

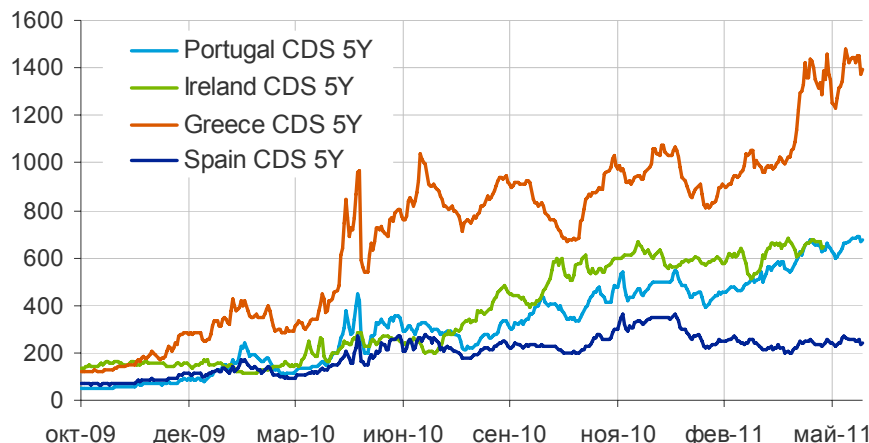
Инвестиционные идеи на внутреннем рынке облигаций РФ

Грицкевич Дмитрий,
главный аналитик Инвестиционного департамента
ОАО «Промсвязьбанк»

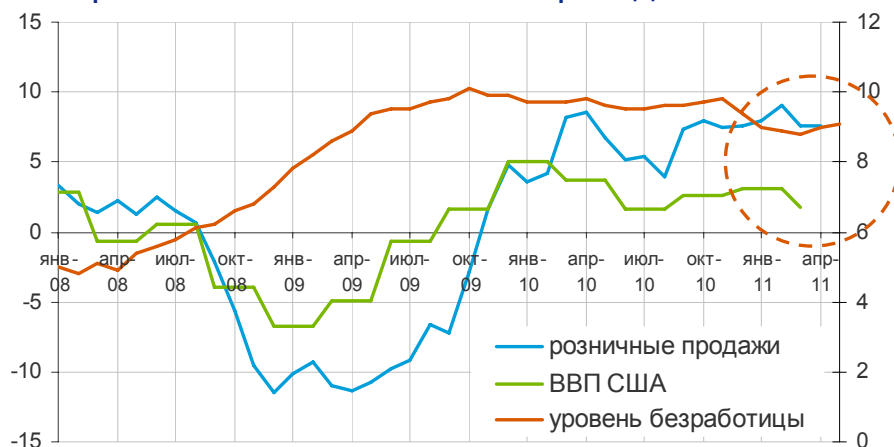
Июнь 2011 г., Одесса

Внешние факторы: цены на «черное золото» на волатильном рынке слабо прогнозируемы

Европа: долговой кризис по-прежнему не разрешен...

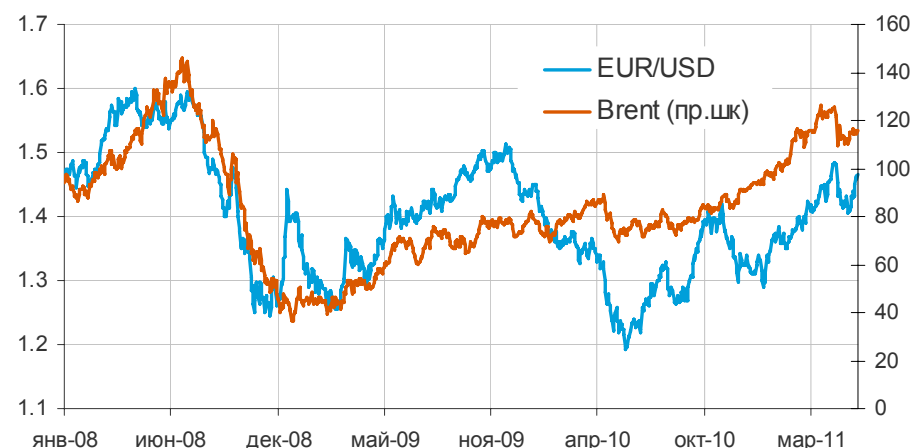


США: торможение экономики –
временное явление или скоро ждать QEIII?



Источник: Bloomberg

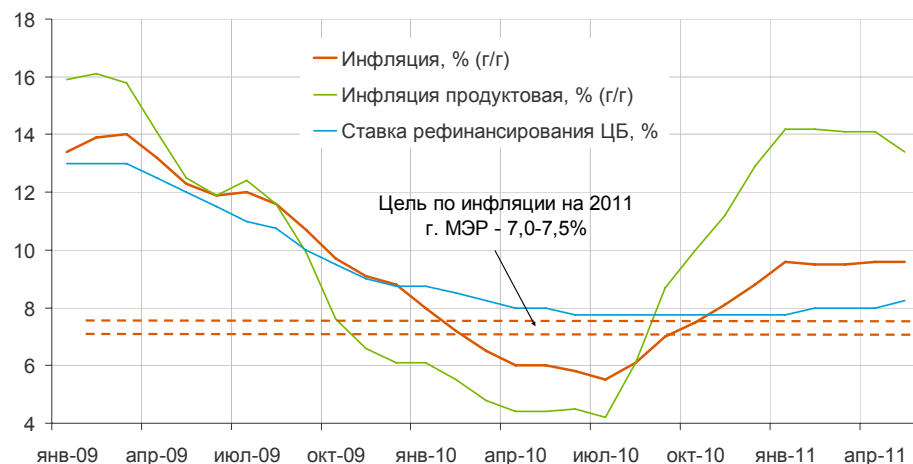
Очередное усугубление долговых проблем еврозоны рискует спровоцировать глобальное бегство от риска, что приведет к падению котировок нефти и усилению оттока капитала.



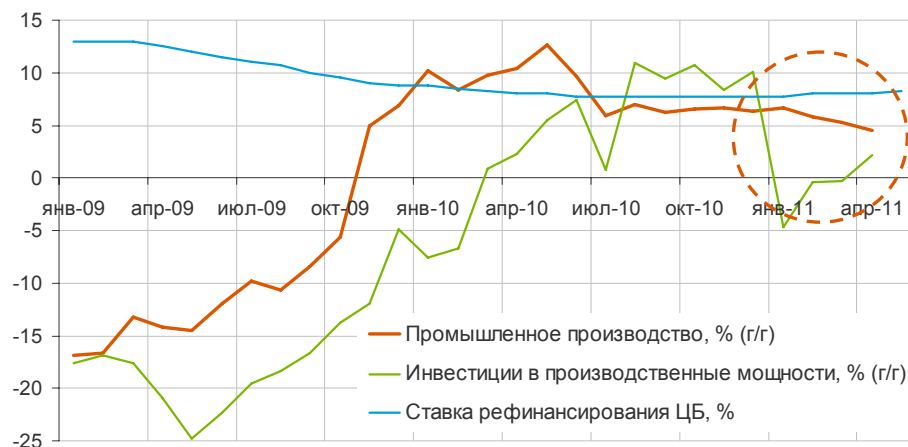
Источник: Bloomberg

-при временном характере замедления экономики США – цены на нефть будут поддержаны ростом физического спроса;
- при глобальном торможении ФРС придется сохранить мягкую политику – нефть поддержит слабый доллар.

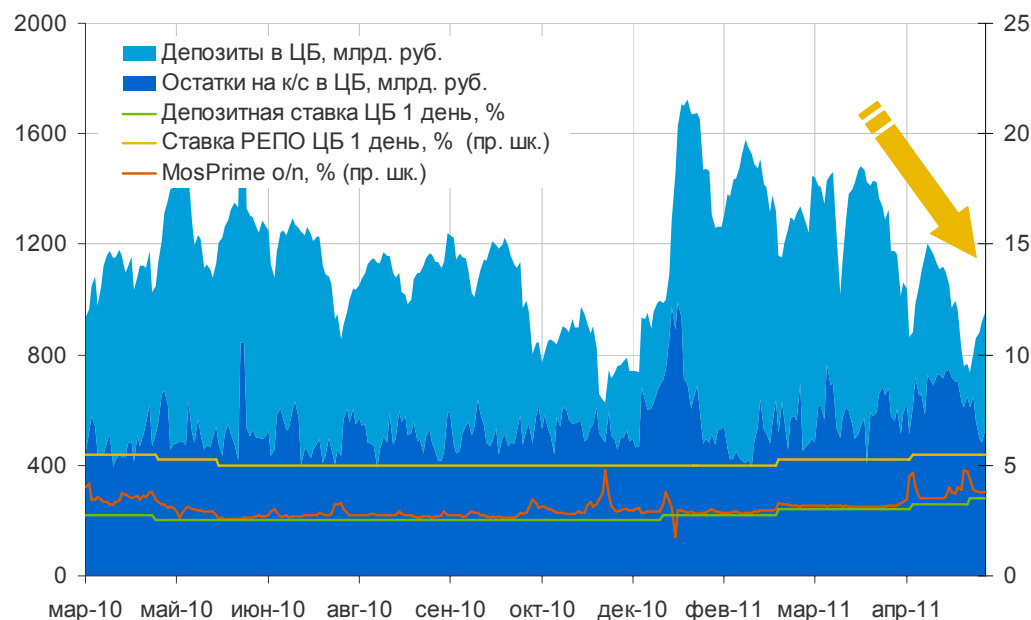
Инфляция остается выше целевого уровня...
... ожидаем ее замедления во II п/г 2011 г.



Дальнейшее повышение ставок нецелесообразно
на фоне признаков замедления экономики РФ



Рублевой ликвидности пока достаточно...
... но она уже НЕ избыточная



Ожидаем «летней паузы» в действиях ЦБ:

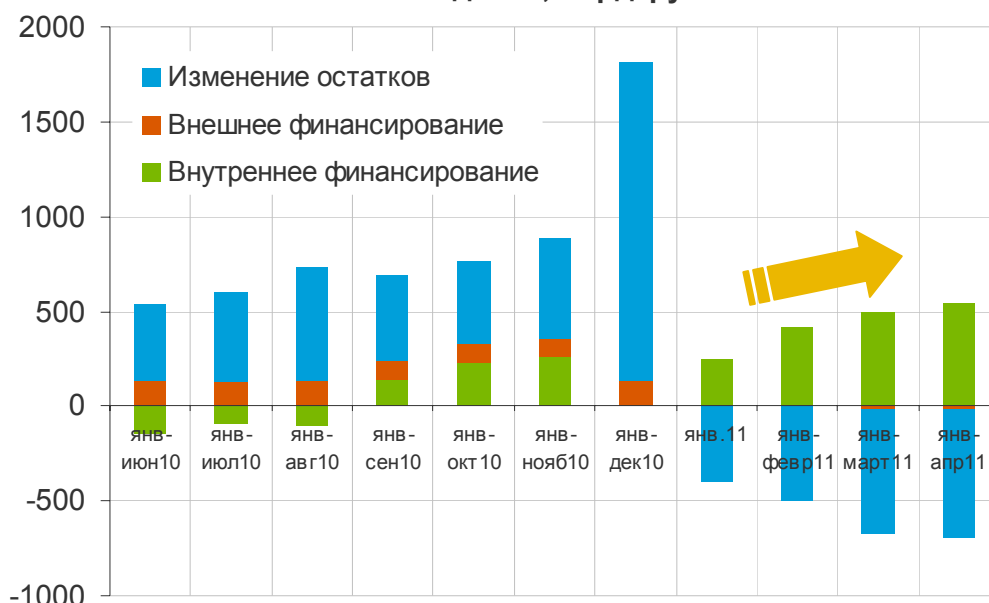
- низкая база продуктовой инфляции будет пройдена в июле;
- дальнейшее ужесточение негативно скажется на кредитовании и реальном секторе.

ОФЗ: ключевой инструмент финансирования дефицита бюджета РФ при растущих аппетитах Минфина

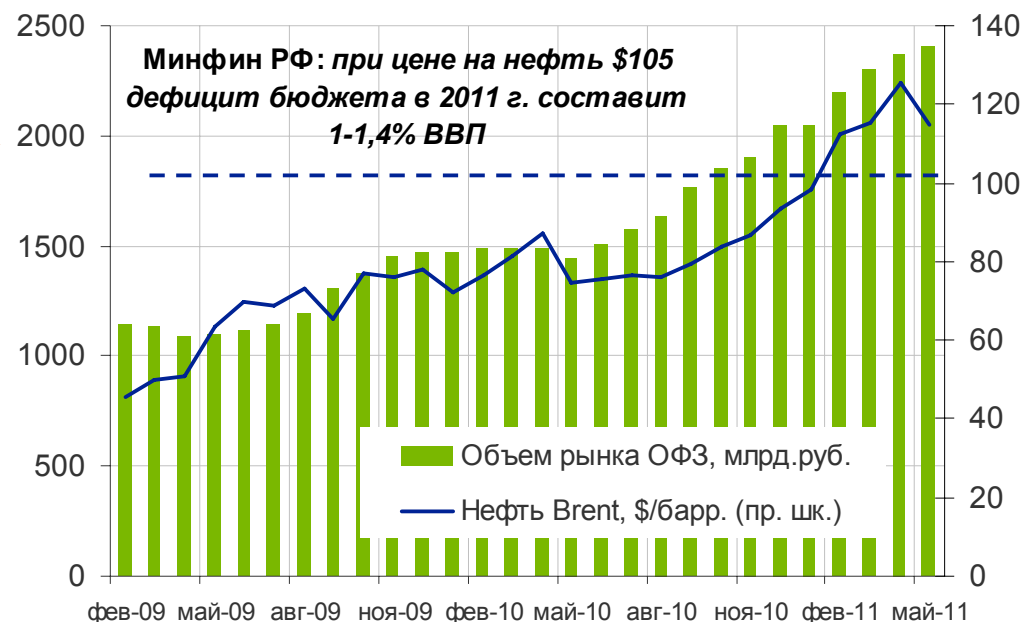


Роль внутреннего финансирования дефицита бюджета РФ за счет выпуска ОФЗ и рублевых евробондов возрастает несмотря на снижение дефицита бюджета в абсолютном размере (план на 2011 г. – 700 млрд. руб.) и росте цен на нефть

Динамика источников финансирования дефицита бюджета, млрд. руб.



Источник: Казначейство РФ



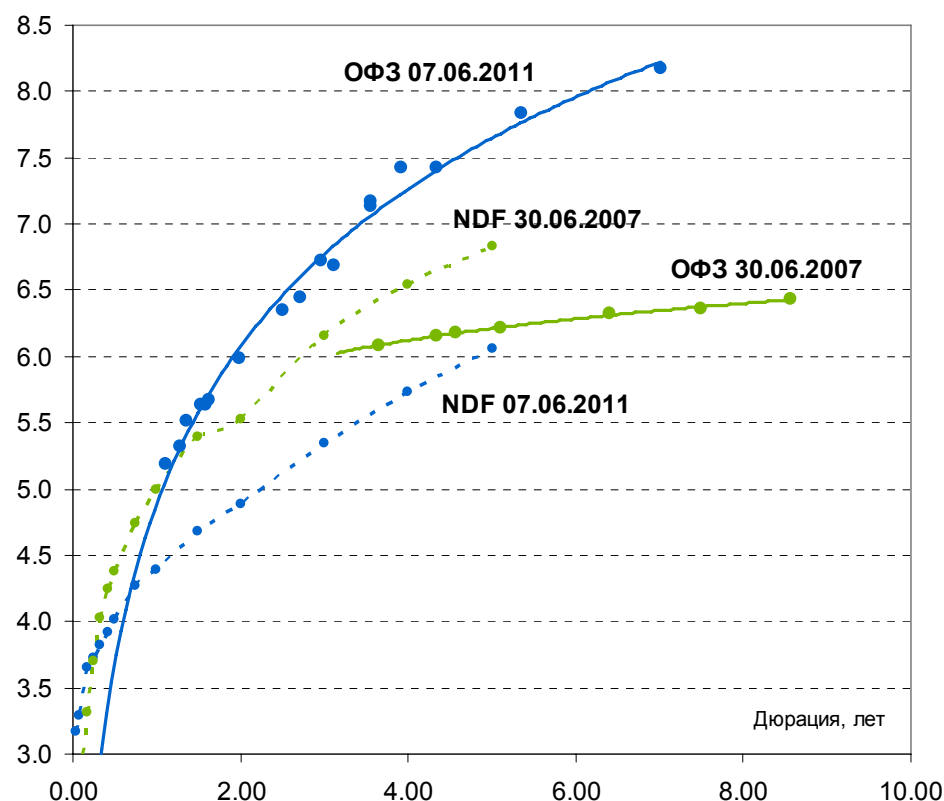
Пересмотренный бюджет на 2010-2012 годы, трлн. руб.

	2010Ф	2011П	2012П
Доходы	8.3	10.3	11.2
Расходы	10.1	11.0	12.1
Профицит/Дефицит	-1.8	-0.7	-0.9

Источник: Минфин РФ

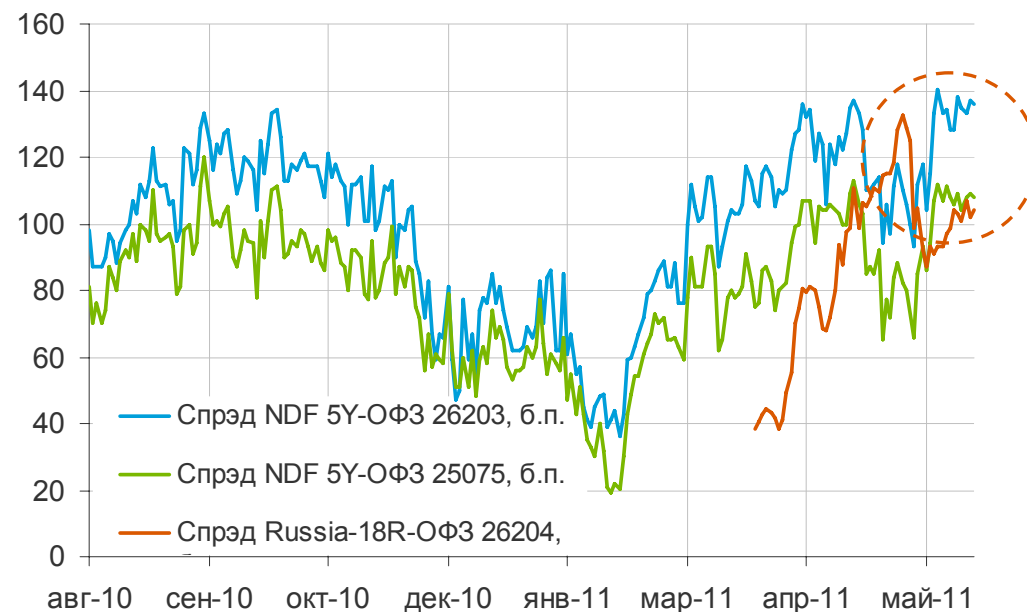
ОФЗ: крутой наклон кривой выглядит привлекательно

Крутой наклон кривой ОФЗ связан с навесом нового предложения Минфина в длинном конце кривой при сохраняющихся инфляционных рисках



Источник: ММВБ, расчеты Промсвязьбанка

Спрэд к кривой валютных свопов (NDF) расширился до локальных максимумов; спрэд к рублевому евробонду также остается широким – краткосрочный потенциал сужения составляет до 40 б.п.



Несмотря на «навес» первичного предложения рекомендуем к покупке среднесрочные выпуски ОФЗ (2,5-5 лет) на фоне чрезмерного наклона кривой госбумаг.

Корпоративный сегмент: фокус на первичку и III эшелон



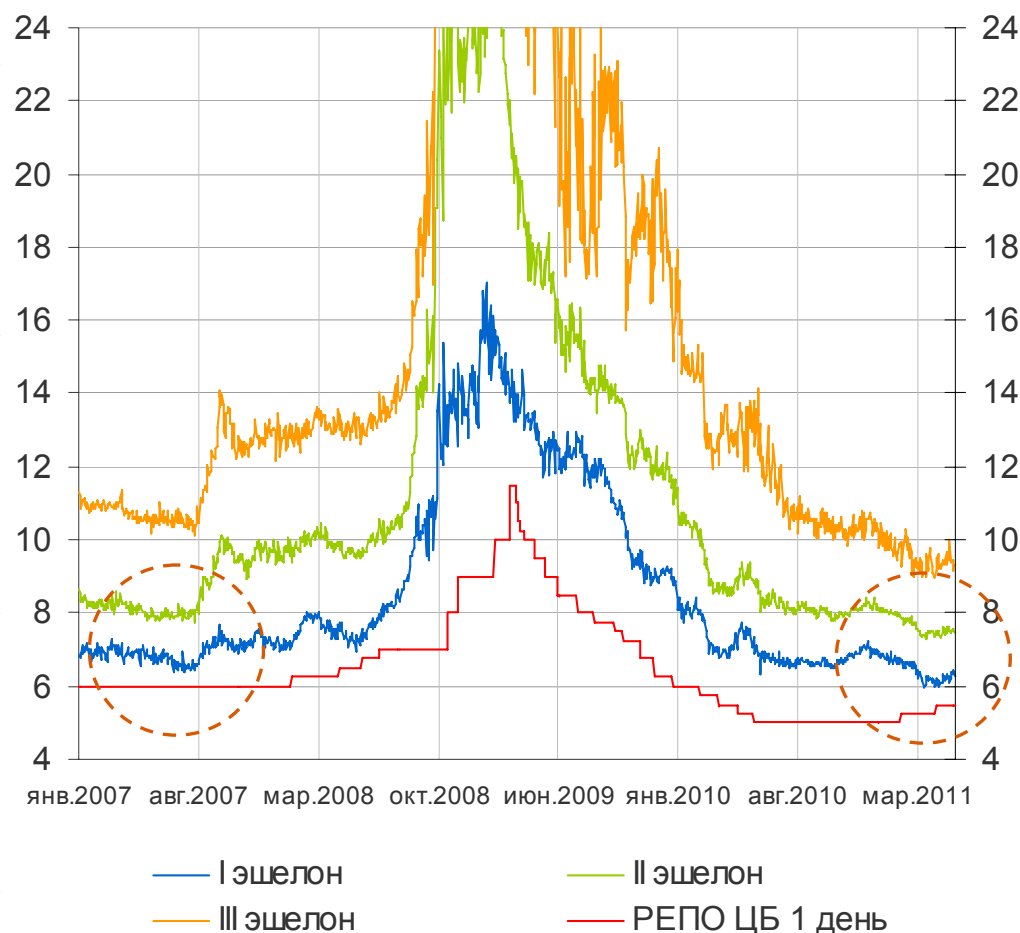
Спрэды доходностей облигаций к ставке РЕПО ЦБ сузились до минимума 2007 г. - дальнейший рост ставок и/или падение ликвидности приведут к росту доходностей в I-II эшелоне на 50-75 б.п.

На фоне повышения ставок ЦБ с начала 2011 г. и снижения ликвидности долговой рынок становится более чувствительным и волатильным как к внешним факторам, так и к внутренним (периоды уплаты налогов)

Рекомендуем участие в первичных размещениях эмитентов I-II эшелонов при наличии премии к рынку при сокращении позиции после выхода бумаги на торги/включения в ломбард/список А1

На фоне снижения доходностей и кредитных рисков все больше идей появляется в бумагах III эшелона – перед принятием инвестиционного решения необходим качественный кредитный анализ!

Доходность корпоративных облигаций, % годовых



Источник: ММВБ, расчеты Промсвязьбанка

Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Доход-ть, %	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Факторы инвестиционной привлекательности
Кредитный риск уровня «BBB»*:					
Газпромнефть, 8, 9	Baa3/BBB-/	1 406	7.97	76	Среднесрочные выпуски Газпром нефти выглядят интересно на собственной кривой, предлагая спрэд на уровне 76 б.п. к ОФЗ против 56 б.п. по длинным выпускам и 53 б.п. в целом по бумагам энергетического сектора I эшелона.
RusHydro-15R	-/BB+/BB+	1 316	7.79	69	Облигациями РусГидро торгуются с премией к кривой ОФЗ на уровне 70 б.п. или 18 б.п. к кривой ФСК ЕЭС (Baa2/BBB-/). На наш взгляд, более привлекательно выглядит рублевый евробонд RusHydro-15R дающий аналогичную премию к ОФЗ.
Средний спрэд по сегменту				53	
Кредитный риск уровня «BB»*:					
Башнефть, 1,2,3	-/-/-	501	6.95	139	При короткой дюрации и доходности около 7,0% годовых выпуски Башнефти выглядят интересно на фоне сохранения высокого кредитного качества и устойчивых темпов роста бизнеса компании.
ТГК-9, 01	-/-/-	728	8.20	205	ТГК КЭС Холдинга дают наиболее привлекательную доходность в своем сегменте, при том, что долговая нагрузка компаний остается на приемлемом уровне. Также запущен процесс консолидации активов КЭС на базе ТГК-9. Отметим, что выпуски ТГК-5, 6 и 9 торгуются с премией к ОФЗ на уровне 200 б.п. по сравнению с 155 б.п. по более длинному выпуску Кузбассэнергофинанс.
ТГК-6, 01	-/-/-	744	8.33	214	
ТГК-5, 01	-/-/-	785	8.17	190	
Средний спрэд по сегменту				146	
Кредитный риск уровня «B»*:					
ТГК-2, БО-01	-/-/CCC	757	9.09	287	На наш взгляд, текущий рейтинг эмитента от Fitch не вполне обоснован - в I кв. 2011 г. ТГК-2 перевела Архангельскую генерацию на газ, улучшила структуру кредитного портфеля (90% долгосрочные средства) и сократила задолженность от потребителей, в результате чего увеличила EBITDA до 1,86 млрд. руб.
Средний спрэд по сегменту				224	

* - классификация эмитентов по кредитному риску произведена на основе присвоенных рейтингов S&P, Moody's и Fitch, а также на основе кредитного анализа Промсвязьбанка. Итоги торгов 09.06.2011 г.

Инвестиционные идеи: металлургия и горнодобыча



Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Дох-ть, %	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Факторы инвестиционной привлекательности
Кредитный риск уровня «ВВ»*:					
Сибметин, 1, 2	-B+/BB-	1 027	8.13	143	Благоприятная рыночная конъюнктура способствует улучшению рентабельности и снижению долговой нагрузки Евраз. Кроме того, Евраз в июне закрыл книги по 5-летним выпускам серии 5 и 7 (УТР 8,58%), что предусматривает спрэд к ОФЗ 125 б.п. при 140 б.п. по среднесрочным выпускам Сибметинвест, 1 и 2.
РУСАЛБАл, 07	-/-/-	896	8.30	181	Выпуск торгуется с премией к кривой Мечела (B1/-/-) на уровне 40 б.п. Учитывая достаточно крепкий кредитный профиль РУСАЛа, наличие спреда к Мечелу, на наш взгляд, необоснованно (даже с учетом отсутствия рейтингов у РУСАЛа)
Средний спрэд по сегменту				123	
Кредитный риск уровня «В»*:					
ЧТПЗ БО-01	-/-/-	181	8.27	434	Восстановление спроса на трубы способствует росту продаж (+45% в 1 квартале 2011 г. к аналогичному периоду прошлого года). Рекомендуем покупать короткий выпуск в рамках стратегии buy&hold.
РМК-ФИН 03	-/-/-	800	8.70	240	По итогам 2010 г. выручка Группы РМК достигла \$1,46 млрд., EBITDA - \$326 млн. при объеме долга \$1,08 млрд. (доля короткого долга 13,5%); чистый долг/EBITDA - 3,3x. На фоне высоких цен на медь рекомендуем накапливать выпуски РМК.
РМК-ФИН 04	-/-/-	981	9.20	257	
Кокс БО-2	B2/B/-	978	8.57	194	По масштабам бизнеса Кокс заметно превосходит Куйбышевазот, выпуск которого торгуется с дисконтом к бондам Кокса на уровне 10-20 б.п. При сопоставимой долговой нагрузке компаний (чистый долг/EBITDA – 2,0-2,3x) ожидаем снижения доходности выпуска Кокса.
Средний спрэд по сегменту				173	

* - классификация эмитентов по кредитному риску произведена на основе присвоенных рейтингов S&P, Moody's и Fitch, а также на основе кредитного анализа Промсвязьбанка. Итоги торгов 09.06.2011 г.

Инвестиционные идеи: банки и финансовые институты



Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Доходность, %	Спред к ОФЗ, б.п.	Факторы инвестиционной привлекательности
Кредитный риск уровня «BBB»*:					
Русфинанс, 10, 11	Baa3/-/-	822	7.81	146	Выпуски дочернего розничного банка Societe Generale предлагают премию по доходности к кривой Росбанка (Baa3/BB+/BBB+) в размере 40-45 б.п. В свете стратегии SG по объединению активов в РФ на базе Росбанка покупка облигаций Русфинансбанка выглядит привлекательно.
ВЭБлизинг, 1	-/-/BBB	1 249	8.68	166	Выпуск торгуется с премией к кривой материнского ВЭБа (Baa1/BBB/BBB) на уровне 104 б.п. и 63 б.п. к собственной кривой. На наш взгляд, данный размер премии за потенциальное отсутствие «ломбардности» выглядит завышенным.
RusAgroBank-16R	Baa1/-/BBB	1 381	7.79	61	Рублевый евробонд квазисуверенного заемщика торгуется с дисконтом к локальной кривой РСХБ в размере всего 20-25 б.п. при спреде Rus-18R-ОФЗ 26204 более 100 б.п.
Средний спред по сегменту				86	
Кредитный риск уровня «BB»*:					
СПб-Б БО-1	Ba3/-/-	125	6.97	364	Входит в топ-20 российских банков. Наличие спреда к более крупным банкам с сопоставимым кредитным рейтингом выглядит привлекательно (средний уровень спреда к ОФЗ по сопоставимым банкам – 160 б.п.).
СПб-Б БО-2	Ba3/-/-	285	7.15	250	
СПб-Б БО-4	Ba3/-/-	511	7.39	180	
КрЕврБ-06	Ba3/-/BB-	418	7.31	204	Кредит Европа Банк контролируется турецким Fiba Holding с активами порядка \$15,4 млрд. Премия по доходности в размере 50 б.п. к кривой розничного банка ХКФ (Ba3/B+/-) выглядит интересно.
Средний спред по сегменту				160	

* - классификация эмитентов по кредитному риску произведена на основе присвоенных рейтингов S&P, Moody's и Fitch, а также на основе кредитного анализа Промсвязьбанка. Итоги торгов 09.06.2011 г.

Инвестиционные идеи: банки и финансовые институты (продолжение)



Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Дох-ть, %	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Факторы инвестиционной привлекательности
Кредитный риск уровня «B2/B»*:					
КБРенКап, 02	B3/B/B	292	8.60	391	После повышения кредитных рейтингов Банка от Moody's и Fitch до уровня «B» спрэд к ОФЗ по выпуску около 400 б.п. выглядит привлекательно. Несмотря на небольшие масштабы бизнеса розничного Банка мы отмечаем высокий уровень обеспеченности капиталом (H1=21% на 01.03.2011 г.), а также высокий уровень акционерной поддержки Группы Ренессанс Капитал.
КрайИнвест, БО-01	-/B/-	475	9.28	381	Доходность облигаций банка предполагает премию 85 б.п. к кривой доходности сопоставимых по кредитному качеству банков (СКБ-Банк и Первобанк). Хотя эмитент не входит в топ-100 крупнейших банков РФ, основным акционером (97,05%) Крайинвестбанка выступает Краснодарский край (-/BB/BB), предоставляя существенный уровень акционерной поддержки.
Внешпромбанк, БО-01	B2/B/-	176	9.5	562	На наш взгляд, риски связанные с высокой концентрацией ресурсной базы (обслуживает счета Транснефти) и портфелем ликвидности на горизонте до ближайшей оферты находятся на низком уровне - короткий ломбардный выпуск эмитента в рамках стратегии buy&hold выглядит привлекательно.
Средний спрэд по сегменту				330	
Кредитный риск уровня «B3/B-»*:					
НацСтанд, 01	B3/-/-	266	8.91	437	При небольших масштабах бизнеса (активы 37 млрд. руб.) финансовая устойчивость банка достигается за счет высокой обеспеченности капиталом (H1=18,6%) и достаточной ликвидности.
УБРиР, 02	-/B/-	484	9.63	413	Один из крупнейших банков III эшелона с активами в 80 млрд. руб. Обладает развитой региональной сетью и широкой клиентской базой. Текущая доходность предполагает премию около 100 б.п. к облигациям сопоставимых банков - СКБ-Банк и Первобанк, что выглядит достаточно интересно.
Средний спрэд по сегменту				395	

* - классификация эмитентов по кредитному риску произведена на основе присвоенных рейтингов S&P, Moody's и Fitch, а также на основе кредитного анализа Промсвязьбанка. Итоги торгов 09.06.2011 г.

Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Дох-ть, %	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Факторы инвестиционной привлекательности
Кредитный риск уровня «ВВ»*:					
НовПерКом, 01	-/B1/-	712	8.21	218	За счет сильных результатов Группы Globaltrans за 2010 г. при по-прежнему низкой долговой нагрузке (чистый долг/ EBITDA – 1,0х) целевой уровень спреда к ОФЗ снижаем до 160-170 б.п. (потенциал – около 50 б.п.). При этом компания проявляет интерес к покупке ПГК или Трансконтейнера – реализация сделки приведет к дальнейшему сужению спредов.
Теле2, 01 (первичное предложение)	-/-/BB+	1 510	9.2-9.73	188-241	Прайсинг 5-летних бумаг Теле2 предусматривает премию к ОФЗ на уровне 188-241 б.п. при премии 105-157 б.п. к кривой МТС и 73-125 б.п. – к Вымпелкому, что, на наш взгляд, является достаточной премией за более скромные масштабы бизнеса компании и дебют на рынке.
Средний спрэд по сегменту				105	
Кредитный риск уровня «В»*:					
Трансаэро, 01	-/-/-	311	9.00	440	Короткий выпуск торгуется с премией к кривой ОФЗ на уровне 440 б.п. и более 200 б.п. к кривой ЮтЭйра, что остается неоправданно широко на фоне продолжающегося роста отрасли авиаперевозок. Рекомендация – накапливать в рамках стратегии buy&hold.
ПрофМедиа, 01	B+/-/-	686	8.56	260	Ломбардный выпуск по-прежнему остается привлекательным, торгуясь со спредом около 100 б.п. к эмитентам реального сектора с рейтингом В+, что выглядит неоправданно широко, учитывая наличие в капитале сильного акционера (холдинг «Интеррос»).
ЮТэйрФ, БО-4, 5	-/-/-	898	9.26	283	В связи с переходом под контроль НПФ «Сургутнефтегаз» и продолжающейся переоценкой кредитного риска эмитента видим downside по спреду к ОФЗ на уровне 5-600 б.п. при текущем спреде 283 б.п. (более короткие выпуски эмитента БО-03 и БО-04 торгуются с премией к кривой госбумаг 230 б.п.).
Средний спрэд по сегменту				233	

* - классификация эмитентов по кредитному риску произведена на основе присвоенных рейтингов S&P, Moody's и Fitch, а также на основе кредитного анализа Промсвязьбанка. Итоги торгов 09.06.2011 г.

Инвестиционные идеи: региональные и муниципальные органы власти (РиМОВ)



Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Доход-ть, %	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Факторы инвестиционной привлекательности
Кредитный риск уровня «ВВ»*:					
СамарОбл 6	Ba1/BB+/-	496	6.75	134	Восстановление экономики России после кризиса на фоне высоких цен на энергоносители благоприятно сказывается на росте доходов региональных бюджетов. Крупнейшие регионы РФ по кредитному качеству вполне могут рассматриваться инвесторами на уровне кредитного риска России при получении премии к суверенной кривой на уровне 70-110 б.п.
СамарОбл 7	Ba1/BB+/-	1 177	7.55	66	
КраснодКр3	-/BB/BB	919	7.32	85	
КраснЯрКр4	-/BB+/BB+	345	6.07	129	
Саха(Якут),7	-/BB-/BB	762	6.92	77	
ВолгогОбл10	-/BB-/	1 199	7.66	73	
КалужОбл-5	-/-/BB-	1 372	8.18	102	
ЯрОбл-09	-/-/BB-	574	6.68	102	
Средний спрэд по сегменту				110	
Кредитный риск уровня «В»*:					
Мособл,8	B1/-/-	383	7.27	231	Занимает 3-е место по размеру доходов (238 млрд. руб. в 2010 г.), уступая только Москве и Петербургу. Мы отмечаем улучшение кредитных метрик региона - область завершила 2010 г. с профицитом 5,8% при уровне долга 42% от доходов.
Мос.обл.7в	B1/-/-	943	7.78	127	
Средний спрэд по сегменту				128	

* - классификация эмитентов по кредитному риску произведена на основе присвоенных рейтингов S&P, Moody's и Fitch, а также на основе кредитного анализа Промсвязьбанка. Итоги торгов 09.06.2011 г.

Инвестиционные идеи: облигации повышенного риска



Выпуск	Рейтинг (M/S/F)	Дюрация, дн.	Дох-ть, %	Спрэд к ОФЗ, б.п.	Факторы инвестиционной привлекательности
Машиностроение					
СОЛЛЕРС, 02	-/-/-	671	9.24	331	В соответствии с отчетностью за 2010 г. по МСФО и прогнозами на 2011 г. Группа подтвердила устойчивый тренд на восстановление показателей при снижении уровня долговой нагрузки. Мы рекомендуем накапливать данный выпуск при среднесрочном потенциале снижения доходности до 80 б.п.
Банки					
ТКСБанк, БО2	B2/-/B	639	11.19	760	Кривая доходности эмитента торгуется с премией 370 б.п. к облигациям банков с рейтингом «B2/B». Мы отмечаем снижение стоимости и диверсификацию ресурсной базы Банка, что должно позитивно отразиться на его кредитном качестве. Вместе с тем, мы отдаем предпочтение короткому выпуску Банка.
Строительные материалы					
Полипласт, 02	-/-/-	429	11.34	618	Выпуск предполагает премию около 350 б.п. к обращающимся облигациям строительных компаний (ЛенСпецСМУ, ЛСР) и около 500 б.п. к облигациям эмитентов химического сектора (Акрон, ЕврОхим). Финансовые показатели Группы демонстрируют позитивную динамику, долговая нагрузка остается в консервативных границах: чистый долг/EBITDA - 3,8х.
Розничная торговля					
Апт36и6, 02	-/-/-	216	18.25	1 428	Бумаги интересны для стратегии buy&hold высокорискованным инвесторам, т.к. долговая нагрузка Аптек остается высокой – по итогам 9 мес. 2010 г. чистый долг/EBITDA составил 5,8х. При этом компания успешно рефинансирует короткий долг в банках – Сбербанк открыл для Аптечной сети 36,6 кредитную линию с лимитом 4,15 млрд. руб. на 5 лет.
Суверенный долг					
Беларусь, 01	B2/B/-	519	12.91	743	На наш взгляд рынок переоценивает риски дефолта рублевых облигаций Республики Беларусь: одобрен кредита ЕврАзЭС на \$3 млрд., МВФ начал рассмотрение вопроса по новому кредиту, стартует процесс приватизации (Беларуськалий). Кроме того, погашение коротких бондов РБ наступает до пиковых выплат по долгу в 2013 г.

* - классификация эмитентов по кредитному риску произведена на основе присвоенных рейтингов S&P, Moody's и Fitch, а также на основе кредитного анализа Промсвязьбанка. Итоги торгов 09.06.2011 г.

Контактная информация



ОАО «Промсвязьбанк»

- Адрес: 109052, Российская Федерация, Москва, ул. Смирновская, д. 10, стр. 22
- Телефоны: (495) 727-10-20 и (495) 777-10-20
- Круглосуточная информационно-справочная служба: (495) 787-33-34, (800) 333-03-03
- Факс: (495) 727-10-21

- Адрес электронной почты: postmaster@psbank.ru
- Адрес в сети Интернет: www.psbank.ru

•Reuters: PSBF
SWIFT: PRMSRUMM
SPRINT: psbnk/CUSTOMERS



Инвестиционный департамент
т. +7 (495) 777-10-20 доб. 70-53-03, 70-20-00
ф. +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-37
E-mail: ib@psbank.ru



Руководство

Зибарев Денис Александрович Zibarev@psbank.ru	Руководитель департамента	70-47-77
Тулинов Денис Валентинович Tulinov@psbank.ru	Руководитель департамента	70-47-38
Миленин Сергей Владимирович Milenin@psbank.ru	Заместитель руководителя департамента	70-47-94
Субботина Мария Александровна Subbotina@psbank.ru	Заместитель руководителя департамента	70-47-33

Аналитическое управление

Грицкевич Дмитрий Александрович Gritskevich@psbank.ru	Рынок облигаций	70-20-14
Монастыршин Дмитрий Владимирович Monastyrshin@psbank.ru	Рынок облигаций	70-20-10
Шагов Олег Борисович Shagov@psbank.ru	Рынки акций	70-47-34
Захаров Антон Александрович Zakharov@psbank.ru	Валютные и товарные рынки	70-47-75

Управление торговли и продаж

Круть Богдан Владимирович krutbv@psbank.ru	Синдикация и продажи	icq 311-833-662	Прямой: +7(495) 228-39-22 +7(495) 777-10-20 доб. 70-20-13
Хмелевский Иван Александрович Khmelevsky@psbank.ru	Синдикация и продажи	icq 595-431-942	Прямой: +7 (495) 411-5137 +7(495) 777-10-20 доб. 70-47-18
Павленко Анатолий Юрьевич APavlenko@psbank.ru	Треjder	icq 329-060-072	Прямой: +7(495)705-90-69 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-23
Рыбакова Юлия Викторовна Rybakova@psbank.ru	Треjder	icq 119-770-099	Прямой: +7(495)705-90-68 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-41
Жариков Евгений Юрьевич Zharikov@psbank.ru	Треjder		70-47-35
Хлебников Дмитрий Сергеевич khlebnikov@psbank.ru	Треjder		Прямой: +7(495) 705-90-96 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-8
Урумов Тамерлан Таймуразович Urumov@psbank.ru	Треjder		Моб.: +7(910)417-9773 +7(495)777-10-20 доб. 70-35-06

Управление по работе с неэмиссионными и долговыми обязательствами

Бараночников Александр Сергеевич Baranochnikov@psbank.ru	Операции с векселями	Прямой: +7(495)228-39-21 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-96
---	----------------------	--

Спасибо за внимание!