Ежедневный обзор долговых рынков

18 апреля 2011 г.



Доходности и спрэды		yield,%	б.п.
RUS_30	↑	4.703	0
RUS30_UST10 bp	↑	129	129
UST_10	↓	3.410	-9
UST_2	↓	0.697	-7
UST10-UST2 bp	↓	271	-2
EU_10	↓	3.378	-5
EU_2	↓	1.844	-2
EU10-EU2 bp	↓	153	-3
EMBI+ bp	↑	265	5
Денежный рынок			
LIBOR OIS US 3m	↓	16	0
LIBOR OIS EUR 3m	↓	17	-2
Mosprime o/n	↑	3.15	0.0
Mosprime 3m	↓	3.76	0.0
RUB NDF 3m,%	↑	4.94	1.6
К/с+депоз (млрд руб)	↓	1 367	-57.3
Кредитный риск CDS 5y			
Russia	↑	129	1
Greece	↑	1 222	84
Portugal	↑	602	10
Spain	↑	235	16
Italy	↑	143	4
Индексы		**цена**	**изм,%**
MSCI BRIC	↑	370	0.27
MSCI Russia	↑	1 074	0.21
Dow Jones	↑	12 342	0.46
RTSI	↑	2 030	0.08
VIX (RTS)	↓	*25*	*-2.95*
Валюты			
EUR/USD	↓	1.4441	-0.30
3m FWD rate diff	↑	*152*	*2*
RUB/USD	↓	28.131	-0.27
RUB/EUR	↓	40.611	-0.60
RUB BASK	↓	33.747	-0.45
Товары			
Urals $ / bbl	↑	120	1.05
Золото $ / troy	↑	1 487	0.85

На рынке

- В **кривой ОФЗ** остаются идеи на длинном конце (дюрация 3-5 лет), но с точки зрения волатильности ставок мы находимся в зоне 10 б.п. (0.5 % по цене) на пятилетнем сроке и 20 б.п. на трёхлетнем (1 %). Таким образом, в условиях внешней нестабильности динамика кривой должна быть достаточно изменчивой. Мы полагаем логичным предусматривать хеджирование рублёвого риска при заходе в длинные выпуски, о чем мы писали в апрельской стратегии «На рубль надейся, но сам не плошай».
- В конце прошлой недели **Кредит Европа Банк** (NR/Ba3/BB-) открыл книгу заявок на покупку трехлетних биржевых облигаций БО-01 на 5 млрд руб. Ориентир по доходности – 8.16 – 8.68 %. На наш взгляд, учитывая масштабы бизнеса, рейтинги эмитента и возможность поддержки со стороны материнской группы, справедливая доходность должна составлять 8.25 – 8.40 %.Таким образом, рекомендуем участвовать в выпуске, начиная с 8.25 – 8.30 %. В случае, если с учетом опасения роста 2-3-летних ставок, планируется продажа бумаги вскоре после выхода на вторичные торги, считаем целесообразным попробовать приобрести облигации под 8.5 %.
- **X5 Retail Group** опубликовал аудированные финансовые результаты за 4-й квартал и полный 2010 г., которые оказалась хуже прогнозов из-за рекордно низкого уровня валовой рентабельности вследствие инвестиций в цены и сокращения денежного потока почти на 50 %, вызванного резким ростом инвестиций в оборотный капитал, вызванных введением закона о торговле. На наш взгляд, сохраняется идея игры на сужении спрэда выпусков X5 и приобретенной им Копейки, интеграция которой будет завершена уже в этом году.
- Америка с опасение ждет отчетностей, Европа в долгах, а Китай предсказуемо повысил ставки. Но внешний негатив на рынок российских еврооблигаций пока влияет мало: корпоративные доходности снижаются, а первичный рынок активизируется.

Денежный рынок
Стабилизация после роста ставок
Первичный рынок
Кредит Европа Банк: новый рублевый бонд, ориентиры интересны чуть выше нижней границы
Внутренний рынок
Отскок случился
Глобальные рынки
Напряженное начало недели
Российские еврооблигации: устойчивость корпоративного сегмента
Корпоративные новости
X5: падение рентабельности, сокращение денежного потока и ожидаемый рост долговой нагрузки. Бонды Копейки сохраняют потенциал для роста
Монитор кривой ОФЗ
Текущая таблица относительной стоимости

Fixed Income Statistics
http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/FI_Statistics.pdf

Индексы рублевых облигаций (BMBI)
http://www.bm.ru/common/img/uploaded/analit/BMBI.zip

Новости коротко

Сегодня

- Размещение **РУСАЛ Братск**-8 (15 млрд руб.)
- **ОПК «Оборонпром»** в 11.00 МСК открывает книгу заявок на участие в размещении дебютного выпуска облигаций на сумму 21.091 млрд руб. Компания возобновила размещение займа, отложенного с 21 февраля на неопределенный срок. Сбор оферт от потенциальных приобретателей завершится 19 апреля в 15.00 МСК. Предварительная дата размещения - 22 апреля. Организатор - ВТБ Капитал.
- США: отчетность Citigroup и публикация индекса деловой активности на рынке жилья NAHB в апреле

Экономика

- **Темпы роста промышленного производства РФ** замедлились в марте до минимума 16 месяцев – 5.3 % в годовом выражении по сравнению с 5.8 % в феврале 2011 года, что оказалось ниже прогнозов аналитиков. / Росстат.
- **Федеральный бюджет 2012 г.** будет сбалансирован при цене на нефть $ 120 за баррель – А.Кудрин. / Прайм-ТАСС
- Россия имеет перспективы выхода на уровень **инфляции ниже 7 %** в 2011 г. – А.Кудрин. / Прайм-ТАСС
- Совет директоров **Банка России** 29 апреля рассмотрит вопрос о ставке рефинансирования – Улюкаев.
- ЦБ РФ прогнозирует **нулевую инфляцию с июля по сентябрь** и 8 % по итогам 2011 г. – А.Улюкаев. / ИТАР-ТАСС

Корпоративные новости

- Ряд крупнейших акционеров нефтяной группы BP в лондонском Сити потребовали «ликвидации до половины активов в рамках радикальной реструктуризации». Давление со стороны Сити пришлось на время, когда BP борется за спасение знаковой сделки по обмену акциями с Роснефтью, отметило издание. По его словам, «инвесторы в ярости от того, как BP работает по ней». Менеджмент во главе с Робертом Дадли пошел на риск, допустив, что сумеет обойти любые возражения против сделки, но преодолеть затруднения вокруг нее пока не удается, а отношениям с **ТНК-ВР** нанесен ущерб. / Sunday Times.
- Решение об отмене льготной ставки экспортной пошлины на нефть с Ванкорского месторождения принято – А.Кудрин. / Прайм-ТАСС
- А.Кудрин в ближайшие дни выйдет из совета директоров **ВТБ и АЛРОСА**. Вместе с тем А.Кудрин сообщил, что не планирует покидать совет директоров Агентства по страхованию вкладов, поскольку это государственная корпорация. / Прайм-ТАСС
- Чистая прибыль **Совкомфлота** по МСФО в 2010 г. упала на 11.3 % до $ 164.3 млн. Валовая прибыль в 2010 г. выросла на 7.4 % до $ 1.312 млрд, EBITDA снизилась на 3 % до $ 533.3 млн, тайм-чартерный эквивалент /доходы от фрахта и аренды за минусом рейсовых расходов/ вырос на 1.3 % до $ 943.7 млн. / Прайм-ТАСС
- Президент **Роснефти** Эдуард Худайнатов предлагает правительству провести приватизацию компании не раньше, чем через три-пять лет. По его словам, лучше продать через три-четыре года с двойной капитализацией, нежели продать сейчас и получить меньше. Напомним, что на данный момент Роснефть включена в программу приватизации госкомпаний на 2011-2013 г.
- Подконтрольные **КЭС-Холдингу** генкомпании (ТГК-5, -6, -7, -9) в первом квартале 2011 года сократили суммарное производство электроэнергии по сравнению с аналогичным периодом 2010 года на 0.6 %, до 21.13 млрд кВт.ч. Единственной компанией, сумевшей продемонстрировать рост выработки электроэнергии, стала ТГК-6 (+2.2 %). Производство тепла холдингом в первой четверти года снизилось на 3.2 %, до 49.65 млн Гкал.
- **Нижнекамскнефтехим** опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 2010 г.. После кризисного 2009 г. компания значительно улучшила сои результаты в 2010 г., даже несмотря на значительный рост цен на сырье. По итогам года выручка компании выросла на 60 %, EBITDA выросла более чем в 3 раза, рентабельность ее деятельности увеличилась вдвое. Стоит также отметить увеличение объемов производства продукции.
- В пятницу **Евраз** опубликовал основные операционные результаты, продемонстрировав рост выпуска по большинству видов продукции как в квартальном, так и в годовом сопоставлении. Провал был зафиксирован лишь в угольном сегменте, где по сравнению с уровнем предыдущего квартала добыча коксующегося угля упала на 17 %. Компания объясняет этот результат разовыми факторами (такими как перемонтаж лав) и обещает, что совокупная добыча в 2011 году превысит прошлогодний уровень.
- Менеджмент **Аэрофлота** планирует взыскать с «**Гражданских самолетов Сухого**» штраф за задержку поставок SSJ-100 и их отклонения от заявленных технических характеристик. Санкции по контракту могут достичь 150 млн дол. за 10 лет. / Ведомости
- **Аэрофлот** через 10-15 лет увеличит парк самолетов в два раза до 300 судов, заявил гендиректор компании Виталий Савельев в интервью французской газете Tribune. / ИТАР-ТАСС

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **АИЖК** закрыло в пятницу книгу заявок на участие в размещении облигаций серии А19 объемом 6,0 млрд руб, установив ставку купона на уровне 7.7 % годовых / Reuters
- **Администрация Киева** планирует разместить рублевые облигации на сумму до $ 100 млн. Срок заимствования может составить до 3 лет. По словам А. Краснопояса, советника генерального директора по СНГ организатора размещения - инвесткомпании ВЭБ Капитал, средства планируется направить на строительство первой очереди киевского метро. «Это 18 км, 12 станций и 1 депо. Стоимость всего проекта – $ 1 млрд. Но сейчас речь идет о первой очереди», - отметил он, добавив, бумаги будут номинированы в рублях, поскольку для строительства будут привлекаться российские компании. / Прайм-ТАСС
- **Ренессанс Капитал** размещает 5-летние евробонды с 3-летним пут-опционом на сумму $ 325 млн долл с доходностью 11 %. / Прайм-ТАСС
- UC **RUSAL** планирует до конца 2011 г за счет выпуска евробондов изменить профиль своего основного долга, сообщил журналистам директор по рынкам капитала компании Олег Мухамедшин. По его словам, «чтобы успешно разместить евробонды, компании необходимо получить кредитный рейтинг, а для этого нужно реструктурировать основной долг в $ 4 млрд». / Прайм-ТАСС

Кредиты и займы

- Банк **ВТБ** предоставит **МРСК Северо-Запада** кредиты на 850 млн руб. для обеспечения долгосрочного кредитования инвестиционной программы 2011 г трех филиалов МРСК, перешедших на систему тарифообразования методом доходности инвестированного капитала (RAB). / Прайм-ТАСС
- **ВЭБ** закроет книгу заявок по синдицированному кредиту на $ 2.5 млрд с переподпиской в конце апреля 2011 г. / Прайм-ТАСС

Рейтинги

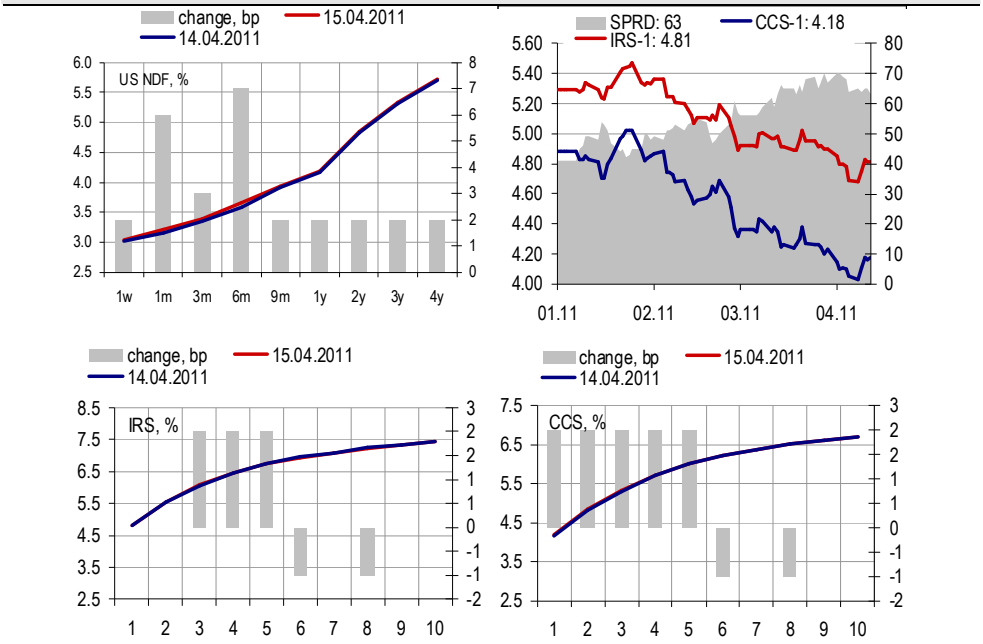
- Fitch повысило долгосрочный РДЭ **Evraz Group** до BB- с B+, прогноз «стабильный». / Fitch
- S&P понизило рейтинг **НМТП** на две ступени до BB- с BB+, прогноз «негативный» и вывел рейтинги из списка на пересмотр с возможностью понижения. / S&P

Денежный рынок

Стабилизация после роста ставок

На денежном рынке в пятницу после активного роста ставок в четверг наметилась стабилизация: длинный конец основных кривых не претерпел изменений, заметно выросли ставки NDF до года, что отразилось небольшим ростом доходностей коротких ОФЗ. Бивалютная корзина практически не изменилась в пятницу (33.88) за счёт разнонаправленного движения рубля по отношению к евро и доллару. На этой неделе рынку предстоит «переварить» налоговые выплаты и аукцион ОФЗ на 20 млрд руб., мы полагаем, что сильного влияния на ставки, превышающего дневную волатильность, мы не увидим.

Динамика ставок



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Нефёдов

Первичный рынок

Кредит Европа Банк: новый рублевый бонд, ориентиры интересны чуть выше нижней границы

Параметры выпуска
Кредит Европа Банка БО-01

Номинальный объем, млн руб.	5 000
Способ размещения	Book-building
Дата размещения	14-25.04
Купон, %	27.04.2011
Доходность, %	8.0 – 8.50 %
Оферта, лет	8.16 – 8.68 %
Мод. дюрация, лет	нет
Срок обращения, лет	2.5
Рейтинги	3 года
	NR/Ba3/BB-

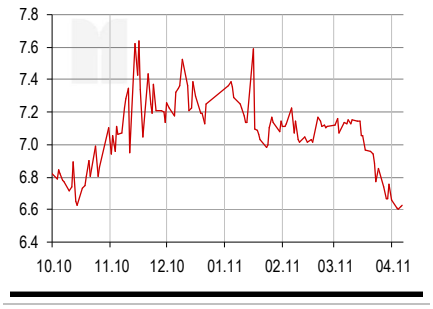
Источники: Cbonds, данные организаторов

Основные параметры обращающихся рублевых выпусков
Кредит Европа Банка

Выпуск	КрЕврБ-02	КрЕврБ-06
Объем выпуска, млн. руб.	4 000	4 000
Купон, %	11.5	8.3
Оферта	-	06.06.12
Погашение	28.06.11	18.02.14
Дюрация, лет	0.2	1.0
Индикативная цена	101.8	101.2
YTM/YTP	2.16	7.47
Оборот за 3 мес, млн руб.	193	5 270
Число сделок за 3 мес.	4	341
Котировальный лист	Внеспис	В

Источник: ММВБ, RD Банка Москвы

Индекс рублевой доходности облигаций финансового сектора с рейтингом BB-



Источник: ММВБ, RD Банка Москвы

Событие

В конце прошлой недели Кредит Европа Банк (NR/Ba3/BB-) открыл книгу заявок на покупку трехлетних биржевых облигаций БО-01 совокупным объемом 5 млрд руб. Ориентир по купону находится в диапазоне 8.0 – 8.5 %, что соответствует доходности 8.16 – 8.68 %. Выпуск соответствует всем критериям для включения в Ломбардный список ЦБ. Книга будет открыта до 25 апреля 2011 г., размещение предварительно запланировано на 27 апреля 2011 г.

Доходность нового выпуска биржевых облигаций Кредит Европа Банка по ориентирам организаторов находится на уровне 8.16 – 8.68 %. На наш взгляд, учитывая масштабы бизнеса, рейтинги эмитента и возможность поддержки со стороны материнской группы, справедливая доходность должна составлять 8.25 – 8.40 %.

Таким образом, рекомендуем участвовать в выпуске, начиная с 8.25 – 8.30 %. В случае, если с учетом опасения роста 2-3-летних ставок, планируется продажа бумаги вскоре после выхода на вторичные торги, считаем целесообразным попробовать приобрести облигации под 8.5 %.

Кредит Европа Банк в России – дочерняя компания одноименного голландского холдинга, входящего в турецкую Fiba Group. Россия является для группы вторым по значимости после Голландии рынком – 13.1 % совокупных активов по состоянию на 2010 г., однако приносящим основной вклад в суммарную прибыль – 43.4 млн евро (при общей прибыли – 77.7 млн евро). По состоянию на начало года банк занимает 47-е место в России по активам. Возможность финансовой поддержки российского банка со стороны материнской компании можно оценить как достаточно высокую.

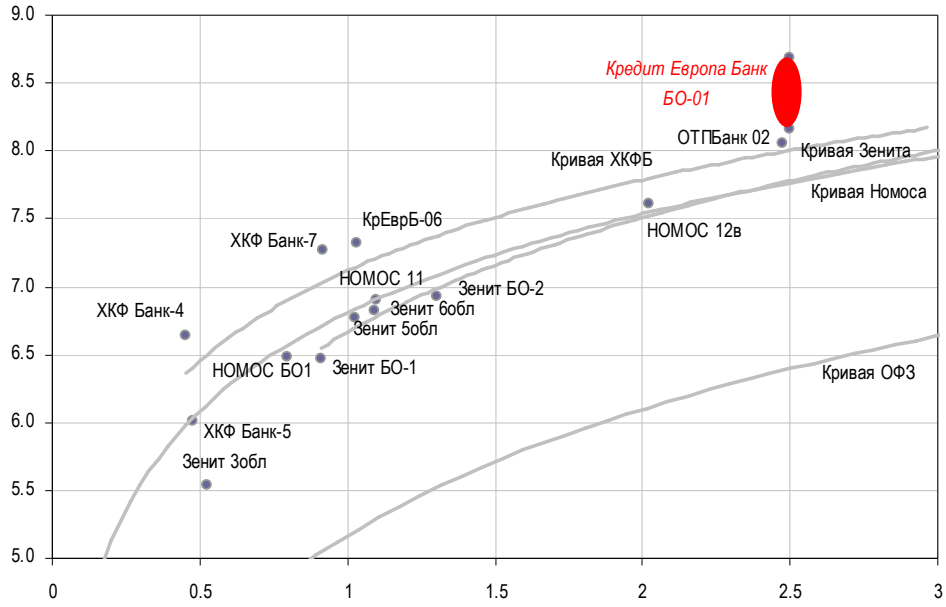
По итогам 2010 года банк продемонстрировал рост активов на 22 % (84.9 млрд руб.), рост кредитного портфеля на 21 % (62.8 млрд руб.). Корпоративная часть кредитов представлена, в основном, займами крупным предприятиям, что позитивно характеризует качество кредитного портфеля в целом – доля NPL свыше 90 дней составляет 3.7 %.

Порядка 20 % пассивов банка представлены публичными долговыми обязательствами – два выпуска евробондов на $ 450 млн и два выпуска рублевых облигаций совокупным объемом 8 млрд руб. Один из рублевых выпусков (серии 02) должен быть погашен в июне текущего года и в силу короткой дюрации не представляет особого интереса. Гораздо более ликвидный бонд 6-й серии торгуется с доходностью 7.33 % на дюрации чуть больше года, предоставляя премию в 40-60 б.п. к более крупным банкам, имеющим схожие рейтинги (Банк Зенит, НОМОС Банк и пр.)

Исходя из этого, справедливая доходность нового бонда должна находиться на уровне 8.25 – 8.40 %. Кроме того, сопоставимый по дюрации выпуск ОТП Банка, имеющего более высокие рейтинги (NR/Ba1/BB-), торгуется на уровне 8.1 %. Учитывая (помимо рейтингов) более крупные масштабы бизнеса ОТП Банка, полагаем справедливым предоставление премии. Таким образом, считаем целесообразным участие в выпуске, начиная с уровня 8.25 - 8.30 %.

Кроме того, напоминаем о продолжающемся сборе заявок на покупку чуть более короткого выпуска ХКФ Банка БО-03, участие в котором мы рекомендовали на всем озвученном диапазоне доходности (8.25 – 8.56 %) (см. «Ежедневный обзор долговых рынков» от 14 апреля 2011 г.).

Карта доходности рублевых облигаций некоторых эмитентов банковского сектора



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Антон Дроздов, CFA

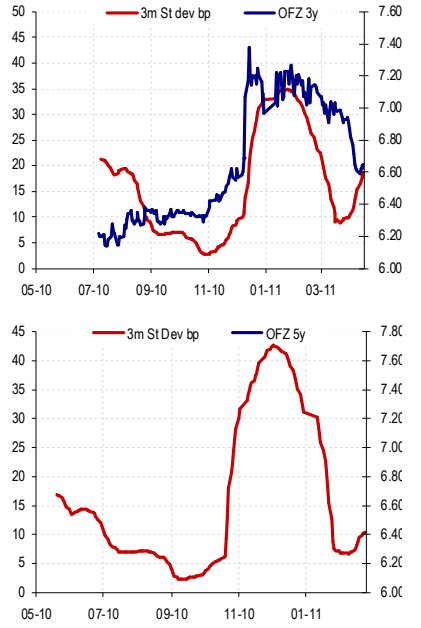
Внутренний рынок

Динамика ликвидных ОФЗ

	15.04			14.04.2011	
Выпуск	Оборот, млн руб	Yield,%	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 26205	599	7.99	6.62	-7	**0.46**
ОФЗ 26204	673	7.7	5.10	1	**-0.02**
ОФЗ 26203	420	7.27	4.17	-6	**0.23**
ОФЗ 25077	966	7.25	3.78	-3	**0.13**
ОФЗ 25075	910	7.07	3.45	-4	**0.15**
ОФЗ 25076	931	6.38	2.49	3	**-0.10**
ОФЗ 25078	960	5.63	1.63	-3	**0.05**
ОФЗ 25073	441	5.18	1.19	-6	**0.07**

Источник: ММВБ

Доходность ОФЗ и волатильность



Источник: ЦБ, Банк Москвы

Отскок случился

В пятницу после серьезной коррекции четверга в кривой ОФЗ случился отскок: инвесторы подобрали перепроданные выпуски, особенно новый длинный 26205, который прибавил 0.5 % и упал по доходности до уровней размещения (7.99 %). В кривой наблюдались и очаги роста доходности – 25076 прибавил 3 б.п., но ввиду небольшой дюрации ценовой эффект был минимальным.

В целом в кривой ОФЗ остаются идеи на длинном конце (дюрация 3-5 лет), но с точки зрения волатильности ставок мы находимся в зоне 10 б.п. (0.5 % по цене) на пятилетнем сроке и 20 б.п. на трёхлетнем (1 %). Таким образом, в условиях внешней нестабильности динамика кривой должна быть достаточно изменчивой. Мы полагаем логичным предусматривать хеджирование рублёвого риска при заходе в длинные выпуски, о чем мы писали в апрельской стратегии «На рубль надейся, но сам не плошай».

В корпоративном секторе наблюдалась смешанная динамика. Спрос был сконцентрирован в «любимых» длинных бумагах: АЛРОСА 23 (MD 3.28/0.45 %/ yield 7.71/-13 б.п.), Газпрнефт9 (MD 3.71/0.33 %/ yield 7.92/-8 б.п.), ЕврХолдФ 2 (MD 3.35/0.66 %/ yield 8.42/-19 б.п.).

Статистика торгов

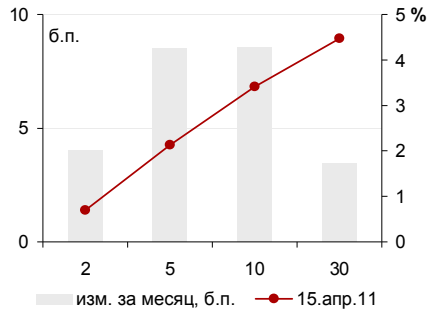
Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
АЛРОСА 23	192	15	7 000	18.06.15	-	105.2	**0.45**	7.71	3.28
ВТБ БО-01	327	4	5 000	15.03.13	-	101.7	**-0.18**	6.82	1.68
Газпрнефт9	564	16	10 000	26.01.21	08.02.16	102.9	**0.33**	7.92	3.71
ГПБ БО-01	508	10	10 000	08.12.13	-	101.5	**0.10**	7.24	2.23
ЕврХолдФ 1	312	2	10 000	13.03.20	22.03.13	103.9	**0.00**	7.41	1.69
ЕврХолдФ 2	296	22	10 000	19.10.20	26.10.15	106.3	**0.66**	8.42	3.35
ИКС5Фин 04	244	10	8 000	02.06.16	09.06.11	102.0	**-0.08**	4.95	0.14
ИркЭнерБО1	338	21	3 000	08.04.14	-	100.4	**0.03**	7.61	2.53
Лукойл БО1	244	8	5 000	06.08.12	-	109.3	**0.07**	5.97	1.16
Лукойл БО2	179	6	5 000	06.08.12	-	109.3	**0.05**	5.99	1.16
Лукойл БО4	199	3	5 000	06.08.12	-	109.3	**-0.04**	5.97	1.16
МГор58-об	204	5	15 000	01.06.11	-	100.7	**-0.04**	4.49	0.12
МДМ Банк 8	199	16	6 203	09.04.15	09.07.13	103.0	**0.24**	7.69	1.93
Петрокомб5	275	5	5 000	21.12.14	19.12.12	109.0	**0.00**	7.09	1.42
ПромНСер 1	341	1	3 000	05.12.14	09.12.11	100.5	**0.54**	6.98	0.59
РЖД БО-01	658	5	15 000	05.12.12	-	105.2	**0.00**	6.14	1.43
РЖД-10обл	759	22	15 000	06.03.14	-	121.7	**0.12**	6.74	2.31
РЖД-16 обл	214	9	15 000	05.06.17	13.06.11	101.6	**0.09**	4.30	0.15
РЖД-23 обл	212	3	15 000	16.01.25	29.01.15	106.2	**0.13**	7.23	3.04
РосселхБ 3	421	3	10 000	09.02.17	13.02.14	105.0	**-0.51**	7.39	2.36
РУСАЛБАл07	428	35	15 000	22.02.18	03.03.14	100.7	**0.16**	8.20	2.41
СИТРОН.БО2	194	7	3 000	07.10.13	08.10.12	100.3	**0.00**	10.80	1.27
СКБбанкБО3	287	14	3 000	26.11.13	29.05.12	101.5	**0.45**	7.91	0.98
ТГК-1 02	219	12	5 000	01.07.14	11.07.11	102.7	**-0.05**	5.62	0.23
ТКСБанк 02	175	7	1 400	28.07.13	-	115.0	**-1.69**	12.62	1.69
ТрансГС 01	341	3	3 000	26.11.14	30.11.11	100.6	**0.60**	6.85	0.57
Тюменэнрг2	205	9	2 700	29.03.12	-	102.5	**-0.15**	6.11	0.88
УВЗ 2об	304	3	3 000	20.02.18	27.08.13	101.3	**0.00**	8.53	2.00
ФСК ЕЭС-09	203	3	5 000	16.10.20	24.10.17	100.3	**-0.30**	8.09	4.66
ФСК ЕЭС-10	485	4	10 000	15.09.20	24.09.15	100.9	**0.00**	7.65	3.56

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Нефёдов

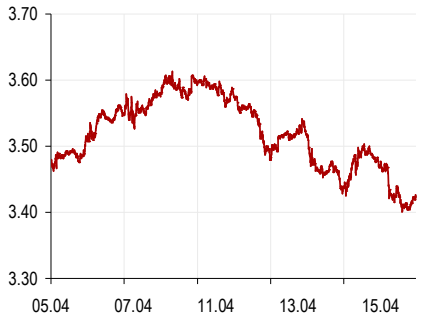
Глобальные рынки

Динамика кривой UST за месяц



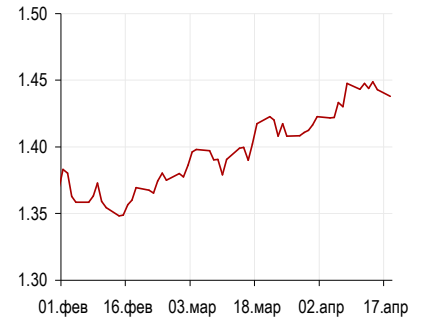
Источник: Reuters

Динамика доходности UST'10



Источник: Reuters

Курс EUR/USD



Источник: Reuters

Напряженное начало недели

Новостной фон на внешних рынках в начале новой недели благоприятным назвать нельзя. На американском рынке в пятницу были сильны «антирисковые» настроения, опустившие кривую доходностей UST вниз на 8-10 б.п. Несмотря на неплохую макростатистику, инвесторы на фоне возросшей угрозы реструктуризации европейских долгов и перед публикацией большого количества корпоративных отчетностей предпочли уйти в «тихую гавань». Тем более что отчеты Bank of America Corp и Google Inc на прошлой неделе не оправдали ожиданий участников торгов. Сегодня ожидаем финансовые результаты Citigroup за первый квартал 2011 г.

В Европе продолжает разгораться долговой кризис. В утреннем номере Wall Street Journal вероятность реструктуризации долгов Греции обсуждается практически как предрешенное событие. Кроме того, по-прежнему не ясен выход Португалии из сложившейся в этой стране ситуации: в выходные парламентские выборы в Финляндии завершились сильными результатами партий, имеющих негативную позицию по вопросу финансовой помощи периферийным странам ЕС. Победа этих партий ослабляет вероятность положительного решения по вопросу о выделении кредита Португалии, для которого, по правилам ЕС, голосование стран должно быть единогласным.

Китай в выходные «порадовал» повышением норм банковского резервирования на 50 базисных пунктов с 21 апреля, но негативной реакции рынков на это событие мы не ждем. Учитывая опубликованные на прошлой неделе темпы роста инфляции и кредитования в этой стране, ожидания новых мер по борьбе с избыточной ликвидностью в Китае уже заложены в рыночные цены.

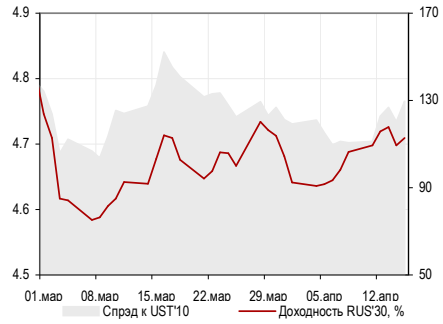
Изменение кривой UST

	YTM, %		Изм-е, б.п.	
	14.апр.11	15.апр.11	День	Месяц
UST 02	0.77	0.69	-8	4
UST 05	2.23	2.12	-11	9
UST 10	3.50	3.41	-8	9
UST 30	4.55	4.47	-8	3

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Российские еврооблигации: устойчивость корпоративного сегмента

Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Источник: Reuters

Внешний негатив на российский долговый рынок пока влияет мало. Небольшое повышение доходностей видно только в суверенных бумагах: по итогам пятницы доходность индикативного RUS'30 выросла на 2 б.п., расширив спрэд к UST'10 до 130 б.п. Корпоративные еврооблигации, наоборот, выросли в цене, хотя особой активностью пятничные торги не отличались. Сегодня расширившийся суверенный спрэд и отсутствие новых потрясений дают надежду на дальнейшую положительную динамику российских еврооблигаций.

Отметим успехи российских эмитентов на первичном рынке: на прошлой неделе с еврооблигациями на долговой рынок вышли Промсвязьбанк, Россельхозбанк, Ренессанс Капитал и ТКС-банк. В ближайшее время с новым выпуском евробондов должен выйти и Альфа-банк. По всей вероятности, перспектива роста внешних ставок вместе с возможностью занимать более длинные, чем на рублевом рынке, деньги в ближайшее время будет способствовать появлению и других выпусков российских эмитентов.

Статистика торгов за 15.04

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	113.7	2.10	141	1.7	0.05	-4
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	109.1	4.35	191	4.6	0.13	-3
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	125.0	5.36	257	1.0	0.32	-6
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	108.9	0.00	269	6.5	0.20	-3
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	106.4	5.71	215	7.8	0.28	-4
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	124.1	6.58	280	2.6	0.41	-4
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	108.2	6.62	250	12.0	0.54	-4
Alrosa' 20	USD	1000	03.11.20	107.9	6.62	330	6.6	0.27	-4
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	110.4	3.47	273	1.8	0.06	-4
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	112.3	5.19	325	3.7	0.32	-8
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	117.7	6.34	374	5.1	0.42	-8
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	104.0	3.38	306	0.9	-0.01	0
MTS' 12	USD	400	28.01.12	104.6	1.92	160	0.7	-0.02	0
MTS' 20	USD	750	22.06.20	113.7	6.61	348	6.3	0.13	-2
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	104.2	3.52	314	1.0	0.02	-3
RuRail '17	USD	1500	03.04.17	104.8	4.80	219	5.0	0.22	-4
Rushydro '18	RUB	20000	28.10.15	100.1	8.01	129	3.5	0.45	-12
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	112.9	3.76	293	2.0	0.00	0
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	114.1	4.19	299	2.6	0.02	-1
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	98.5	5.66	276	5.3	0.17	-3
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	104.3	1.42	107	0.9	0.02	-4
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	109.4	2.39	166	1.8	0.05	-3
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	112.3	4.82	258	4.3	0.13	-3
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	107.4	5.16	261	4.9	0.19	-4
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	109.4	3.55	278	1.8	0.04	-3
VIP' 16	USD	600	23.05.16	110.8	5.78	361	4.1	0.16	-4
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	114.5	6.53	386	5.1	0.27	-5

Источники: Bloomberg

Анастасия Сарсон

Корпоративные новости

X5: падение рентабельности, сокращение денежного потока и ожидаемый рост долговой нагрузки. Бонды Копейки сохраняют потенциал для роста

Событие

В четверг X5 Retail Group опубликовала аудированные финансовые результаты за 4-й квартал и полный 2010 г. Операционная рентабельность оказалась ниже прогнозов из-за рекордно низкого уровня валовой рентабельности, вследствие инвестиций в цены. Операционный денежный поток по итогам 2010 года сократился почти на 50 % из-за резкого роста инвестиций в оборотный капитал вследствие введения закона о торговле.
Долговая нагрузка компании ожидаемо выросла из-за приобретения сети «Копейка» в конце года. Между тем, структура долгового портфеля выглядит комфортно: основная часть имеет сроки погашения в 2013-2015 гг., доля долгосрочных средств – почти 90 %. X5 снизила валютные риски, сократив долю заемных средств в валюте до 11 %.

Финансовые результаты X5 Retail Group, $ млн

$ млн	4 кв.10	4 кв.09	Изм. г-к-г, %	2010	2009	Изм. г-к-г, %
Чистая выручка	3 483	2 636	32 %	11 281	8 717	29 %
Валовая прибыль	767	627	22 %	2 629	2 108	25 %
EBITDA	250	227	10 %	844	736	15 %
Чистая прибыль	88	44	99 %	271	165	64 %
Рентабельность:						
Валовая	22.0 %	23.8 %	*-180 б.п.*	23.3 %	24.2 %	*-90 б.п.*
EBITDA	7.2 %	8.6 %	*-140 б.п.*	7.5 %	8.4 %	*-100 б.п.*
Чистая прибыль	2.5 %	1.7 %	*80 б.п.*	2.4 %	1.9 %	*50 б.п.*

Долговая нагрузка:	31.12.10	Доля, %	30.10.11	Доля, %	31.12.09	Изм. г-к-г, %
Общий долг	3 684.8		1 965.3		1 944	*90 %*
Краткосрочный	*508.0*	*14 %*	*663.0*	*34 %*	*1 656.6*	*69 %*
Долгосрочный	*3 176.8*	*86 %*	*1 302.3*	*66 %*	*287.4*	*1 005 %*
Чистый долг	3 414.0		*1 873.5*		1 532.3	*123 %*
В руб.	*382.1*	*11 %*	*380.3*	*20 %*	*1 162.8*	*-67 %*
В долл.	*3 031.9*	*89 %*	*1 493.2*	*80 %*	*369.5*	*720 %*
Чистый долг/ EBITDA	3.69X		*2.28X*		2.08X	

Источник: данные компании, Интерфакс

Опубликованные X5 Retail Group финансовые результаты за 2010 г. оказалась хуже прогнозов из-за рекордно низкого уровня валовой рентабельности вследствие инвестиций в цены и сокращения денежного потока почти на 50 %, вызванного резким ростом инвестиций в оборотный капитал, вызванных введением закона о торговле.

Долговая нагрузка компании ожидаемо выросла из-за приобретения сети «Копейка» в конце года. Между тем, структура долгового портфеля выглядит комфортно: основная часть имеет сроки погашения в 2013-2015 гг., доля долгосрочных средств – почти 90 %, валютные риски снижены из-за сокращения доли заемных средств в иностранной валюте до 11 %.

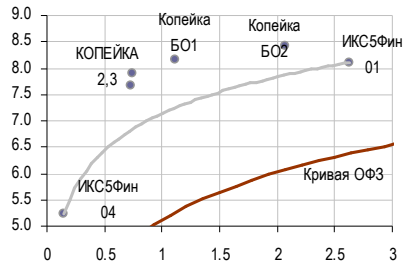
Изменения показателей долговой нагрузки компании, в целом, были предсказуемы и поэтому, вряд ли приведут к отрицательной динамике котировок обращающихся выпусков облигаций X5.

На наш взгляд, сохраняется идея игры на сужении спрэда выпусков X5 и приобретенной им Копейки, интеграция которой будет завершена уже в этом году.

Комментарий

- **Валовая рентабельность** компании в 4-м квартале снизилась на 180 б.п. г-к-г до рекордно низких 22.0 %, что стало следствием сдерживания продовольственной инфляции на полках. По данным компании, цены в магазинах сети выросли в 4-м квартале на 2.5 % ввиду роста цен поставщиков. По итогам 2010 года цены в магазинах X5 выросли в среднем на 8.7 %, в то время как официальный уровень продовольственной инфляции составил 12.9 %.
- **EBITDA** за 4-й квартал выросла на 10 % г-к-г до $ 250 млн, в то время как рентабельность сократилась на 140 б.п. до 7.5 %, а с учетом корректировки на расходы по опционной программе (неденежная статья) снижение составило 200 б.п. до 7.7 %. На снижение рентабельности EBITDA повлияло как падение валовой рентабельности, так и увеличение расходов, связанных с открытиями новых магазинов (в 4-м квартале X5 открыло органически рекордное число магазинов - 179 новых торговых точек (6 гипермаркетов, 12 супермаркетов и 160 дискаунтеров)).
- **Чистая прибыль** за квартал увеличилась на 99 % до $ 88 млн (рентабельность 2.5 %), без учета курсовых разниц чистая прибыль выросла на 95 % г-к-г до $ 101 млн.
- **Операционный денежный поток** компании по итогам 2010 года сократился почти на 50 % до $ 378 млн из-за резкого роста инвестиций в оборотный капитал вследствие введения закона о торговле, который регулирует условия отсрочки платежей поставщикам. Таким образом, инвестиции в оборотный капитал в 2010 году составили $ 250 млн, против ранее запланированных $ 100 млн.
- **Общий долг** на конец 2010 года составил $ 3.7 млрд, увеличившись почти в два раза из-за финансирования сети «Копейка» в конце 2010 года. Между тем, произошло существенное улучшение долгового портфеля компании, нарастившей долю долгосрочных заимствований с 15 % на начало года до 86 % на конец года. В том числе, краткосрочный долг сократился с $ 1.7 млрд до $ 0.5 млрд в основном из-за рефинансирования синдицированного кредита на $ 1.1 млрд, путем привлечения нового клубного кредита на $ 800 млн, номинированного пополам в долларах и евро, а также с использованием ранее открытых кредитных линий. Кроме того, в Сбербанке были привлечены средства для покупки сети «Копейка». Погашение большей части долгового портфеля приходится теперь на 2013-2015 гг.
- Отмечаем также стремление менеджмента изменить структуру долгового портфеля в сторону сокращения долга, номинированного в иностранной валюте с целью **снижения валютных рисков.** На конец 2010 года почти 90 % портфеля было номинировано в рублях по сравнению с 24 % на начало года.
- **Чистый долг** компании на конец 2010 года составил $ 3.4 млрд. (Рост на 123 % за год). Более чем двукратное увеличение долга привело к ухудшению показателя долговой нагрузки – «Чистый долг / EBITDA» на конец года составил 3.7x при уровне 2.1X на начало года.

Динамика доходности и спрэда выпусков Магнит БО-5 и ИКС5



Источники: ММВБ, расчеты RD Банк Москвы

Влияние на рынок

Изменения показателей долговой нагрузки компании, в целом, были предсказуемы и поэтому, вряд ли приведут к отрицательной динамике котировок обращающихся выпусков облигаций X5 Retail Group. На наш взгляд, сохраняется идея игры на сужении спрэда выпусков X5 и приобретенной им Копейки, интеграция которой будет завершена уже в этом году.

Виталий Купеев, Екатерина Горбунова

Монитор кривой ОФЗ

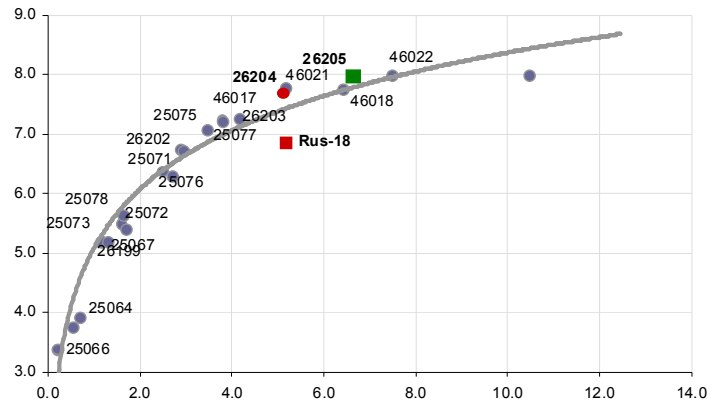
Текущая таблица относительной стоимости

В настоящий момент недооценёнными относительно модельной кривой считаем ликвидные выпуски на длинном конце кривой, однако с учётом внешней напряжённости волатильность ставок остаётся повышенной.

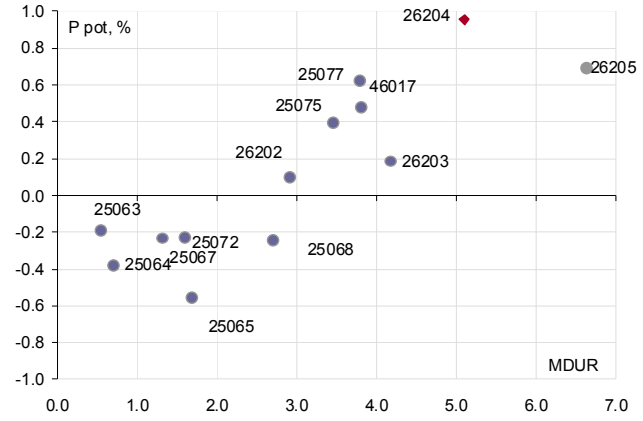
Динамика за день									14.04.11	
	15.04.11		14.04.11							
Выпуск	Оборот, млн руб	Yield,%	MDUR	bp	Цена,%	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield,%	MDUR
ОФЗ 25074	-	3.37	0.20	-2	**0.00**	59	-49	**0.10**	3.39	0.20
ОФЗ 25066	76	3.39	0.22	0	**-0.02**	48	-38	**0.08**	3.39	0.22
ОФЗ 25063	133	3.76	0.54	-10	**0.05**	-44	34	**-0.19**	3.86	0.54
ОФЗ 25064	87	3.92	0.69	-3	**0.00**	-64	54	**-0.38**	3.95	0.70
ОФЗ 26199	48	5.2	1.15	13	**-0.15**	-8	fair	**-**	5.07	1.15
ОФЗ 25073	441	5.18	1.19	-6	**0.07**	-15	5	**-0.06**	5.24	1.19
ОФЗ 25067	18	5.2	1.31	9	**-0.14**	-27	17	**-0.23**	5.11	1.32
ОФЗ 25072	-	5.51	1.59	-1	**0.00**	-24	14	**-0.22**	5.52	1.59
ОФЗ 25078	960	5.63	1.63	-3	**0.05**	-15	5	**-0.09**	5.66	1.63
ОФЗ 25065	475	5.4	1.68	-19	**0.31**	-43	33	**-0.55**	5.59	1.68
ОФЗ 25076	931	6.38	2.49	3	**-0.10**	-1	fair	**-**	6.35	2.49
ОФЗ 25068	259	6.31	2.69	-6	**0.15**	-19	9	**-0.24**	6.37	2.69
ОФЗ 26202	28	6.74	2.90	-6	**0.17**	13	-3	**0.10**	6.80	2.90
ОФЗ 25071	785	6.72	2.93	-4	**0.10**	10	fair	**-**	6.76	2.94
ОФЗ 25075	910	7.07	3.45	-4	**0.15**	21	-11	**0.39**	7.11	3.46
ОФЗ 25077	966	7.25	3.78	-3	**0.13**	27	-17	**0.63**	7.28	3.78
ОФЗ 46017	-	7.22	3.80	0	**0.00**	23	-13	**0.48**	7.22	3.80
ОФЗ 26203	420	7.27	4.17	-6	**0.23**	15	-5	**0.19**	7.33	4.17
ОФЗ 26204	673	7.7	5.10	1	**-0.02**	29	-19	**0.96**	7.69	5.11
ОФЗ 46021	1 122	7.78	5.16	3	**-0.14**	35	-25	**1.30**	7.75	5.16
ОФЗ 46018	-	7.75	6.42	0	**0.00**	1	fair	**-**	7.75	6.42
ОФЗ 26205	599	7.99	6.62	-7	**0.46**	21	-11	**0.70**		
ОФЗ 46022	-	8	7.48	0	**0.00**	4	fair	**-**	8.00	7.46
ОФЗ 46020	13	8.00	10.45	2	**-0.17**	-44	34	**-3.51**	7.98	10.46

*к модельной кривой ОФЗ
** изменение для достижения справедливого спрэда над/под кривой 10 б.п.

Кривая ОФЗ



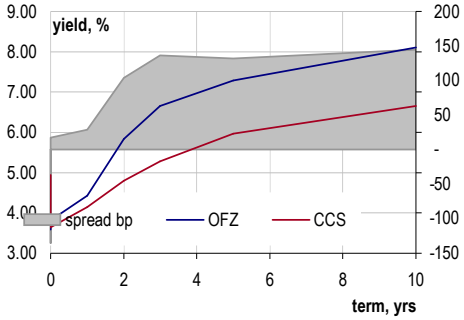
Потенциал и дюрация



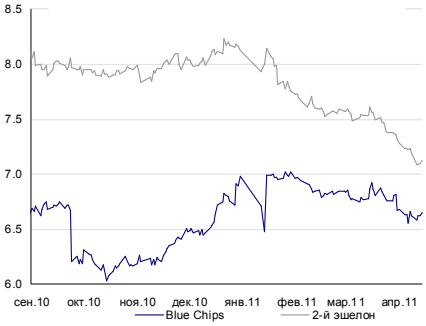
Юрий Нефёдов

Российский долговой рынок

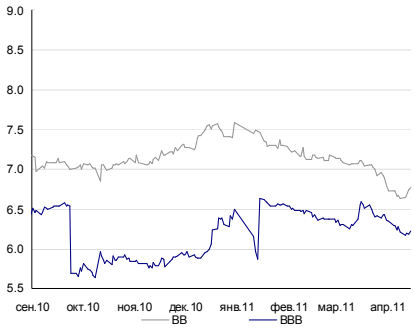
Кривые ОФЗ и CCS



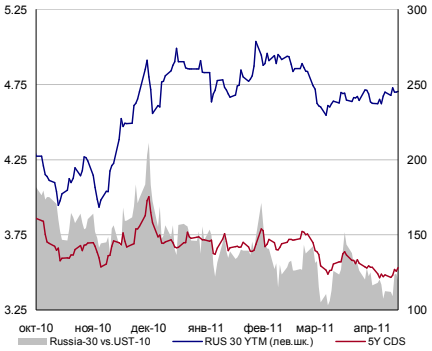
Индексы BMBI эшелоны



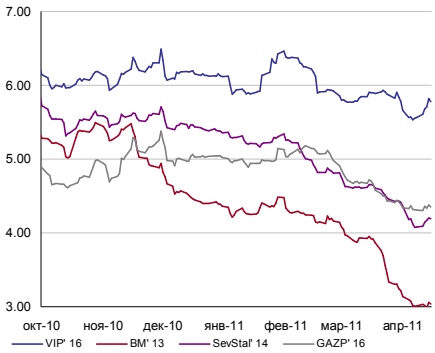
Индексы BMBI рейтинги



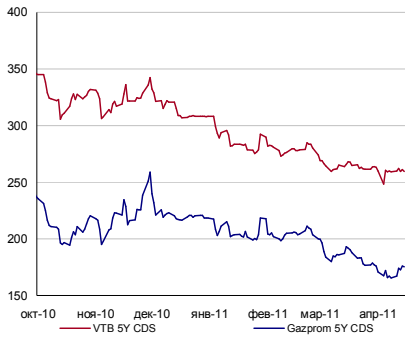
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

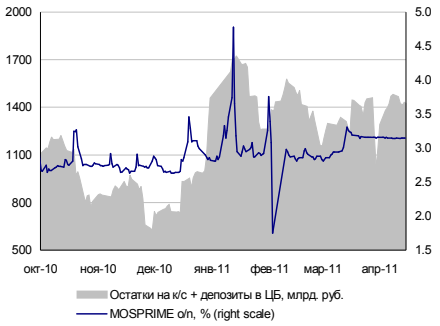


CDS корпораций

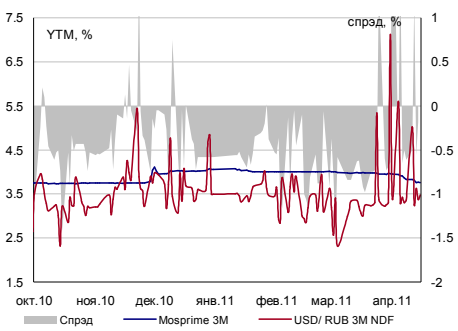


Денежно-валютный рынок

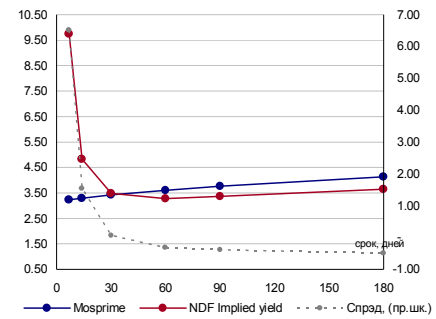
Ликвидность и ставки



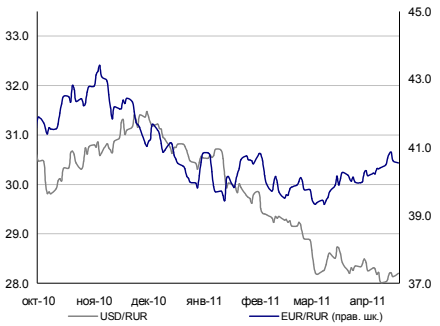
Форвардный базис



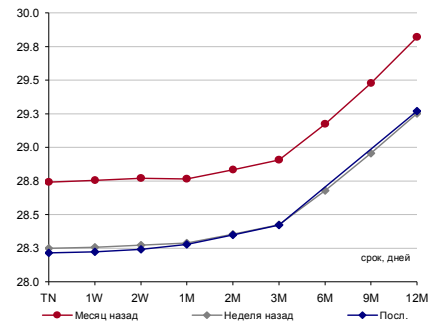
Спрэды денежного рынка



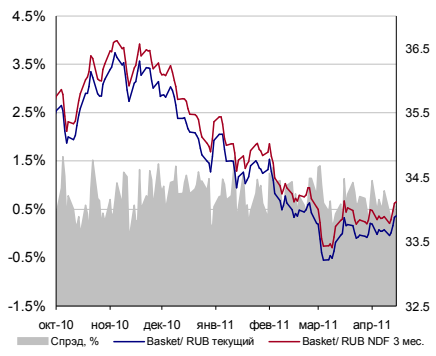
Курс рубля



Форвардные кривые



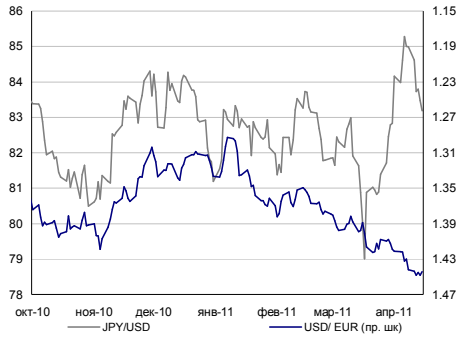
Своп-поинты 3 месяца



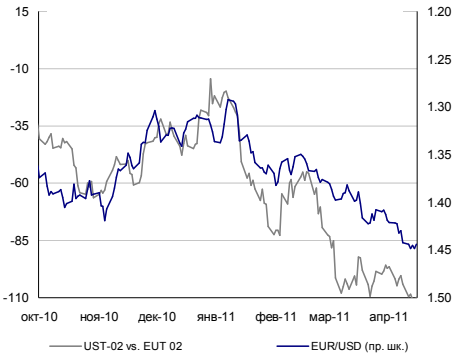
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

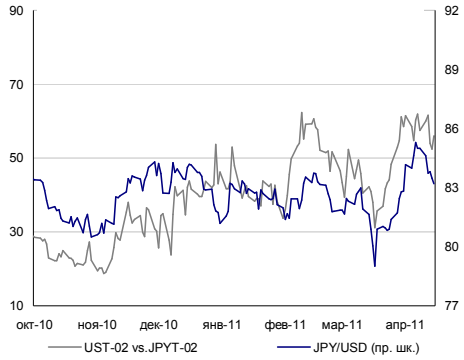
Основные валюты



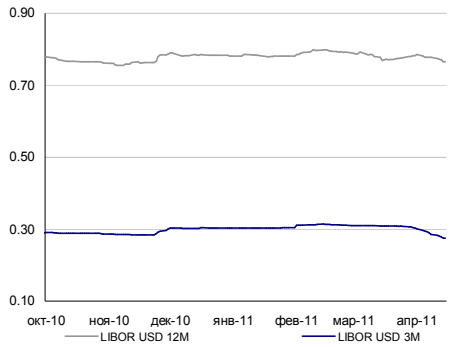
Ставки и курсы евро/доллар



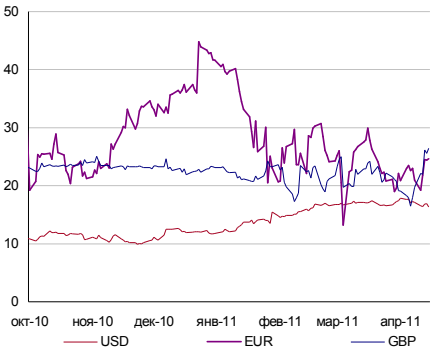
Ставки и курсы иена/доллар



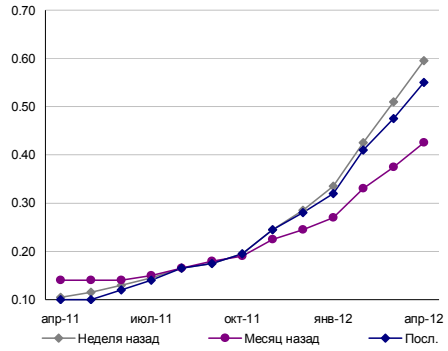
LIBOR USD



LIBOR-OIS

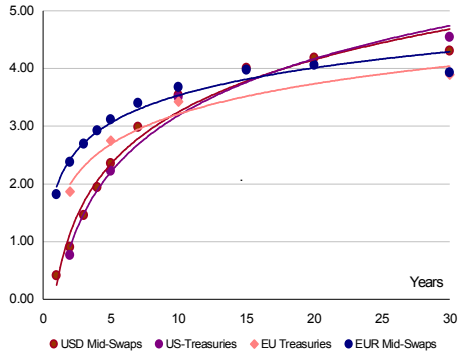


FED RATE ожидания

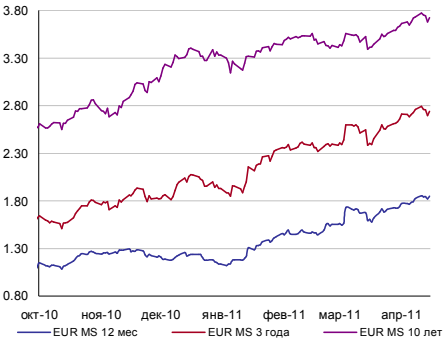


Глобальный долговой рынок

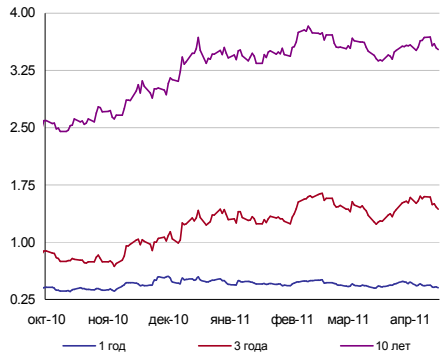
Базовые кривые



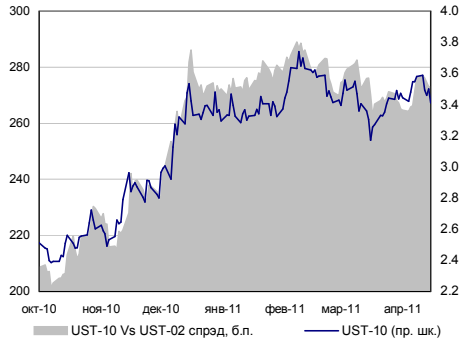
EUR IRS (mid)



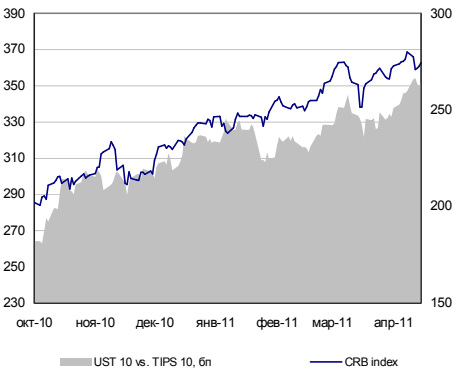
USD IRS (mid)



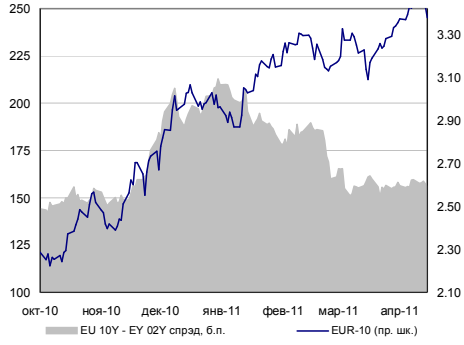
UST



Инфляционные ожидания



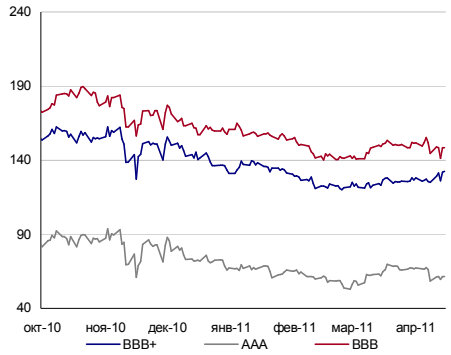
Bundes



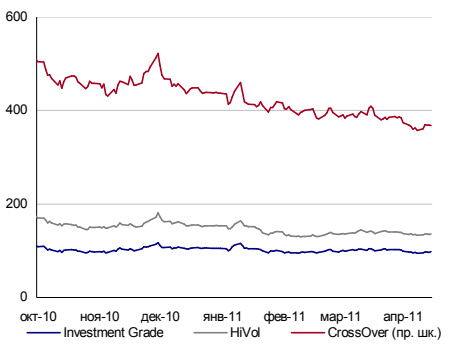
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный кредитный риск

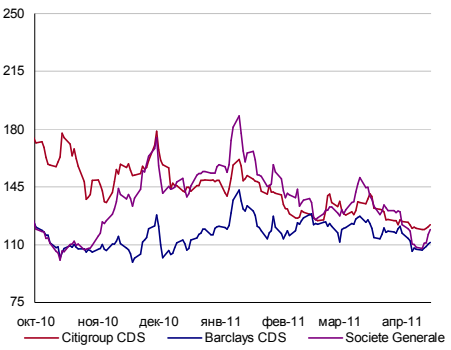
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

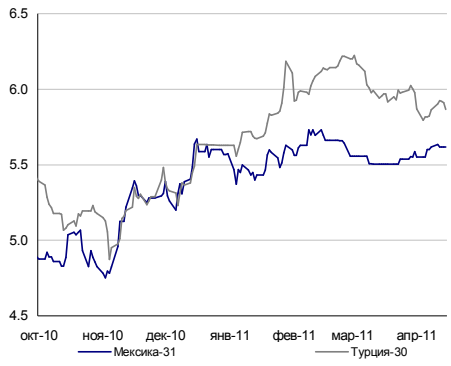


CDS Global Banks

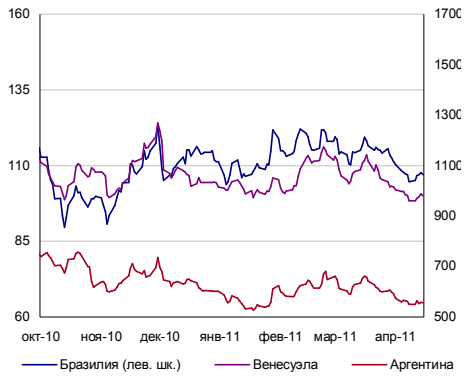


Emerging markets

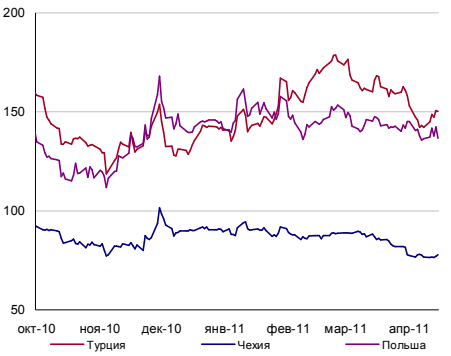
Еврооблигации EM



Lat Am CDS

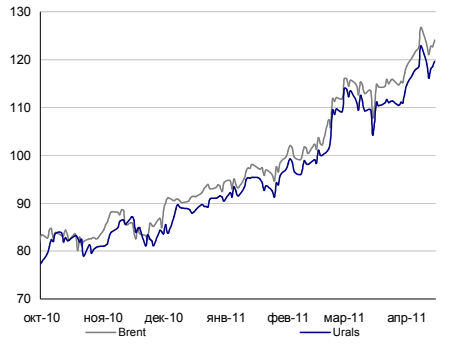


EMEA CDS

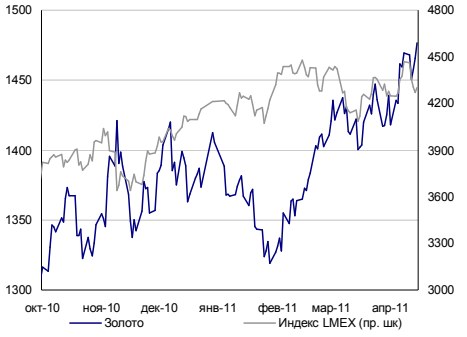


Товарные рынки

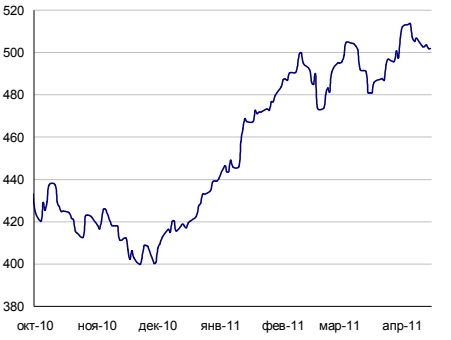
Нефть



Драгметаллы



CRB food



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Банк Москвы

Контактная информация

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

Сергей Вахрамеев
Vahrameev_SS@mmbank.ru

Металлургия
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

Экономика
Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@mmbank.ru

Финансовый сектор
Виктория Чичуа
Chichua_VT@mmbank.ru

Потребсектор
Виталий Купеев
Kupeev_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации
Кирилл Горячих
Goryachih_KA@mmbank.ru

Стратегия
Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Юрий Нефедов
Nefedov_YA@mmbank.ru

Минеральные удобрения
Юрий Волов, CFA
Volov_YM@mmbank.ru

Долговые рынки
Юрий Нефедов (руководитель группы)
Nefedov_YA@mmbank.ru

Анастасия Сарсон
Sarson_AY@mmbank.ru

Екатерина Горбунова
Gorbunova_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA
Drozdov_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.