



Ежедневный обзор долговых рынков от 18 ноября 2009 г.

Содержание:

Долговые рынки	1
Денежный рынок и макроэкономика	2
Кредитный комментарий	2
Приложение: календарь событий	5

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Обзор ситуации на денежном рынке

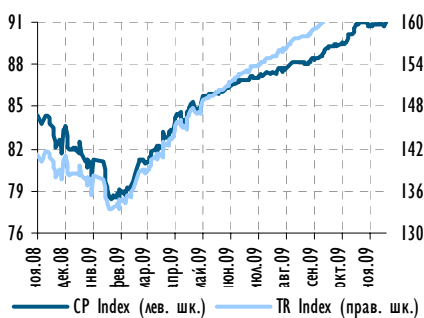
КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Результаты МРСК Юга за 3кв2009

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

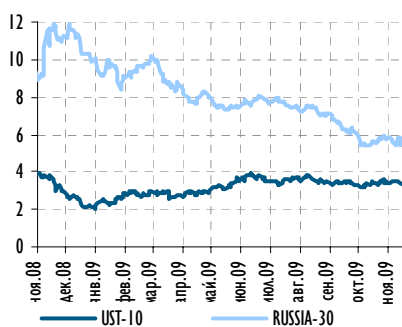
- Погашение М.видео Финанс-1, ОХЗ Инвест-1
- Возврат ЦБ беззалоговых кредитов
- Возврат Минфину средств бюджета с депозитов

Индексы корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Reuters, ММВБ, расчеты Газпромбанка

Доходности UST-10 и еврооблигаций Россия-30



Источник: Reuters

Рыночные индикаторы

	Знач. закр.	Изм. к пред. дню	Изм. к 01/01
Индикаторы валютного рынка			
EUR/USD*	1,489	-0,5% ▼	12,8% ▲
USD/RUR*	28,77	0,3% ▲	-10,6% ▼
Корзина валют/RUR*	35,09	0,0% ▼	-0,7% ▼
Индикаторы денежного рынка			
Остатки на корп. счетах, млрд руб.	545,30	10,0% ▲	-36,5% ▼
Остатки на депозитах, млрд руб.	341,60	-9,5% ▼	71,7% ▲
ON-MOSPRIME	5,3	0,3 ▲	-11,5 ▼
3M-MOSPRIME	7,5	-0,1 ▼	-14,5 ▼
3M-LIBOR	0,3	0,0 ▼	-1,3 ▼
6M-NDF	29,60	-0,1% ▼	-15,5% ▼
12M-NDF	30,54	0,4% ▲	-18,7% ▼
Индикаторы долгового рынка			
UST-2	0,765	0,004 ▲	-0,003 ▼
UST-10	3,331	0,004 ▲	1,248 ▲
Russia-30	5,312	-0,002 ▼	-4,879 ▼
EMBI+	305	3 ▲	-385 ▼
EMBI+ Russia	224	0 ■	-502 ▼
Индикаторы товарного рынка			
Urals, долл./барр.	76,7	0,3% ▲	120,6% ▲
Brent, долл./барр.	77,7	0,4% ▲	114,7% ▲
Индикаторы фондового рынка			
PTC	1 473	-0,61% ▼	149,6% ▲
Dow Jones	10 437	0,29% ▲	25,8% ▲

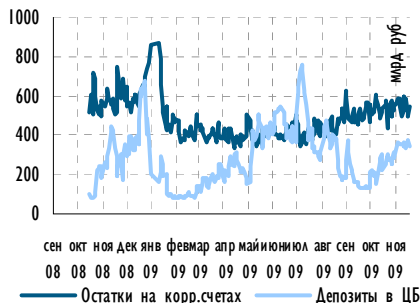
*-данные на 8 утра текущего дня

Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка



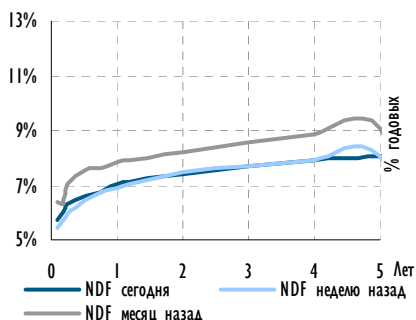
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах в Банке России, млрд руб.



Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. США (NDF)



Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка

Обзор ситуации на денежном рынке

Ситуация на зарубежных денежных рынках продолжает улучшаться. Долларовый LIBOR на срок 1 год во вторник опустился чуть ниже 1,06% годовых, что соответствует уровню середины 2003 г. Спред между стоимостью заимствования на МБК и доходностью краткосрочных КО оставался практически неизменным на уровне 21,7 б.п. Его текущее значение по-прежнему находится на докризисном уровне, что свидетельствует об отсутствии дефицита ликвидности. Стоимость хеджирования процентного риска долларовых активов во вторник оставалась на уровне 19,4 б.п., однако утром в среду опустилась до 15,04%, что является минимальным значением за последний год.

Доллар вчера укрепился в результате перетока средств из высокорискованных активов в долларовые на фоне опасений медленного восстановления мировой экономики после кризиса. Котировка пары евро–доллар в течение дня опускалась до 1,4808, однако впоследствии вернулась на уровни 1,4875–1,4895. По отношению к рублю доллар подорожал на 12 коп. – до 28,81, евро подешевел на 13,0 коп. – до отметки в 42,77 руб. По итогам сессии стоимость бивалютной корзины снизилась на 6,5 коп. – до 35,07 руб. Динамика беспоставочных фьючерсов на рубль предполагает, что в перспективе ближайших 3–6 мес. котировки российской валюты будут находиться в диапазоне 29,2–29,6 руб. за доллар.

На рублевом рынке МБК ситуация продолжила улучшаться: уровень трехмесячной ставки MOSPRIME опустился в четверг еще на 7 б.п. – до 7,54%. Отметим, что трехмесячные ставки NDF находятся в районе 6,1%, что свидетельствует об ожиданиях дальнейшего понижения стоимости заимствования в рублях. Таким образом, участники рынка, по всей видимости, закладывают ожидания дальнейшего ослабления монетарной политики со стороны ЦБ в текущие рыночные котировки.

Анна Богдюкевич
+7 495 980 4182

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

МРСК Юга
S&P/Moody's/Fitch - / - / -

Результаты МРСК Юга за 3кв2009

Финансовые результаты – восстановление продолжается. Выручка МРСК Юга в третьем квартале почти не изменилась по сравнению с 2кв09 на фоне стабильной динамики полезного отпуска электроэнергии в сеть. В то же время, динамика прибыли была более впечатляющей: EBITDA выросла на 16% квартал к кварталу, обеспечив рост нормы прибыли EBITDA до 29% (25% во втором квартале 2009 и 8% в 1кв09).

Низкая рентабельность в первом квартале, традиционно «сильном» с точки зрения операционных показателей, и ее рост в течение 2–3 кв, в существенной степени является следствием фактора сезонности: в зимний период объемы отпуска электроэнергии в сеть больше, как следствие, выше показатель потерь (11,2% в 1кв09, по сравнению с 7,1% во 2кв09 и 5,5% в 3кв09). Более высокие потери отражаются в более существенных затратах на покупку энергии для компенсации потерь в сетях: в 1кв09 расходы на покупную энергию составляли 24% выручки, во 2кв09 – 3кв09 – 12% и 10% соответственно. Влияние «сезонного» фактора в этом году, как мы понимаем, было усугублено недостаточным уровнем компенсации потерь, заложенным в тариф одного из филиалов (Волгоградэнерго). Сетевые компании, как правило, имеют довольно ограниченное влияние на конечное решение региональных органов по тарифам – стоит отметить, что влияние этого риска в среднесрочной перспективе будет снижаться, по мере перехода на новую систему тарифообразования (РАВ).



На другой чаше весов – нерешенные проблемы на уровне оборотного капитала... В третьем квартале МРСК Юга была вынуждена профинансировать существенное увеличение оборотного капитала на фоне продолжившегося роста дебиторской и одновременного сокращения кредиторской задолженности. Дебиторская задолженность выросла на 3 млрд руб (примерно на треть), при этом доля просроченной задолженности в общем объеме задолженности покупателей и заказчиков выросла с 43% на конец второго квартала до 50% на 1 октября 2009. Насколько мы понимаем, основной объем просроченной задолженности приходится на филиал Волгоградэнерго. В частности, заметная доля приходится на долг региональной сбытовой компании Волгоградэнергосбыт, с которой МРСК Юга вела спор за статус «держателя котла» - компании, контролирующей распределение тарифной выручки от передачи энергии (сейчас в регионе два «держателя котла»). По комментариям компании, в настоящий момент МРСК Юга ведет активную работу по взысканию задолженности.

...ограничивающие возможности финансирования инвестиций. На фоне существенных потребностей в финансировании оборотного капитала, объем капитальных вложений в третьем квартале был сравнительно небольшим. По данным квартального отчета, компания освоила около 475 млн руб инвестиций, в сумме за 9мес09 освоено 1,1 млрд руб. (стоит отметить, что объем «освоения» может не совсем точно отражать реальный отток средств на капитальные вложения, учитывая различные графики оплаты подрядных работ, и т.п.). Для того, чтобы не допустить значительного отставания от плана по инвестициям (5,5 млрд руб на 2009 год и 6,4 млрд руб в 2010), компании необходимо будет направить на капитальные вложения существенный объем средств в 4кв09 – 1кв10. При этом, МРСК Юга нужно будет рассчитывать в основном на собственные источники (прибыль, высвобождение средств из оборотного капитала), учитывая довольно ограниченные возможности дальнейшего роста долга.

Долговая нагрузка близка к предельному уровню, структура улучшилась после размещения облигаций. Совокупный долг МРСК Юга в 3кв09 вырос на 4 млрд руб до 14,2 млрд руб – порядка трети размещенного займа (6 млрд руб) было направлено на рефинансирование. Мы отмечаем, что условия oferty по облигациям предполагают установление предельного уровня долга на уровне 15 млрд руб, что оставляет довольно небольшой потенциал увеличения кредитного плеча с текущих уровней. В терминах «Чистый Долг / EBITDA» долговая нагрузка МРСК Юга составляет 3x (мы используем EBITDA за последние 12 месяцев), при ковенанте 4x, прописанной в оффере и отслеживаемой на основании годовой отчетности.

Краткосрочная задолженность МРСК Юга на 01/10/09 составлял 1,7 млрд руб – мы полагаем, что у компании есть возможность рефинансировать краткосрочные обязательства новыми кредитами. В частности, в конце октября Связь-Банк открыл МРСК Юга две кредитных линии объемом 1,9 млрд руб сроком на три года.

Перспективы 2010: ставка на RAB. В течение следующего года, как ожидается, большинство распределительных компаний в России должны перейти на новую систему RAB-тарифов, устанавливаемых на пять лет. Как следствие, денежные потоки сетевых компаний станут более предсказуемыми, что облегчит доступ к долгосрочному заемному финансированию на реализацию инвестиционной программы. На наш взгляд, переход на новую систему ценообразования должен стать одним из «факторов поддержки» кредитного качества МРСК Юга в следующем году.

Консолидацию МРСК слишком рано закладывать в цену. В отличие от ввода RAB, фактор возможной консолидации МРСК и перехода на единую акцию (потенциальный вариант развития, о котором упоминал генеральный директор МРСК Холдинга), закладывать в оценку кредитного профиля сетевых компаний (в т.ч. МРСК Юга) пока преждевременно. Опуская тот факт, что объединение расходится с изначальной идеей реформ в энергетике (демонополизация отрасли), мы отмечаем, что этот процесс потребует согласования большого числа интересов – в частности миноритарных акционеров МРСК. На наш взгляд, даже если окончательное решение в пользу объединения и будет принято, процесс может существенно затянуться. Учитывая последнее, мы полагаем, что риск МРСК Юга до офферы в 2011 году стоит рассматривать как риск отдельной компании.



С момента выхода на вторичный рынок в сентябре доходность МРСК Юга снизилась с 18,27% к двухлетней оферте до 14,04% по состоянию на 17/11/09 на фоне общего позитивного тренда в рублевых бумагах (снижение доходности выпуска примерно соответствует снижению кривой NDF за этот же период). На наш взгляд, потенциал дальнейшего роста бумаги будет определяться общими настроениями на рынке. При этом, в сравнении с другими выпусками второго эшелона, мы отдаем предпочтение облигациям Акрона, которые торгуется с близкой доходностью и дюрацией к МРСК Юга, однако при этом имеют перспективы включения в ломбардный список после недавнего получения кредитного рейтинга от Fitch на уровне «B+».

МРСК Юга: финансовые показатели по РСБУ за 3кв09

	3кв09	2кв09	3кв09/2кв09, %	3кв09/3кв08, %	9М09
Выручка, млн руб.	4 821	4 680	3%	36%	13 947
ЕБИТДА, млн руб.	1 399	1 202	16%	213%	2 929
Чистая прибыль, млн руб.	144	23	526%	-154%	-394
Рентаб. по ЕБИТДА (пр. шк.)	29%	26%	+3 п.п.	+12 п.п.	21%
Долг	14 164	9 435			14 164
Чистый долг / ЕБИТДА за 12 мес	3,0	2,7			3,0
ЕБИТДА / Проценты	2,4	2,0			2,4
Изменение оборотного капитала	4 216	-120			

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
+7 495 988 2492



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
18.11.09	Погашение М Видео Финанс-1	2 000
	Погашение ОХЗ Инвест-1	900
	Возврат ЦБР беззалоговых кредитов	15 000
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	15 000
19.11.09	Оферта Адамант Финанс-2	2 000
	Оферта Инпром-3	1 300
	Оферта Парнас-М-2	1 000
	Погашение Разгуляй БО-11	1 000
	Погашение ВостокЦемент-1	800
	ЦБР проведет депозитные аукционы на сроки 4 недели, 3 месяца	
20.11.09	Оферта Корпорация железобетон-1	1 000
	Уплата 1/3 НДС за 3-ий кв. 2009	
23.11.09	Оферта Газпромбанк-4	20 000
	Оферта Уралсвязьинформ-6	2 000
24.11.09	Оферта Бахетле-1	1 000
	Оферта Спортмастер-Финанс-1	3 000
	Погашение Гидромашсервис-1	1 000
	Погашение Хабаровский Край 31006	1 000
	ЦБР проведет ломбардные аукционы на сроки 2 недели, 3 месяца	

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
30.11.09	Х5: неаудированная финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2009 г.
19.11.09	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2009 г.
ноябрь	Мечел: финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2009 г.
ноябрь	Газпром: финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2009 г.
конец ноября	РусГидро: финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2009 г.
19.11.09	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2009 г.
23.11.09 - 27.11.09	НАМК: отчетность по US GAAP	3-й кв. 2009 г.
30.11.09	Х5: неаудированная финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2009 г.
05.11.09	Дальсвязь: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2009 г.
с 1-го числа календарного месяца	Изменение ставки экспортной пошлины на нефть и нефтепродукты	
12-е - 17-е число каждого месяца	Публикация расчетной величины экспортной пошлины на следующий месяц	
до 15-го числа месяца, следующего за расчетным	Пересмотр ставки НДС	
до 25-го числа месяца, следующего за расчетным	Уплата НДС	
до 20-го числа месяца, предшествующего месяцу поставки	Уплата 50% экспортной пошлины (нефть и нефтепродукты)	
до 20-го числа месяца, следующего за месяцем поставки	Уплата 50% экспортной пошлины (нефть и нефтепродукты)	

Источник: данные Компаний, Bloomberg, Reuters

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом и долговом рынках****Андрей Богданов**
Артем Архипов
Анна Богдюкевич+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Управление рынков
заемного капитала****Игорь Ешков**Директор
+7 (495) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж
долговых инструментов****Андрей Миронов**
начальник управления+7 (495) 428 23 66
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Продажи****Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Илья Ремизов**
+7 (495) 983 1880
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Сергей Яблонский**
+7 (495) 719 17 74
sy@gazprombank.ru
Трейдинг**Александр Семенников**
+7 (495) 988 2373
Alexander.Semennikov@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромущин**
Дмитрий Котляров+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**
Анна Курбатова+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов**
Яков Яковлев+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов**
Анна Богдюкевич+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов
фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**
+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Андрей Блохин**
+7 (495) 983 17 28
Andrey.Blokhin@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор
+7 (495) 988-24-11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.