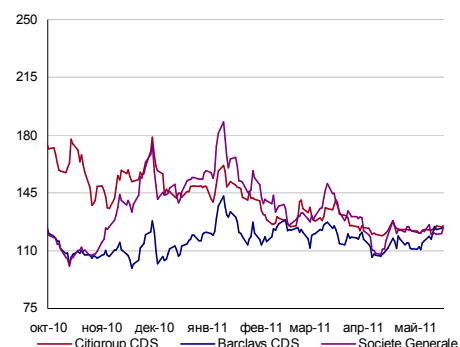
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

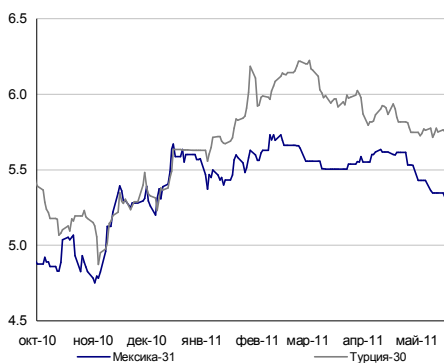


CDS Global Banks

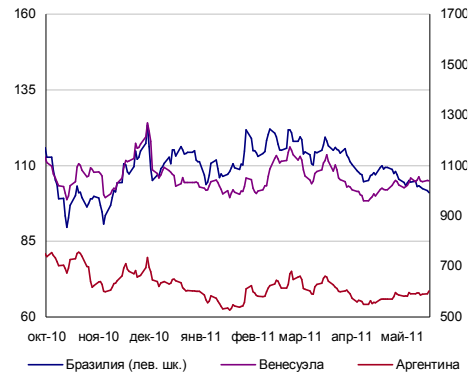


Emerging markets

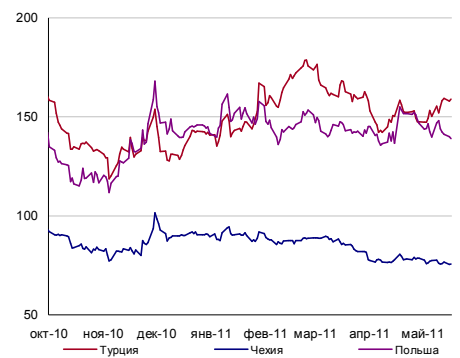
Еврооблигации EM



Lat Am CDS

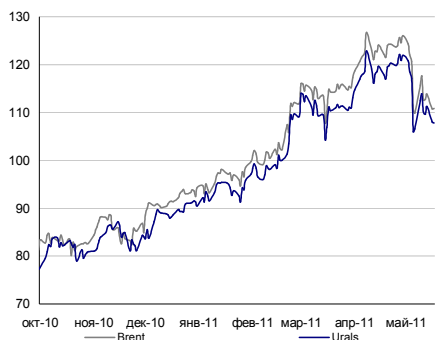


EMEA CDS

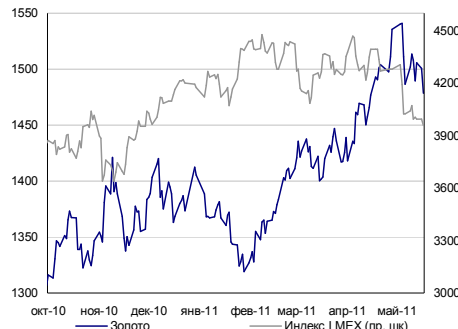


Товарные рынки

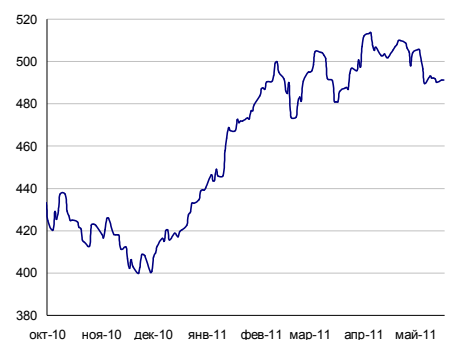
Нефть



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

Экономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@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

Машиностроение / транспорт

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin_DA@mmbank.ru

Долговые рынки

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozдов_AY@mmbank.ru

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

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

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