

В ФОКУСЕ

ВНЕШНИЕ РЫНКИ

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

ЕВРООБЛИГАЦИИ

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

США: смешанная статистика

Европа: в фокусе внимания – трехлетние кредиты от ЕЦБ

Рубль стабилен

На рынке еврооблигаций - почти без перемен

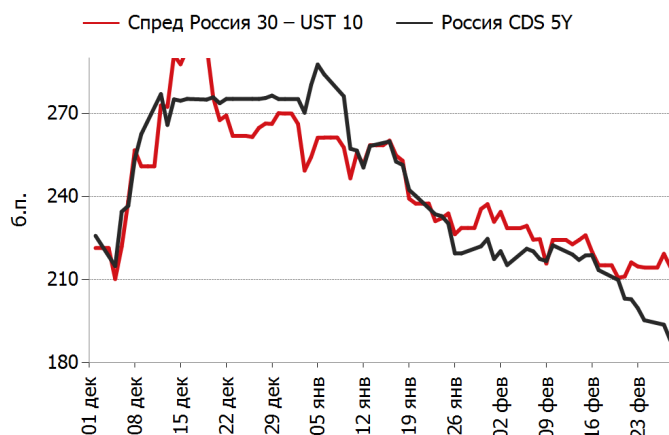
В кривой ОФЗ доходности остаются прежними

Новые облигации НПК: интересны ближе к верхней границе диапазона

МИРОВЫЕ РЫНКИ

	Последнее	Предыдущее	Изменение	
UST 10, YtM (%)	1,95	1,93	1 б.п.	▲
BUND 10, YtM (%)	1,80	1,83	- 3 б.п.	▼
Нефть Brent (\$/барр.)	122	125	- 2,01%	▼
Золото (\$/oz)	1 785	1 768	0,95%	▲
EUR/USD	1,3470	1,3405	0,48%	▲
S&P 500	1 372	1 368	0,34%	▲
Euro Stoxx 50	2 520	2 513	0,27%	▲
FTSE 100	5 928	5 916	0,21%	▲
DAX	6 888	6 850	0,56%	▲
Nikkei 225	9 769	9 551	2,29%	▲
Dow Jones	13 005	12 982	0,18%	▲

РОССИЯ: КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ



РОССИЙСКИЙ РЫНОК

	Последнее	Предыдущее	Изменение	
Остатки на корсчетах (млрд руб.)	604	639	- 5,55%	▼
Mosprime 3M (%)	6,80	6,79	1 б.п.	▲
MICEX Total Return	210	210	0,01%	▲
ОФЗ 25073 (%)	5,86	5,82	4 б.п.	▲
ОФЗ 25077 (%)	7,30	7,32	- 2 б.п.	▼
Газпром-11 (%)	7,21	7,31	- 9 б.п.	▼
ММВБ USD/RUB	29,0440	29,0350	0,03%	▲
ММВБ EUR/RUB	39,0150	38,8750	0,36%	▲
ММВБ Корзина	33,5309	33,4630	0,20%	▲

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

	Последнее	Предыдущее	Изменение	
Russia 30, YtM (%)	4,09	4,12	- 3 б.п.	▼
Ukraine 20, YtM (%)	9,30	9,40	- 10 б.п.	▼
Brazil 40, YtM (%)	1,15	1,15	0 б.п.	
Mexico 30, YtM (%)	4,67	4,68	- 1 б.п.	▼
CDS Россия 5Y, (б.п.)	188	194	- 6 б.п.	▼
CDS Украина 5Y, (б.п.)	776	778	- 2 б.п.	▼
CDS Казахстан 5Y, (б.п.)	228	233	- 5 б.п.	▼
CDS Бразилия 5Y, (б.п.)	138	139	- 1 б.п.	▼
CDS Мексика 5Y, (б.п.)	134	134	0 б.п.	

ВНЕШНИЕ РЫНКИ

США: смешанная статистика

Опубликованная вчера в США макроэкономическая статистика оказалась смешанной. Негативным сюрпризом стало падение заказов на товары длительного пользования в январе на 4,0% при ожиданиях -1,0% (+3,2% в декабре). Сокращение заказов в сегменте компьютеров и телекоммуникационного оборудования составило 4,5%, в сегменте машиностроения – 10,4%, в сегменте первичной металлургии – 6,7%. Индекс цен на жилье S&P / Case-Shiller по 20 крупнейшим городам упал в декабре на 3,99% в годовом сопоставлении (в ноябре -3,85%; ожидания -3,65%). На этом фоне весьма оптимистично смотрится индекс уверенности потребителей Conference Board – он составил 70,8 в феврале (ожидания 63,0; в январе - 61,5). Сегодня в США ожидается выход статистики по заявкам на ипотечные кредиты (16.00 по московскому времени), ВВП в четвертом квартале и данных по личному потреблению (17.30), а также Бежевой Книги ФРС (23.00).

S&P 500 вырос по итогам торгов во вторник на 0,34%. Доходности американских казначейских облигаций на сроке 2 года повысились на 1 б.п. до 0,3%, на сроке 5 лет – остались на прежнем уровне, 0,85%, на сроке 10 лет – прибавили 2 б.п. до 1,95%.

Ринат Кирдань
rinat.kirdan@aton.ru
+7 (495) 213 0342

[Наверх](#)

Европа: в фокусе внимания – трехлетние кредиты от ЕЦБ

Основным событием в Европе сегодня, как ожидается, станет размещение ЕЦБ в рамках программы LTRO кредитов среди банков и компаний по фиксированной ставке 1,0% сроком три года. Согласно ранее озвученным цифрам из разных источников, спрос на такие кредиты может составить около 1 трлн евро, т.к. многие банки готовы взять в два-три раза больше, чем раньше. Опрос, проведенный агентством Reuters, прогнозирует спрос на уровне 492 млрд евро. Мы полагаем, что объем размещения ЕЦБ в этот раз превысит предыдущий показатель (489 млрд евро), и это станет позитивным событием для мировых финансовых рынков. По нашему мнению, инвесторы, скорее всего, будут реагировать по принципу "чем больше, тем лучше", увязывая объем кредитов с глобальным спросом на риск, что положительно отразится на облигациях эмитентов стран СНГ. Вместе с тем, чрезвычайно большие объемы заимствований (порядка 1 трлн евро) предполагают больше негатива, чем позитива: это еще одно напоминание о плохом состоянии дел в европейской банковской системе.

На рынке акций в Европе накануне наблюдался умеренный рост индексов: Eustoxx 50 прибавил 0,27%, DAX – 0,56%. В кривой немецких суверенных бумаг доходности на сроке 2 года остались прежними, 0,2%, на сроке 5 лет они сократились на 1 б.п. до 0,79%, на сроке 10 лет – на 3 б.п. до 1,8%. Ставки по двухлетним греческим бумагам упали на 856 б.п. до 229,4%, португальским – на 24 б.п. до 12,8%, итальянским – на 22 б.п. до 2,4%. Спред облигаций европейского фонда стабильности (EFSF 16) к бундам увеличился на 1 б.п. до 140 б.п. Курс евро к доллару США прибавил 0,27% до 1,3483. Опасения в отношении ликвидности в Европе остаются практически неизменными: спред LIBOR-OIS на сроке 3 месяца стабилен, на отметке 65 б.п.

Ринат Кирдань
rinat.kirdan@aton.ru
+7 (495) 213 0342

[Наверх](#)

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Рубль стабилен

На валютном рынке рубль отвоевывал позиции – его курс относительно доллара понизился на 0,07% до 28,95, относительно евро вырос на 0,15% до 39,03, относительно бивалютной корзины опустился на 0,05% до 33,48. Волатильность пары рубль/доллар сдвинулась вниз на 3 б.п. до 10,91%. На сроке 3 месяца ставка NDF увеличилась на 4 б.п. до 5,52%, на сроке 6 месяцев - на 3 б.п. до 5,56%. В кривой кросс-валютных свопов наблюдалось повышение ставок: на сроке 1 год – на 3 б.п. до 5,61%, на сроке 3 года - на 4 б.п. до 5,9%, на сроке 5 лет – на 5 б.п. до 6,19%.

Ринат Кирдань
rinat.kirdan@aton.ru
+7 (495) 213 0342

[Наверх](#)

ЕВРООБЛИГАЦИИ

На рынке еврооблигаций - почти без перемен

В суверенной кривой России доходности остались прежними: Russia 15 - на 2,3%, Russia 30 - на 4,09%, Russia 28 - на 5,42%. Спреды двух-, трех- и пятилетних CDS в кривой России практически не изменились, удержавшись на отметках 127 б.п., 156 б.п. и 188 б.п. соответственно. В финансовом секторе в коротком сегменте кривой ставки упали на 9 б.п. до 5,03%, в длинном - на 3 б.п. до 6,18%. В нефинансовом секторе ставки в коротком сегменте кривой просели на 5 б.п. до 4,18%, в длинном – выросли на 2 б.п. до 6,22%. VIP 22 упал на 1,13%, его доходность увеличилась на 16 б.п. до 8,02%; Alrosa 20 прибавил 0,09%, его доходность сократилась на 1 б.п. до 6,77%.

Ринат Кирдань
rinat.kirdan@aton.ru
+7 (495) 213 0342

[Наверх](#)

В кривой ОФЗ доходности остаются прежними

В кривой ОФЗ: доходность выпусков 25076, 25077, 26204 осталась прежней – 5,86%, 7,05% и 7,71% соответственно. В корпоративном секторе: доходность ЕвразХолдинг Финанс-4 не изменилась, 10,08%, ФСК ЭЭС-19 – сократилась на 2 б.п. до 8,71%, РСХБ-15 – на 3 б.п. до 8,36%.

Ринат Кирдань
rinat.kirdan@aton.ru
+7 (495) 213 0342

Наверх**Новые облигации НПК: интересны ближе к верхней границе диапазона**

Сегодня Новая Перевозочная Компания (НПК, 100%-ная дочерняя компания Globaltrans [Ва3 / позитивный]) открывает книгу заявок на две серии биржевых облигаций – БО-1 и БО-2. Срок обращения (без оферт) обоих выпусков (объемом по 5 млрд руб.) – три года, по каждому есть поручительство кипрской материнской структуры Globaltrans Investment Plc и предварительный рейтинг B1 / позитивный. Как сообщалось ранее, диапазон по ставке купона составляет 10,35-10,85% (доходность к погашению 10,62-11,14%), модифицированная дюрация – 2,4 года.

Среди сильных сторон эмитента мы отмечаем умеренный бизнес-риск ввиду его сильного положения в отрасли, хороших устоявшихся отношений с ключевыми клиентами, высокого качества активов, операционной гибкости, высокого качества управления компанией и подвижным составом, относительно значительной диверсификации и, в целом, достаточно благоприятной бизнес-среды для дальнейшего развития в среднесрочной перспективе. Среди основных бизнес-рисков - неспособность компании полностью контролировать ценообразование на рынке железнодорожных перевозок из-за особенностей регулирования отрасли и высокой фрагментации рынка, несовершенное законодательство в области установки тарифов на перевозки, высокая политизированность процесса принятия решений об уровне тарифов и значительная доля перевозок, осуществляемых экзотическими компаниями, что ограничивает потенциальный размер рынка НПК. Финансовый риск компании нам кажется вполне умеренным, принимая во внимание низкую долговую нагрузку Группы (чистый долг / EBITDA по итогам 2011 г. на уровне 0,5х - согласно данным компании и консенсус-прогнозу Bloomberg; учитывается только прямой финансовый долг), комфортный график погашения долга (\$169 млн. в этом году, \$80 млн. в 2013 г., \$75 млн. в 2014 г.), высокую рентабельность бизнеса (скорректированная рентабельность EBITDA в 2008-2011 гг. составляла 42-44%), относительно сбалансированную валютную структуру долга (79% долга номинировано в рублях, основной операционной валюте Группы) и сильную способность генерировать денежный поток (операционный денежный поток за второе полугодие 2010 – первое полугодие 2011 гг. составил \$425 млн, из них \$236 млн – в первом полугодии 2011 г.). Вместе с тем, обширная инвестпрограмма компании, высокие выплаты по лизингу и большие дивидендные отчисления "вымывают" значительную часть денежного потока (около 70% в первом полугодии минувшего года). НПК оценивает свою среднесрочную инвестпрограмму на уровне \$600-700 млн – она собирается финансировать эту программу из собственного денежного потока и из заемных средств, включая размещаемые облигации. Львиная доля затрат в инвестпрограмме – покупка нового подвижного состава в количестве около 10 тыс. вагонов (в основном полувагонов). По заверениям компании, привлечение нового долга для финансирования инвестпрограммы сохранит общую долговую нагрузку на вполне комфортных уровнях – не более 2,0х по показателю чистый долг / EBITDA. Стоит, однако, отметить, что этот прогноз учитывает только прямой финансовый долг, и реальная долговая нагрузка может быть выше. Также нужно подчеркнуть, что долговая нагрузка непосредственного заемщика по облигациям, НПК, несколько выше, чем в среднем по Группе: по словам компании, на НПК приходится около 70% совокупного долга Группы, но, по нашим оценкам, лишь около 60% EBITDA.

Помимо рисков НПК и Группы в целом есть также риски, связанные со структурой облигационного займа. По словам представителей Группы и организаторов, материнская структура, расположенная на Кипре и оперирующая по законам этой страны, предоставила гарантию по облигационному займу НПК в соответствии со своими обязательствами в рамках кипрского права. Однако, в случае потенциального отказа НПК (прямого заемщика, работающего по российскому праву) от выплат по облигационному займу, решение российского суда о взыскании с Globaltrans Investment Plc денежных средств в пользу держателей облигаций будет ничтожным. Насколько мы понимаем, судебное решение по гарантии будет иметь юридическую силу, если его вынесет кипрский суд, а обращение в такой суд может быть затруднительным для многих потенциальных покупателей. Помимо этого, мы видим риски, связанные с холдинговой структурой Группы: менеджмент может перераспределять потоки/прибыль внутри Группы по своему усмотрению, и, возможно, не в пользу держателей облигаций. Эти риски отчасти компенсированы тем, что качество корпоративного управления Группы достаточно высоко, компания имеет давнюю и весьма успешную историю отношений с акционерами и кредиторами, а также тем, что гибкая бизнес-модель Группы позволяет ей проходить через кризисные времена со сравнительно небольшими потерями (как это было в 2008-2010 гг.).

Единственный обращающийся на рынке бонд НПК (НПК-1, дюрация к погашению 1,5 года) торгуется с доходностью к погашению 10,4% и z-спредом к кривой ОФЗ 384 б.п. (и более 400 б.п. по ценам спроса и дюрации). Соответственно, на дюрации 2,4 года для новых облигаций "справедливая" доходность составляет примерно 10,80% (и более 11,00%, соответственно). Поэтому мы считаем, что новые облигации НПК интересны только ближе к верхней границе предлагаемого диапазона.

Ринат Кирдань
rinat.kirdan@aton.ru
+7 (495) 213 0342

Наверх

*Все цены приведены на 8:00 (МСК) 29 февраля 2012 г.

© ООО «АТОН», 2012. Все права защищены.

Данный материал подготовлен ООО «АТОН», деятельность которого регулируется Федеральной службой по финансовым рынкам Российской Федерации, и, если не указано обратное, может быть распространен компанией ATONLINE LIMITED, которая действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам Республики Кипр. В отношении материалов такого рода действуют определенные ограничения и отказ от ответственности. Подробную информацию об ограничениях и отказе от ответственности можно узнать на сайте www.atonint.com.