

Ежедневный обзор долговых рынков от 19 марта 2012 г.

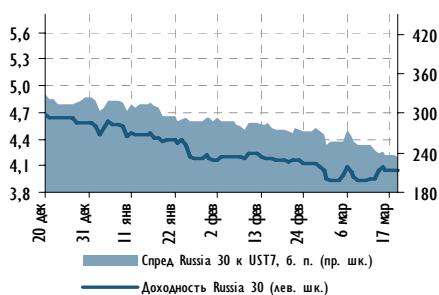


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,318	▲ 0,7%	1,7%	
USD/RUB	29,25	▼ -0,4%	-9,0%	
Корзина валют/RUB	33,44	▲ 0,1%	-8,3%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	759,5	▲ 38,2	-387,9	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	109,6	▲ 2,6	-99,1	
MOSPRIME о/п	5,3	▲ 0,3	-0,3	
3M-MOSPRIME	6,7	▼ 0,0	-0,5	
3M-LIBOR	0,47	■ 0,0	-0,1	
Долговой рынок				
UST-2	0,36	▼ 0,0	0,1	
UST-10	2,30	▲ 0,0	0,4	
Russia 30	4,09	▼ 0,0	-0,5	
Russia 5Y CDS	166	▼ -2,9	-109,5	
EMBI+	301	▼ -1	-76	
EMBI+ Russia	228	▼ -4	-93	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	123,52	▲ 2,3%	16,8%	
Золото, долл./унц.	1660,0	▲ 0,1%	6,2%	
Фондовый рынок				
PTS	1 748	▼ -0,4%	26,5%	
Dow Jones	13 233	▼ -0,2%	8,3%	
Nikkei	10 130	▲ 0,1%	19,8%	

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ По итогам последнего рабочего дня прошлой недели основные фондовые индексы показали смешанную динамику: DJIA потерял 0,15%, S&P 500 вырос на 0,11%. Негатива рынкам добавило неожиданно слабое значение индекса потребительской уверенности Мичиганского университета (74,3 п. против ожидавшихся 76 п.) и данные по промпроизводству в феврале (0,0% против 0,4%). Сегодня с утра фьючерсы на основные заокеанские индексы находились в положительной зоне. Доходность UST10 после очередной попытки в пятницу взять 2,35%, сегодня с утра находилась в районе 2,30%.
- ▶ Курсу евро в пятницу удалось восстановить часть утерянных ранее позиций по отношению к доллару – до 1,317 долл. (+0,8%), после выхода февральского ИПЦ, который свидетельствует о замедлении базовой инфляции, что породило спекуляции о возможности стимулирующих мер.
- ▶ Сегодня должен состояться аукцион по определению восстановительной стоимости по греческим CDS (прогнозируется в районе 22%), нетто объем которых на начало марта оценивался на уровне 3,2 млрд долл. Негативных сюрпризов по итогам расчетов мы не ожидаем. Объем платежей по контрактам – порядка 2,5 млрд долл.
- ▶ По данным EPFR, облигационные фонды развивающихся рынков зафиксировали дальнейший рост притока денежных средств (2-е значение с апреля 2010 г.), что, на наш взгляд, должно оказать поддержку и российскому рынку еврооблигаций, где центральными событиями станут презентации новых выпусков Минфина (с 19 по 27 марта) и РЖД (с 19 по 21 марта).
- ▶ «Тридцатка» завершила день в районе 119,125%, прибавив порядка ¼ фигуры, CDS-спред сузился до 166 б.п. (-3 б.п.).
- ▶ Рынок **рублевого долга** завершил неделю на позитивной ноте – ликвидные выпуски ОФЗ в пятницу закрылись на 5–10 б.п. выше по сравнению с уровнями предыдущего закрытия. В корпоративном сегменте спросом пользовались выборочные голубые фишки – в частности, Газпрнеф11 (+25 б.п.), во втором эшелоне покупали среднесрочные выпуски телекомов: МТС-4 (+18 б.п.), ВК Инвест-3 (+49 б.п.).
- ▶ На денежном рынке пятница прошла без каких-либо изменений: ставки о/п для банков первого круга колебались в довольно широком диапазоне 4,0–5,25%. На сегодняшнее утро чистая денежная позиция банков несколько улучшилась (рост примерно на 10 млрд руб. до -97 млрд руб.). В то же время мы не исключаем ухудшения показателя на этой неделе на фоне предстоящих налоговых выплат (завтра – уплата трети НДС за 4К11).

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Русал (NR):** результаты по МСФО за 4К11 и 2011 г.
- ▶ **ТМК (B+/B1/-):** отчетность за 4К11 и 2011 г. по МСФО. Спред TRUBRU18 к EVRAZ18 по-прежнему слишком широк

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Россия** начало роад-шоу еврооблигаций Минфина и РЖД
- ▶ **США:** выступление Уильяма Дадди, главы ФРБ Нью-Йорка

Русал
S&P/Moody's/Fitch

NR

Русал: результаты по МСФО за 4К11 и 2011 г.

Новость: Сегодня утром ОК «Русал» представила свои результаты по МСФО за 4К11 и весь 2011 год. В целом показатели отчетного квартала оказались ожидаемо слабыми на фоне снижения цен на алюминий. В то же время мы полагаем, что 1К12 должен быть более успешным за счет восстановления стоимости металла по сравнению с уровнем конца 2011 года. Мы также обращаем внимание на отсутствие погашений по долгу в 2012 году и на новые договоренности с кредиторами по поводу каникул по ковенантам, что, на наш взгляд, обеспечивает компании определенный запас прочности на случай новой просадки товарных рынков.

Комментарий: Выручка ОК «Русал» сократилась в 4К11 на 11% кв/кв, при этом EBITDA снизилась почти вдвое на фоне 13%-ного снижения средней цены на алюминий на LME – цены на металл опускались ниже 2 000 долл./т. Рентабельность EBITDA опустилась на 8,7% кв/кв. При этом мы отмечаем, что негативный эффект от снижения цен был отчасти компенсирован небольшим сокращением стоимости электроэнергии (-5% кв/кв) и общим снижением удельных издержек производства алюминия – на 1,4% кв/кв до 1952 долл./т.

За весь 2011 год Русал показал 12%-ный рост выручки и небольшое (-3% кв/кв) сокращение EBITDA, норма прибыли сократилась до 20,4% (-3,2 п.п.), отразив рост расходов на сырье и тарифов на транспортировку и электроэнергию.

Компания ожидает, что внешняя волатильность (проблемы в экономике еврозоны и замедление роста в Китае) будет по-прежнему оказывать давление на перспективы рынка металлов в ближайшие месяцы. При этом в целом в 2012 году рынок алюминия будет оставаться сбалансированным, что должно оказать поддержку ценам – Русал ожидает увидеть признаки восстановления во 2-м квартале 2012 года.

Мы полагаем, что результаты 1К12 должны оказаться лучше 4К11 за счет увеличения цен на алюминий: средняя цена с начала года на 5% выше (2 224 долл./т) уровня 4К11 (2 110 долл./т). При этом удельные затраты компании остаются ниже отметки 2 000 долл./т.

Мы отмечаем довольно неплохие результаты на уровне свободного денежного потока, который составил 204 млн долл. (в 3К11 – небольшое положительное значение 11 млн долл.). Поддержку денежным потокам оказало высвобождение средств из оборотного капитала (123 млн долл. за 4К11).

На фоне ухудшения рентабельности в 4К11 левэридж в терминах «Чистый долг/12М EBITDA» вырос до 4,4х (по сравнению с 3,85х на 30/09/2011). Соотношение «Чистый долг/EBITDA», используемое в расчете ковенант по кредитным соглашениям, по данным Русала, составляет 3,4х. Мы отмечаем довольно комфортный график погашений: выплаты по долгу начинаются с 2012 г., и в течение 2013–2015 составляют 1,3–1,5 млрд долл., пиковым является 2016 год – 6,5 млрд долл.

В январе 2012 компания выплатила 500 млн долл. в рамках транша А предэкспортного кредита, привлеченного в сентябре 2011 г., за счет новой 5-летней кредитной линии Сбербанка. Кроме того, Русал договорился с банками-участниками синдиката о возможности 12-месячных «каникул» по ковенантам, которые компания может объявить, начиная с любого квартала текущего года (что увеличит ставку по кредиту на 0,55-1,4% в зависимости от расчетного показателя «Чистый Долг/EBITDA»: максимальная надбавка – в случае превышения порога 5х). Договоренности с кредиторами, а также отсутствие погашений в 2012 г., на наш взгляд, обеспечивают Русалу определенный запас прочности на случай развития негативного сценария на мировых товарных рынках.



ОК «Русал», основные финансовые показатели по МСФО, млн долл.

	2009	2010	2011	г/г	3К11	4К11	кв/кв
Выручка	8 165	10 979	12 291	12%	3 162	2 806	-11%
ЕБИТДА	608	2 597	2 512	-3%	705	382	-46%
Рентабельность по ЕБИТДА	7,4%	23,7%	20,4%	-3,2 п.п.	22,3%	13,6%	-8,7 п.п.
Операционный денежный поток	321	1 115	1 230	10%	187	397	112%
Капитальные вложения	-420	-361	-608	68%	-176	-193	10%
Свободный денежный поток	-99	754	622	-18%	11	204	1755%
Всего активов	23 886	26 525	25 345	-4%	26 135	25 345	-3%
Собственный капитал	6 332	11 456	10 539	-8%	11 619	10 539	-9%
Совокупный долг, в том числе	13 869	11 963	11 695	-2%	11 459	11 695	2%
доля краткосрочного долга	21,3%	12,4%	6,3%	-5,9 п.п.	15,0%	6,3%	-8,2 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	236	491	646	32%	540	646	20%
Показатели							
Долг/Собственный капитал, х	2,19	1,04	1,11	-	0,99	1,11	-
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	0,56	2,28	2,08	-	2,52	2,08	-
Чистый долг/ЕБИТДА, х	22,42	4,42	4,40	-	3,85	4,40	-
Долг/Свободный денежный поток, х	отр.	15,87	19,75	-	9,77	19,75	-

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92

ТМК: отчетность за 4К11 и 2011 г. по МСФО. Спред TRUBRU18 к EVRAZ18 по-прежнему слишком широк

ТМК
S&P/Moody's/Fitch

B+/B1-

Новость: ТМК в пятницу опубликовала результаты за 4К11 по МСФО. Хотя они не отражают какого-либо заметного улучшения кредитного профиля ТМК, мы отмечаем позитивный прогноз компании на 1К12. При текущем спреде к кривой Евраз (около 90 б.п. по Z-спреду) евробонд TRUBRU18, на наш взгляд, по-прежнему представляет интерес для покупки: справедливый спред мы оцениваем на уровне 50–75 б.п..

Комментарий: Отметим ряд важных моментов отчетности:

Выручка компании в 4К11 осталась без изменений по сравнению с 3К11 на фоне 3%-ного роста продаж. По итогам всего года выручка увеличилась на 21% (продажи труб выросли на 6%).

Небольшой рост рентабельности кв/кв. Рентабельность по ЕБИТДА несколько увеличилась до 14% (с 13% в 3К11). Без учета результатов IPSCO рентабельность по ЕБИТДА российских и европейских заводов выросла на 1 п.п. (до 14% в 4К11). В североамериканском сегменте бизнеса показатель увеличился на 4 п.п. в квартальном сравнении до 15%. Рост рентабельности стал следствием улучшения продуктовой линейки: продажи труб нефтяного сортамента в целом по группе выросли на 28% кв/кв на фоне высокого спроса со стороны нефтегазовых компаний в России и США. Рентабельность также поддержало снижение расходов на закупку металлолома в России и снижение цен на заготовку в США в 3К11.

Позитивный прогноз на 1К12 и 2012. Компания представила позитивный прогноз на 1К12: ожидается рост показателя ЕБИТДА на фоне снижения цен на сталь в 4К11 (которое отражается в отчетности с временным лагом), а также благодаря дальнейшему улучшению структуры продаж. В ходе конференц-звонка менеджмент заявил, что рентабельность ЕБИТДА в 1К12 может «приблизиться к уровню 1К11» (18%).

Прогноз на 2012 г. также оптимистический: спрос на трубы нефтяного сортамента со стороны нефтегазовых компаний должен остаться высоким в России и в США. Продажи в этом сегменте, по оценкам менеджмента, вырастут в пределах 2–5% г/г, при этом по высокомаржинальным продуктам – резьбовым соединениям – компания ожидает увеличения на 50–70% г/г.

Рост свободного денежного потока в 4К11. Свободный денежный поток компании в 4К11 составил почти 60 млн долл. по сравнению с минус 8 млн долл. в 3К11 на фоне сокращения инвестиций в оборотный капитал и

снижения капитальных вложений. По итогам всего года показатель составил 97 млн долл. Свободный денежный поток после выплаты дивидендов в 4К11 достиг 35 млн долл.

Лeverидж: без изменений. Совокупный долг за квартал практически не изменился, а показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» несколько вырос (до 3,4х с 3,2х на 30 сентября 2011) из-за снижения скользящего показателя ЕБИТДА. График погашения долга ТМК на 2012 г. не должен вызвать трудностей: компании необходимо выплатить 552 млн долл. долга, а объем невыбранных кредитных линий на 31 декабря 2011 г. составлял 736 млн долл.

Из комментариев менеджмента в ходе конференц-звонка мы также хотели бы отметить следующее:

- ▶ Капитальные затраты в 2012 году будут на 10–20% выше уровня 2011 г., т.е. на уровне 440–480 млн долл. При этом компания планирует финансировать инвестиционную программу за счет собственных средств.
- ▶ ТМК не планирует привлекать средства в акционерный капитал в 2012 году, так как акции компании пока не достигли справедливой стоимости.
- ▶ Компания также не имеет конкретных планов по выходу на рынок еврооблигаций, хотя, судя по комментариям менеджмента в ходе конференц-звонка, такая возможность полностью не исключается в случае благоприятной рыночной конъюнктуры.

ТМК: ключевые результаты по МСФО, млн долл.

	2009	2010	2011	г/г	3К11	4К11	кв/кв
Продажи труб, тыс. т	2 769	3 962	4 185	6%	989	1 017	3%
Выручка	3 461	5 579	6 754	21%	1 604	1 602	0%
ЕБИТДА	328	942	1 050	11%	201	223	11%
Рентабельность по ЕБИТДА	9%	17%	16%	-1 б.п.	13%	14%	1 б.п.
Операционный денежный поток	416	44	500	1047%	116	148	28%
Капиталовложения	-395	-314	-402	28%	-123	-89	-27%
Свободный денежный поток	21	-271	97	-	-8	59	-
Совокупные активы	6 681	6 862	7 132	4%	6 943	7 132	3%
Собственный капитал	1 519	1 637	1 825	11%	1 803	1 825	1%
Совокупный долг	3 752	3 872	3 787	-2,2%	3 769	3 787	0,5%
Доля краткосрочного долга	41%	18%	16%	-2 б.п.	12%	16%	4 б.п.
Денежные средства и эквиваленты	244	161	231	43%	153	231	50%
Долговые коэффициенты							
Долг/Капитал	2,5	2,4	2,1	-	2,1	2,1	-
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	0,8	2,3	3,9	-	3,9	3,9	-
Чистый долг/ЕБИТДА, х	10,7	3,9	3,4	-	3,2	3,4	-
Долг/Свободный денежный поток, х	182	-14	39	-	-501	39	-

Источник: компания, Газпромбанк

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
19.03.12	Аукцион прямого РЕПО с ЦБ, срок 3 месяца	
20.03.12	Уплата 1/3 НДС за 4-й кв. 2011 г.	
21.03.12	Погашение Татфондбанк, 5	2 000
	Возврат ЦБ средств 3-месячного РЕПО, аукцион 19.12.11 г.	54 818
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	67 400
	Аукцион ОФЗ 26205	35 200
22.03.12	Купонные выплаты по ОФЗ	5 610
23.03.12	Погашение Магнит Финанс, 2	5 000
26.03.12	Оферта ММК БО-3	5 000
	Погашение НКНХ, 4	1 500
	Уплата акцизов, НДС	
27.03.12	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	20 000
28.03.12	Оферта Банк Санкт-Петербург БО-2	5 000
	Купонные выплаты по ОФЗ и ГСО-ППС	3 271
	Уплата налога на прибыль	
	Аукционы ОФЗ	38 430

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
26-30/03/2012	НММК: финансовые результаты по US GAAP	2011
28.03.12	Сбербанк: финансовые результаты по МСФО	2011
28.03.12	Евраз: финансовые результаты по МСФО	2011
19.04.12	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	2011
23.04.12	Башнефть: финансовые результаты по МСФО, телеконференция	2011
26.04.12	АФК "Система": финансовые результаты по US GAAP	4К11 и 2011
26.04.12	Татнефть: финансовые результаты по US GAAP	4К11
27.04.12	Газпром: финансовые результаты по МСФО, телеконференция	2011
02.05.12	ТНК-ВР International: финансовые результаты по US GAAP	1К12
11.05.12	Газпром нефть: финансовые результаты по US GAAP	1К12
15.05.12	Транснефть: финансовые результаты по МСФО, встреча с аналитиками	4К11 и 2011
23.05.12	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2К12
06.06.12	Башнефть: финансовые результаты по МСФО	1К12
21.08.12	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2К12
20.11.12	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3К12

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

Вице-президент — Начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Редакторская группа

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 — 2012. «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.