

30 августа 2011

Fixed Income Daily

Прогноз по рынкам на сегодня

Краткосрочные факторы влияния на котировки

На рублевом долговом рынке много недооцененных выпусков	Позитивно
Игроки будут реагировать позитивно на любые новости по США	Позитивно
Впереди заседание ЦБ РФ, есть риск повышения ставки	Негативно
Недостаток ликвидности в РФ	Негативно

Денежный рынок РФ

30 авг

- Минфин предложит банкам 10,0 млрд р из бюджета под 4,50%

Ближайшие:

31 авг

- возврат Минфину 13,0 млрд р с депозитов банков (23 мая под 4,00%)

- возврат Минфину 6,0 млрд р с депозитов банков (7 июн под 3,91%)

- возврат Минфину 10,0 млрд р с депозитов банков (2 авг под 4,05%)

14 сен

- возврат Минфину 5,65 млрд р с депозитов банков (9 мар под 4,75%)

- возврат Минфину 3,5 млрд р с депозитов банков (12 июл под 3,98%)

15 сен

- уплата страховых взносов в фонды аукцион ОБР-21 на 500 млрд р с погашением 16.12.11 г.

20 сен - уплата трети НДС за II кв 2011 года

21 сен - возврат Минфину 40,0 млрд р с депозитов банков (24 мая под 4,06%)

26 сен - уплата акцизов, налога на добычу полезных ископаемых

28 сен

- уплата налога на прибыль

- возврат Минфину 70,0 млрд р с депозитов банков (27 июн под 4,00%)

- погашение ОФЗ 25070 на 45 млрд р

5 окт - возврат Минфину 40,0 млрд р с депозитов банков (21 июн под 4,02%)

Рынок рублевых облигаций

Рублевый долговой рынок начнет расти, начиная с завтра и до середины Сентября. Сегодня могут умеренно подрасти котировки ОФЗ, в корпоративном секторе сузятся спреды бид/офер, цены останутся без существенного движения.

Полагаем, что после заседания ФРС, игроки будут реагировать позитивно на любые макро данные со США:

- если фигуры выходят хорошие – отлично, экономика США восстанавливается, хорошо для рынков;
- если фигуры выходят плохие – ага, значит ФРС должна применить стимулирующие меры на следующем заседании, хорошо для рынков.

Поэтому в целом ближайшие две недели новости с глобальных площадок будут оказывать позитивное влияние на российский долговой рынок.

Однако внутренние факторы окажут негативное влияние на котировки:

- во-первых, уровень ликвидности близок к 700 млрд руб, при нормальном уровне в 1 трлн руб. Полагаем, что начиная с завтра количество денег в системе начнет расти до середины Сентября, поддержка котировкам с денежного рынка придет ближе к концу недели;
- во-вторых, в первых числах Сентября пройдет заседание ЦБ РФ, четкая дата пока не определена. Не исключаем, что регулятор поднимет ставки, негативно.

Еще один важный момент – сегодня Президент установил дату выборов в Государственную Думу, это 4 декабря 2011. Сегодня – официальный старт предвыборной кампании, полагаем, что политические новости по этой теме будут оказывать серьезное влияние на рынки, в том числе и российский долговой ближайшие недели.

Рекомендация: смотреть на возможность покупки сегодня и завтра с таргетом продать перед заседанием ЦБ РФ, для более рискованых игроков рекомендуем поддержать бумаги до середины Сентября.

Корпоративные новости

Вчера **Русал (NR)**, крупнейший мировой производитель алюминия, озвучил финансовые результаты за январь-июнь 2011г. по МСФО. Долговой профиль компании остался практически без изменений, хотя работа над рефинансированием текущих займов продолжается. Нам нравятся рублевые выпуски Русала даже при условии сохранения определенных угроз кредитному профилю эмитента и его все еще высокой долговой нагрузке (мы не ожидаем, что компания примет оферту Норникеля).

Макро по РФ

31 авг - инфляция в РФ с 23 по 29 авг 11г (Росстат)

Ближайшие:

1 сен - общий объем резервов РФ на конец рабочей недели (ЦБР)

2 сен - объем денежной базы в узком определении (ЦБР)

Евгений Воробьев
vorobiev@open.ru

Денежный рынок

Ожидаем ставки в диапазоне **4,5-5,0%** годовых по кредитам overnight. Ждем, что рублевая ликвидность начнет расти начиная со среды, ликвидность начнет оказывать поддержку с пятницы.

Форекс

Сегодня национальная валюта будет торговаться в коридоре **34,50-34,80 руб** за корзину, ждем волатильные торги в течение недели, влияния на долговой рынок не окажет.

Среднесрочные факторы влияния на цены

- Недостаток ликвидности в системе РФ - **негативно**
- Существует опасность рецессии в США и Еврозоне в среднесрочной перспективе - **негативно**
- В начале сентября ЦБ РФ может поднять ставки - **негативно**
- Игроки будут позитивно реагировать на любые новости по США - **позитивно**
- На рынке появилось много недооцененных рублевых бондов – **позитивно**
- 20 сентября состоится очередное заседание ФРС - **позитивно**

Финансовые результаты группы Русал, IFRS

млн. долл.	2009	2010	3М11	1П11
Выручка	8 165	10 979	2 993	6 323
Операционная прибыль	-63	2 031	442	1 039
ЕБИТДА	596	2 597	682	1 424
Чистая Прибыль	821	2 867	746	1 085
Активы	23 886	26 525	28 232	28 606
Денежные средства	236	491	519	326
Финансовый долг	13 869	11 963	11 901	11 752
<i>долгосрочный</i>	11 117	10 602	10 024	10 159
<i>краткосрочный</i>	2 752	1 361	1 877	1 593
Чистый долг	13 633	11 472	11 382	11 426
Капитал	6 332	11 456	13 312	13 856
Рен-ть по ЕБИТДА	7.30%	23.70%	22.80%	22.60%
Рен-ть по чистой прибыли	10.10%	26.10%	25%	17.20%
Финансовый долг/Активы	58%	45%	42%	41%
Финансовый долг/ЕБИТДА	23.3	4.6	4.4	4.1
Чистый долг/ЕБИТДА	22.9	4.4	4.2	4
ЕБИТДА/проценты	0.6	2.2	1.6	2
Капитал/Активы	26%	43%	47%	48%

Источник: данные компании, «Открытие Капитал»

Русал (NR): нейтральные финансовые результаты за 1П11 г.

Опубликованные цифры носят смешанный характер. Вчера Русал, крупнейший мировой производитель алюминия, озвучил финансовые результаты за январь-июнь 2011г. по МСФО. Во 2К11г. компания заработала \$3.3 млрд. выручки, что на 11.3% превышает результат за предыдущий квартал. Основными факторами роста выступили: сильная конъюнктура рынка алюминия (средняя стоимость тонны алюминия добавила 4% квартал к кварталу), а также наращивание объемов продаж товаров с высокой добавленной стоимости (39% совокупных продаж во 2К11г. VS 36% в 1К11г.). Вместе с тем, продолжающееся давление со стороны издержек оказывает негативное влияние на рентабельность продаж. Так, эффективность по ЕБИТДА во 2К11г. незначительно снизилась (до 22.3% по сравнению с 22.8% в 1К11г.), даже несмотря на рост показателя ЕБИТДА на 8.8% квартал к кварталу. Основными причинами инфляции затрат в последнем квартале стали укрепление рубля и рост стоимости сырья. Глобально одним из главных факторов риска для кредитного профиля Русала является повышение расходов на электроэнергию, связанное с изменениями в законодательной базе рынка электроэнергетики в России с начала 2011г. Дополнительный негативный эффект в 3К11г. может оказать наблюдаемое сейчас снижение цен на алюминий (-5% с начала квартала). В тоже время, компания ожидает, что данный факт будет частично компенсирован ростом спроса со стороны Китая.

Долговой профиль Русала остался практически без изменений, хотя работа над рефинансированием текущих займов продолжается. За апрель-июнь 2011 г. общий размер заимствований компании сократился на \$150 млн. В результате долговая нагрузка группы незначительно снизилась и составила 4.0x в терминах Чистый долг/ЕБИТДА. Всего в за 1П11г. Русал осуществил выплаты с соответствии с соглашением о реструктуризации на сумму \$1.67 млрд. При этом за счет собственного денежного потока было погашено порядка \$600 млн. Дополнительно компания договорилась о пролонгировании кредита Сбербанка (\$ 4.58 млрд. под залог акций Норникеля) до 2016 г. Также были рефинансированы кредитные линии на сумму \$1.1млрд., и достигнуто соглашение по привлечению синдицированного 5-летнего предэкспортного кредита объемом до \$5 млрд. Все это позволит Русалу в ближайшее время рефинансировать весь кредитный портфель и, таким образом, закрыть соглашение по реструктуризации. Не умаляя всех достижений компании в данном направлении, мы хотим заметить, что снятие всех ограничений в том числе может привести к возврату к агрессивной стратегии управления заемными средствами.

Нам нравится идея инвестирования в долговые инструменты Русала. На текущий момент оба торгующихся на рынке выпуска эмитента предлагают доходность в районе 9.37% (спрэд к ОФЗ 230-270 бп.), что подразумевает премию к кривой Евразия/Мечела в районе 50-70 бп. Даже при сохранении определенных угроз кредитному профилю Русала и его все еще высокой долговой нагрузке (мы не ожидаем, что компания примет оферту Норникеля), мы находим данный спрэд избыточным. Рекомендуем обратить внимание на выпуск Русал Братск 07, как обладающий наибольшим потенциалом к сокращению доходности (30-40 бп по нашим оценкам).

Ольга Николаева
nikolaeva-o@open.ru

ЗАСВИДЕТЕЛЬСТВОВАНИЕ АНАЛИТИКОВ

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики свидетельствуют, что:

1) отраженная в отчетах точка зрения в точности отражает их личный взгляд на рассматриваемые ценные бумаги или эмитента, 2) размер их вознаграждения ни полностью, ни частично не зависит, не зависит и не будет зависеть прямо или косвенно от конкретных рекомендаций или точки зрения, изложенных аналитиком в подготовленных Группой «Открытие» отчетах.

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики получили вознаграждение, размер которого базируется на различных факторах, в том числе на совокупных доходах группы «Открытие», часть которых поступает в результате инвестиционно-банковской деятельности Группы «Открытие».

Общее ограничение ответственности

Настоящий отчет подготовлен Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО Финансовая корпорация «Открытие». ОАО Финансовая корпорация «Открытие», ее дочерние и зависимые общества и филиалы именуются здесь как Группа «Открытие». Otkritie Capital – это мировое торговое наименование Группы «Открытие» и ее аффилированных обществ по всему миру, а также является рыночной маркой, под которой Otkritie Securities Limited ведет деятельность по инвестиционному анализу в Соединенном Королевстве. Более подробную информацию о структуре группы и ее аффилированных обществах можно найти на сайте www.otkritie.com/en/about/business_structure/. Настоящий отчет подлежит распространению только при обстоятельствах, разрешенных применимым законодательством. никоим образом данный отчет или любая его часть не представляет собой ни заявление, что любая описанная здесь инвестиционная стратегия или рекомендация подходит или предназначена для конкретных обстоятельств получателя данного отчета, ни иную личную рекомендацию.

Отчет публикуется только для информационных целей. Он не является рекламой и не должен рассматриваться как навязывание услуг или предложение купить или продажи каких-либо ценных бумаг. Представленная здесь информация не составляет проспект ценных бумаг для целей Директивы ЕС 2003/71/ЕС или Федерального закона № 39-ФЗ от 22 апреля 1994 (с поправками) Российской Федерации «О рынке ценных бумаг». Любое решение приобрести ценные бумаги по планируемой оферте следует быть принято на основании информации, содержащейся в окончательном проспекте, опубликованном в отношении такой оферты. В данном отчете не дается ни прямых, ни косвенных заявлений или гарантий в отношении точности, полноты или надежности содержащейся в нем информации, за исключением информации, касающейся ОАО ФК «Открытие», ее дочерних и аффилированных обществ. Также целью данного отчета не является полный обзор ценных бумаг, рынков или исследований, указанных в данном отчете. Группа «Открытие» не гарантирует инвесторам получение прибыли, не намерена разделять с инвесторами инвестиционные доходы, и не несет ответственности за любые инвестиционные убытки. Инвестиции подразумевают под собой риски и, принимая инвестиционные решения, инвесторы должны руководствоваться разумием. Инвестирование в развивающиеся рынки, такие как Россия и другие страны СНГ, и ценные бумаги развивающихся рынков подразумевает высокую степень риска, и прежде чем инвестировать, инвесторам рекомендуется провести свою собственную экспертизу. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Ценность любой инвестиции или дохода может как снизиться, так и вырасти, и инвестированную сумму не всегда можно будет вернуть. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, может быть изменено без предварительного уведомления, и может отличаться или даже быть противоположным мнению, выраженному другими бизнес - единицами или подразделениями Группы «Открытие», так как ими применяются разные критерии и предположения. Объект анализа определяется, обновляется и отклоняется только на единоличное усмотрение руководства аналитического отдела Группы «Открытие». Представленные здесь аналитические выводы базируются на множестве предположений. Различные предположения могут привести к фактически различным результатам. Аналитики, ответственные за подготовку данного отчета, могут взаимодействовать с персоналом отдела торговых операций, отдела продаж и других подразделений с целью сбора, систематизации и интерпретации информации о рынке. Группа «Открытие» не обязана следить за обновлением и актуальностью содержащейся здесь информации. При контроле потока информации из одного подразделения Группы «Открытие» в другое, Группа «Открытие» полагается на информационные барьеры. Размер вознаграждения аналитиков, подготовивших данный отчет, определяется исключительно руководством аналитического отдела и высшим руководством (за исключением инвестиционно-банковской деятельности). Размер вознаграждения аналитиков не зависит от доходов от инвестиционно-банковской деятельности, но может быть связан с доходами, полученными в результате инвестиционно-банковской деятельности ОАО ФК «Открытие» в целом, частью которой является инвестиционно-банковское производство, продажи и торговые операции.

Описанные здесь ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или для определенных категорий инвесторов. Опционы, производные инструменты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Залоговые и обеспеченные активами ценные бумаги могут повлечь высокую степень риска и могут быть очень зависимыми от колебаний процентных ставок и других рыночных условий. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Курсы обмена валют могут негативно сказаться на стоимости, цене или доходности любой ценной бумаги или инструмента, упомянутого в настоящем отчете. Для заключения сделки или по другим возникающим вопросам клиентам следует обратиться к местным торговым представителям. Ни ОАО ФК «Открытие», ни любое из ее зависимых обществ, ни любой член Группы «Открытие» или директор, сотрудник или агент не несет никакой ответственности за ущерб, причиненный в результате использования всего данного отчета или его части. Что касается финансовых инструментов, допущенных к торговле на российском или ином регулируемом рынке: ОАО ФК «Открытие», ее аффилированные и дочерние общества (за исключением Otkritie Inc.) могут выступать в роли маркетмейкера или оферента ликвидности в отношении финансовых интересов таких эмитентов. Группа «Открытие» и ее аффилированные общества и сотрудники могут иметь длинные или короткие позиции, торговать за счет собственного капитала и покупать и продавать указанные здесь инструменты или их производные.

Цены, указанные в настоящем отчете представлены только для информации и не являются оценкой конкретной ценной бумаги или другого инструмента. Мы не гарантируем, что сделка, которая возможно будет заключена, будет совершена по указанным здесь ценам. Мы также не гарантируем, что указанные цены обязательно отражают данные внутреннего учета и отчетности Группы «Открытие» или оценку, основанную на теоретической модели, и могут быть основаны на определенных предположениях. Различные предположения, используемые Группой «Открытие» или иными источниками, могут привести к совершенно разным результатам.

Соединенное Королевство и остальная часть Европы: Если иное не указано в данном документе, этот материал передается Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО ФК «Открытие», лицам, являющимся уполномоченными контрагентами или профессиональными клиентами и доступен только для таких лиц. Содержащаяся здесь информация не предназначена для розничных клиентов, соответственно им не следует на нее полагаться. Общество Otkritie Securities Limited уполномочено и регулируется Управлением по финансовым услугам (FSA). Исследования, проводимые под торговой маркой Otkritie Capital, соответствуют всем требованиям FSA и законодательства о раскрытии информации, о чем в тексте отчета даны соответствующие отсылки.

Россия: Распространяется Московским представительством Otkritie Securities Limited. **США:** Распространяется резидентом США через Otkritie Inc., являющейся членом Агентства по регулированию деятельности финансовых институтов и Корпорации защиты фондовых инвесторов, или группой, дочерним или аффилированным обществом ОАО ФК «Открытие», не зарегистрированным в США как брокер-дилер (зависимое общество, незарегистрированное в США) только крупнейшим институциональным инвестором США. При передаче отчета, подготовленного иным незарегистрированным в США зависимым обществом, гражданам США Otkritie Inc. несет ответственность за его содержание.

Все сделки, совершаемые резидентом США относительно ценных бумаг, указанных в настоящем отчете, должны осуществляться через Otkritie Inc., а не через иное аффилированное общество, не зарегистрированное в США. Несмотря на то, что оно несет ответственность за содержание настоящего отчета при передаче его инвесторам США, Otkritie Inc. не принимало участие в составлении настоящего отчета, а аналитики, проводившие аналитические исследования для данного отчета и нанятые любым незарегистрированным в США аффилированным обществом Otkritie Inc. не являются зарегистрированными/квалифицированными аналитиками Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи, и следовательно на них не распространяется ограничительное действие правил Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи по общению с исследуемой компанией, публичным выступлениям и торгуемым ценным бумагам, удерживаемым на счету аналитиков. Среди прочего, это означает, что юридическое лицо и аналитики, издавшие данный отчет, не обязаны выполнять требования по раскрытию информации и иных нормативных актов США, которые распространяются на Otkritie Inc. и его сотрудников и агентов.

Раскрытие информации в составленных Otkritie Securities Limited аналитических отчетах совершается и руководствуется законодательством Англии.

Группа «Открытие» особо запрещает дальнейшее распространение данного материала полностью или частично без письменного разрешения Группы «Открытие» и не несет ответственности за действия третьих лиц в результате такого распространения. В материалах могут быть изображены объекты или элементы, защищенные авторским правом третьих лиц, законом о торговых марках и иной интеллектуальной собственности. © Otkritie Capital 2011. Основной символ и наименование Otkritie Capital находятся среди зарегистрированных и незарегистрированных торговых марок Группы «Открытие». Все права защищены.

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ**Александр Бурганский**

Начальник аналитического департамента
alexander.burgansky@otkritie.com
+7 (495) 213 1825

Рынок акций**Владимир Савов**

Начальник департамента
vladimir.savov@otkritie.com
+7 (495) 213 1826

Стратегия**Том Манди**

thomas.mundy@otkritie.com
+7 (495) 213 1833

Павел Марьясов

pavel.maryasov@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4415

Экономика**Владимир Тихомиров**

vladimir.tikhomirov@otkritie.com
+7 (495) 213 1829

Полина Бадасен

polina.badasen@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4663

Нефть и газ**Александр Бурганский**

alexander.burgansky@otkritie.com
+7 (495) 213 1825

Вадим Митрошин

vadim.mitroshin@otkritie.com
+7 (495) 213 1828

Татьяна Калачова

tatiana.kalachova@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4717

Андрей Богданович

andrey.bogdanovich@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4320

Банки**Владимир Савов**

vladimir.savov@otkritie.com
+7 (495) 213 1826

Ольга Найденова

olga.naydenova@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4395

Электроэнергетика**Сергей Бейден**

sergey.beiden@otkritie.com
+7 (495) 213 1835

Вадим Паламарчук

vadim.palamarchuk@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4401

Металлургия**Роберт Манс**

robert.mantse@otkritie.com
+7 (495) 213 1832

Денис Габриелик

denis.gabrielik@otkritie.com
+7 (495) 213 1831

**Телекоммуникации,
медиа, ИТ****Александр Венгранович**

alexander.vengranovich@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4307

**Потребительский рынок,
недвижимость****Михаил Терентьев**

mikhail.terentiev@otkritie.com
+7 (495) 213 1834

Транспорт**Ирина Ступаченко**

Irina.Stupachenko@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4294

**Химия, машиностроение,
инфраструктура****Игорь Краевский**

igor.kraevsky@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4369

Александр Чуриков

alexander.churikov@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4435

Долговой рынок**Рональд Солберг**

Начальник департамента
ronald.solberg@otkritie.com
+44 20 7826 8259

Стратегия**Кредитная стратегия****Брюс Гудвин**

bruce.goodwin@otkritie.com
+44 20 7826 8265

Суверенные и локальные рынки**Вадим Соболевский**

vadim.sobolevski@otkritie.com
+44 20 7826 8211

Рублевые облигации**Евгений Воробьев**

evgeny.vorobiev@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4331

Еврооблигации**Дмитрий Поляков**

dmitry.poliakov@otkritie.com
+44 20 7826 8205

Наргиз Садыхова

nargiz.sadykhova@otkritie.com
+44 20 7826 8268

Рублевые облигации**Александр Афонин**

alexander.afonin@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4309

Ольга Николаева

olga.nikolaeva@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4397

Максим Гребцов

maksim.grebtsov@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4340

Количественный анализ**Гарэт Весселс**

gareth.wessels@otkritie.com
+44 20 7826 8255

Искандер Абдуллаев

iskander.abdullaev@otkritie.com
+7 (495) 777 5656, доб. 4300

Том Спенсер

tom.spencer@otkritie.com
+44 20 7826 8254