



Рынок облигаций в посткризисный период

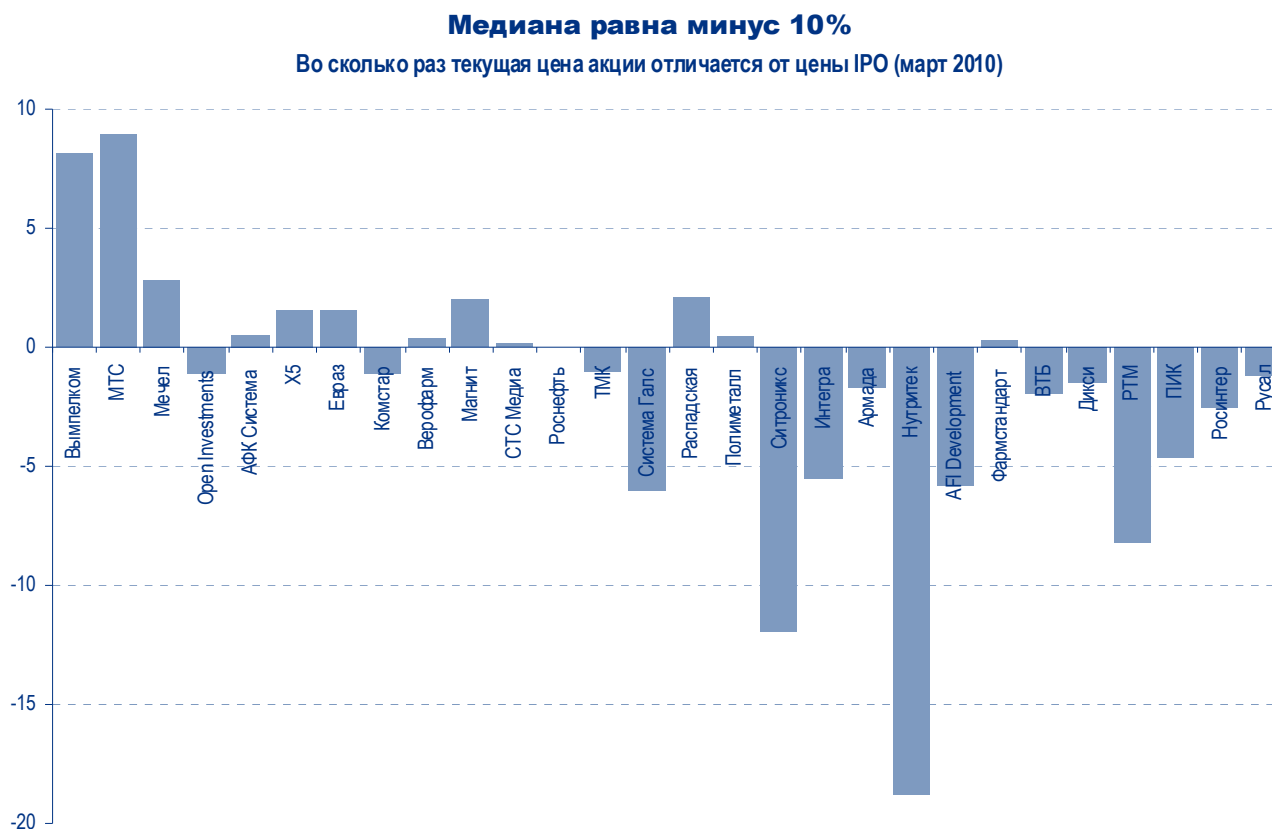
Финансовый форум ММВБ

Апрель 2010



Дмитрий Дудкин, CFA, Дирекция анализа долговых инструментов, Uralsib Capital, dudkindi@uralsib.ru

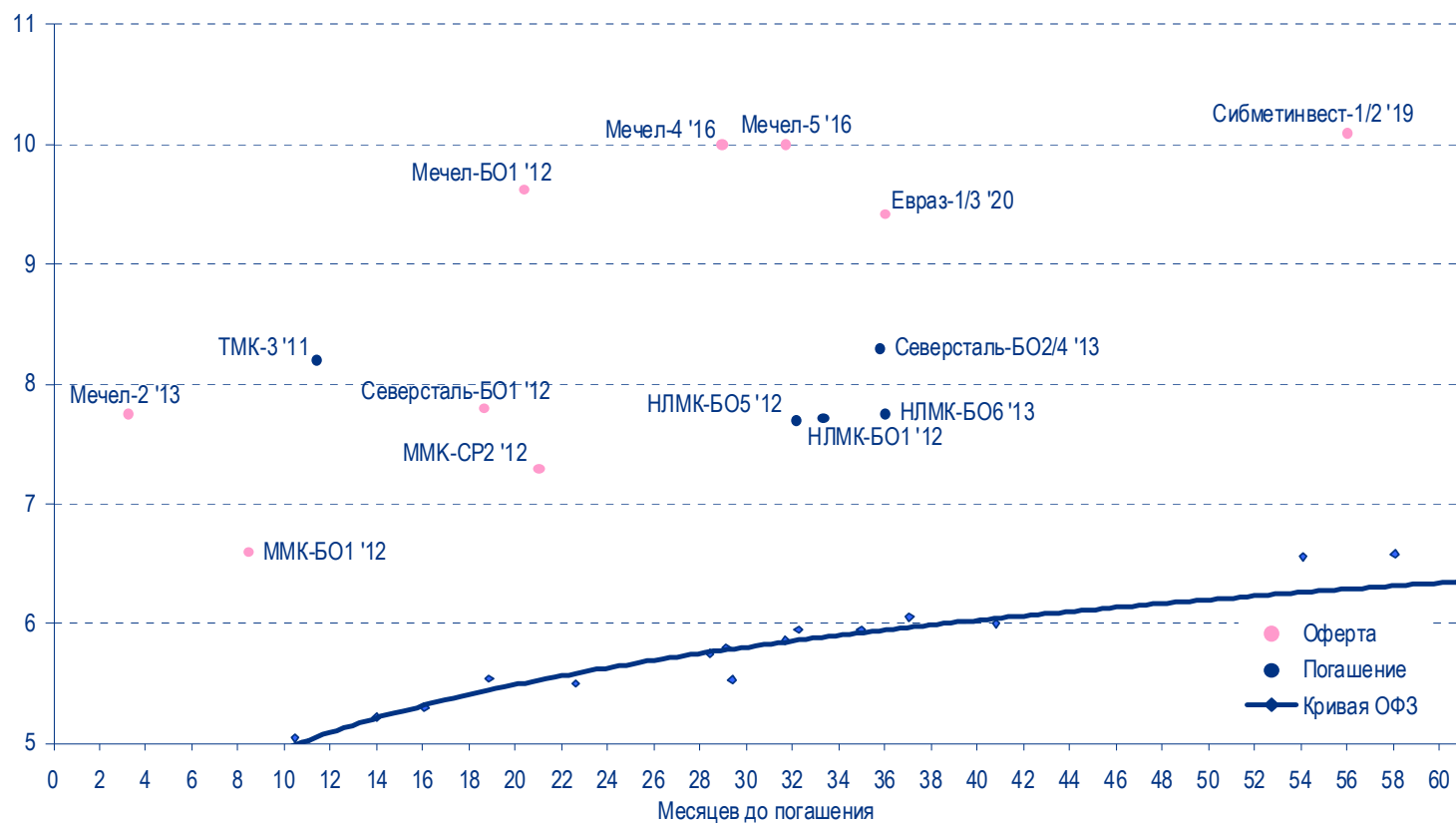
- Изначально IPO рассматривались как инструмент частичного «выхода» основного акционера.
- Именно поэтому они в основном проводились на «топе».
- Это, соответственно, и приводило к печальной динамике цены акций после IPO.
- Идея правильной структуры капитала становится сейчас основной.
- Мы видим в этом основную причину выхода на рынок таких компаний, как Русское Море и Уралхим.



Источник: Уралсиб

Рынок локальных бумаг металлургов сформировался в 2009 году

Рублевые выпуски, торующиеся на ММВБ



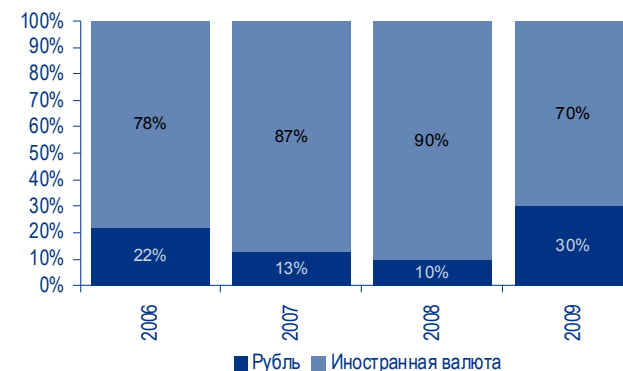
Источник: ММВБ

Урок №1 – валюта долга

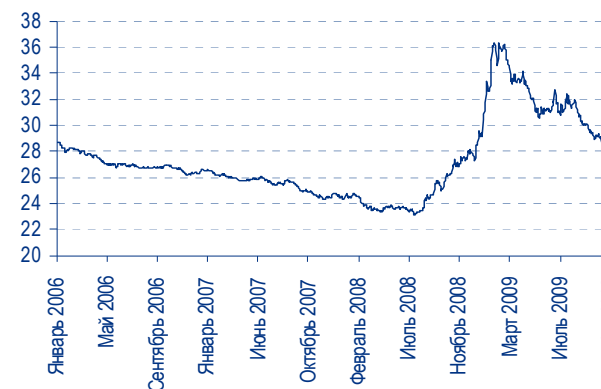
- ММК 60% продукции продает на локальном рынке.
- При этом в 2008 году доля рублевого долга составляла всего 10%.
- Кризис научил, что такое валютный риск.
- На конец 2009 года доля рублевых заимствований составила уже 30%
- Привлечение рублевых ресурсов стало приоритетом металлургов в 2009 году.
- Тенденция: локальный рынок – основная площадка

ММК: валютный риск стал очевиден

Доля рублевого долга на балансе компании



Курс рубля



Источник: данные компании

О пользе ликвидности

Сравнение Евраз и Северстали, результаты 2009 года

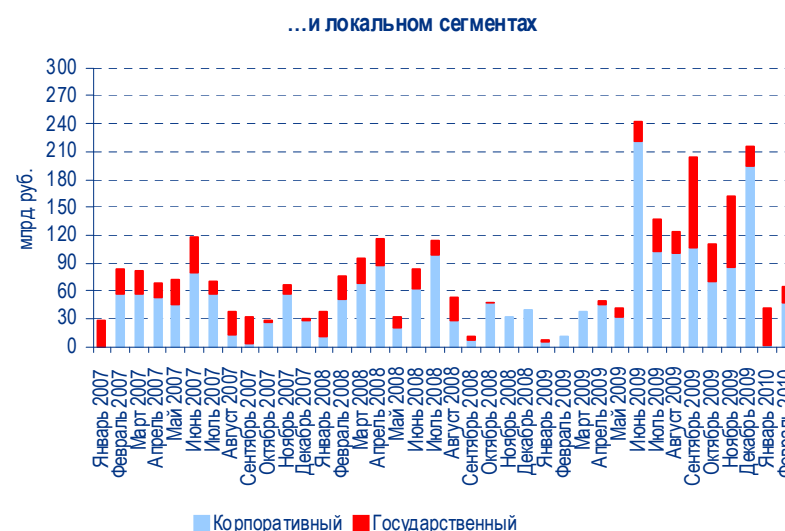
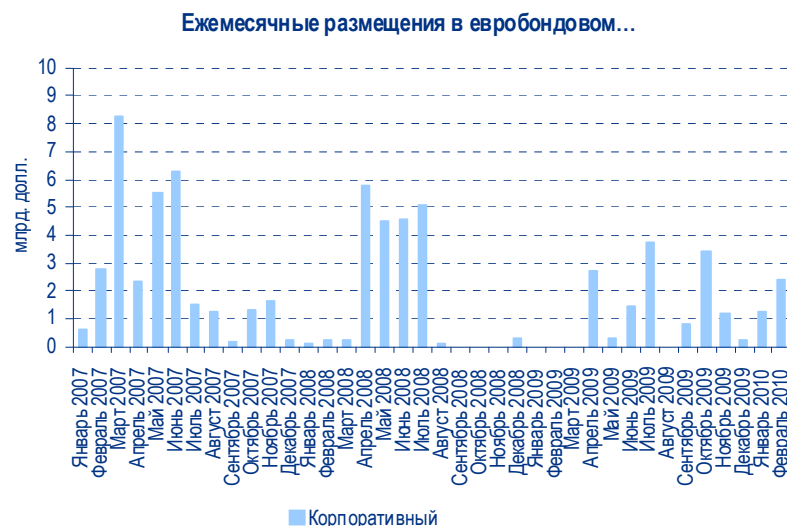
	Евраз	Северсталь
Долг/EBITDA	6.4	8.9
Денежные средства/ краткосрочный долг	0.3	1.9
Рейтинги	B/B2/B+	BB-/Ba3/B+
Средняя доходность на локальном рынке	9.5-10%	7.5-8%

Источник: данные компаний, оценки Уралсиба

- Евраз выглядит значительно лучше Северстали по общему левереджу.
- Однако денежные средства Северстали вдвое покрывают короткий долг.
- В результате, Северсталь осталась в рейтинговом сегменте BB, а Евраз в кризис покинул его.
- Сейчас это стоит Евразу 2% разницы в доходности (для рублевого рынка) и приводит к тому, что Евраз размещает 3-5 летние бонды с премией, а Северсталь – 2-3 летние на комфортном уровне.
- Тенденция: рынок помогает решить проблему ликвидности за счет длинных бондов

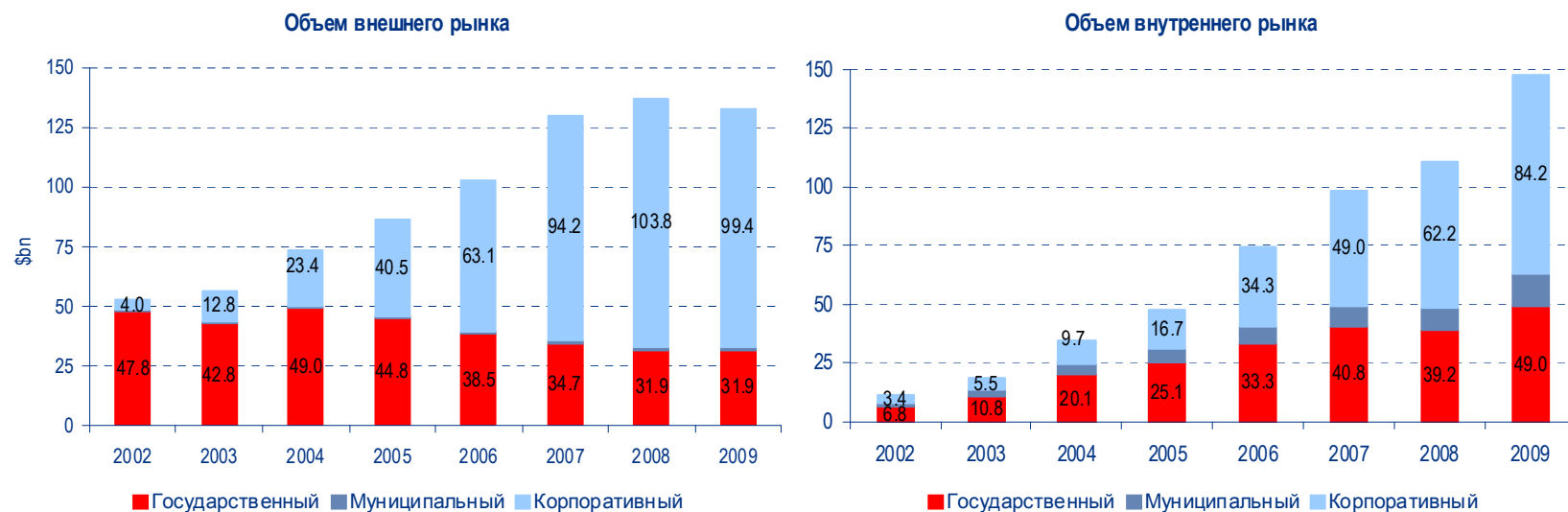
- После коллапса Lehman Brothers первичный рынок умер, но, начиная с марта 2009 года, оживление началось на локальном рынке.
- Основные причины:
 - Предложение госдолга;
 - Первоначальное нежелание иностранных инвесторов брать российский риск;
 - Нежелание эмитентов выпускать долг, номинированный в иностранной валюте;
 - Локальный рынок был поддержан ликвидностью ЦБ.

Первичное предложение на евробондовом рынке стагнирует



Локальный рынок обгоняет внешний

В 2009 году локальный рынок стал больше евробондового



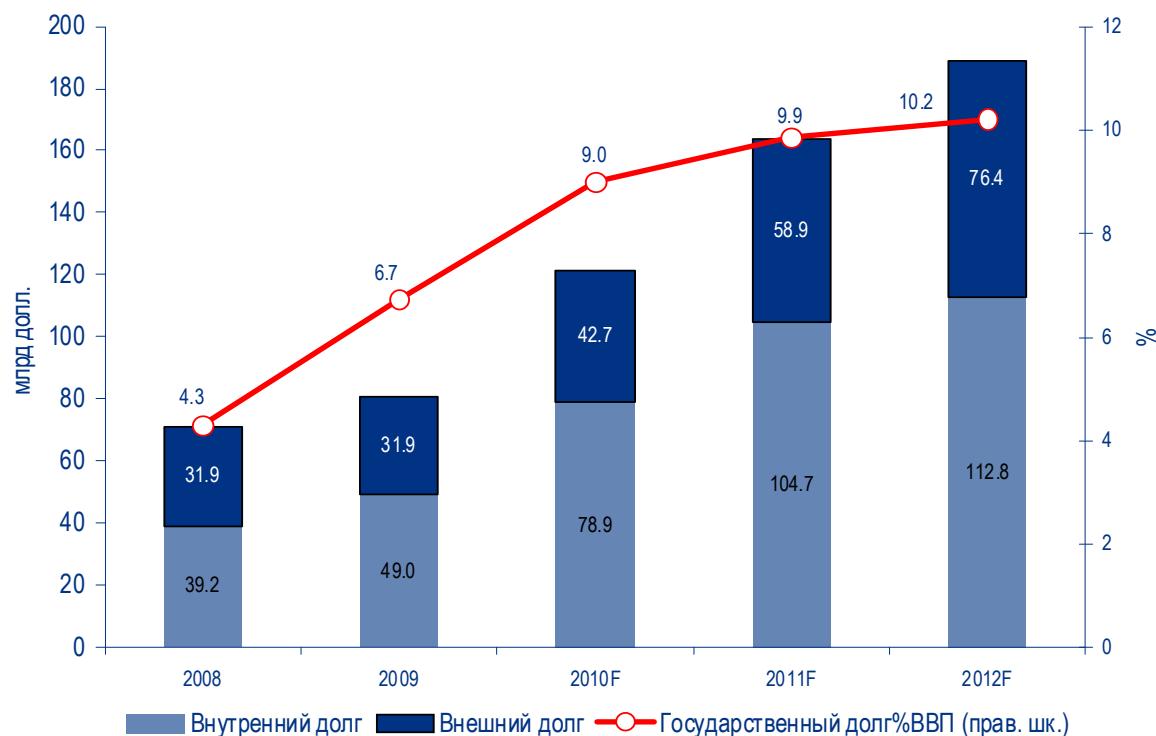
Источник: Cbonds

- Благодаря стагнации предложения и принимая во внимание погашения,...
- ... суммарный объем рынка рублевых облигаций превысил объем евробондов в 2009 году.
- Корпоративный сегмент рублевого долга все еще меньше (84 млрд долл. против 105 млрд долл. в случае с евробондами) ...
- ... но это компенсируется госдолгом.

Госдолг по бюджету на 2010-2012

Государственный долг РФ по прогнозу Минфина

Суммарный долг может превысить 10% ВВП



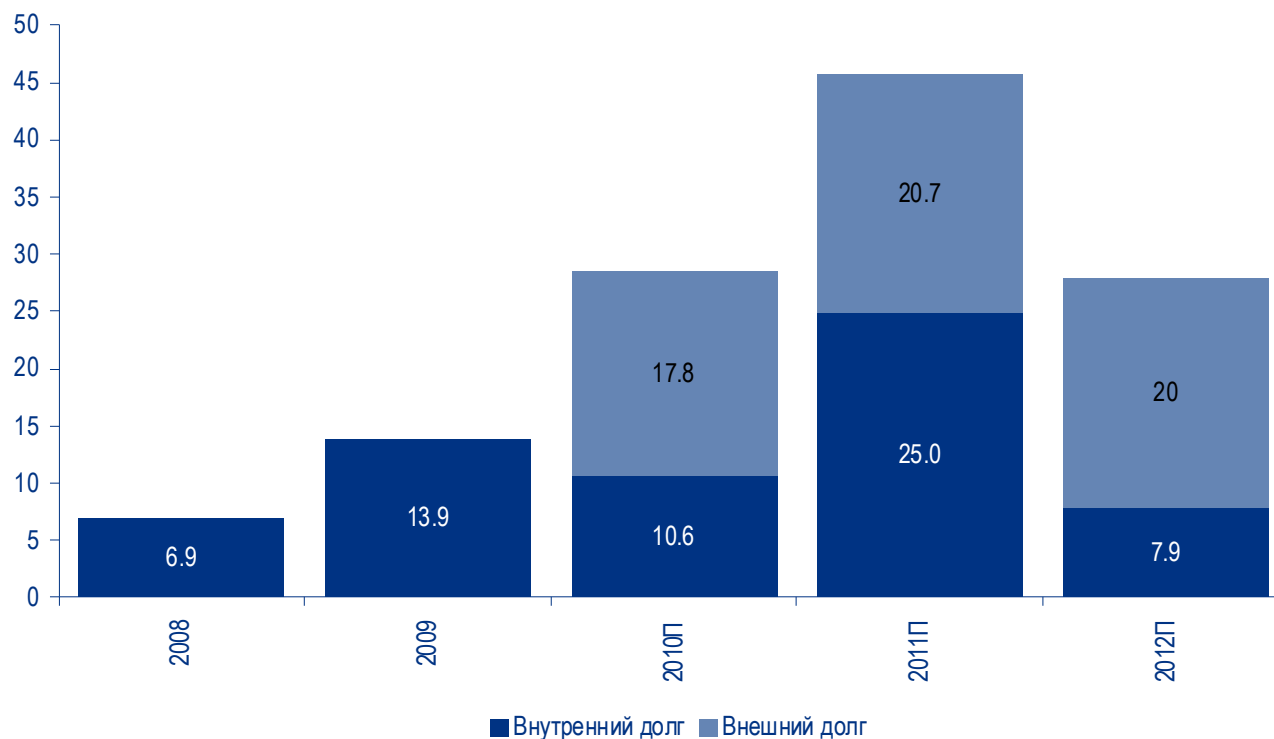
Источник: Минфин, оценки Уралсиба

- Суммарный госдолг может достигнуть порядка 190 млрд долл. или 10,2% прогнозного ВВП 2012 года в сравнении с 4.3% в 2008 году
- Внутренний долг останется главной составляющей с пиком заимствований, приходящимся на 2011 год (порядка 750 млрд руб.)
- Выпуск нового внешнего долга будет равномерно размазан по 2010-2012 – примерно по 20 млрд долл. в год

- В 2010 году усилия Минфина должны были быть сосредоточены на том, чтобы занять 17,8 млрд на внешнем рынке
- В 2011 году на фоне истощения резервного фонда привлечение внутреннего долга должно превысить привлечение внешнего
- Но! У нас есть ощущение, что эти планы не будут выполнены. Сокращение может пройти за счет евробондов.

Ожидаемое привлечение нового долга, млрд долл.

Фокус 2010 года - на внешнем долге, 2011 года - на внутреннем

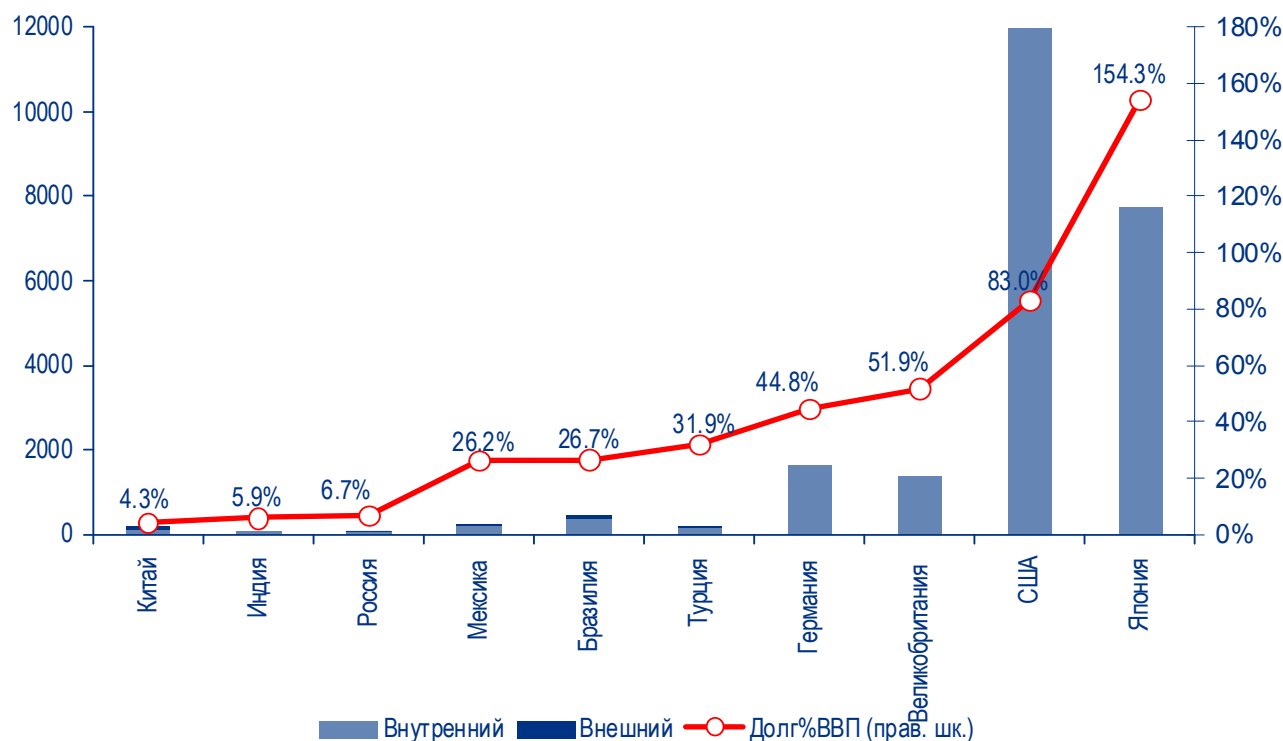


Источник: Минфин, оценки Уралсиба

Госдолг можно наращивать, если нужно

Государственный долг некоторых стран в 2009 году, млрд долл.

Россия имеет возможность для увеличения долговой нагрузки



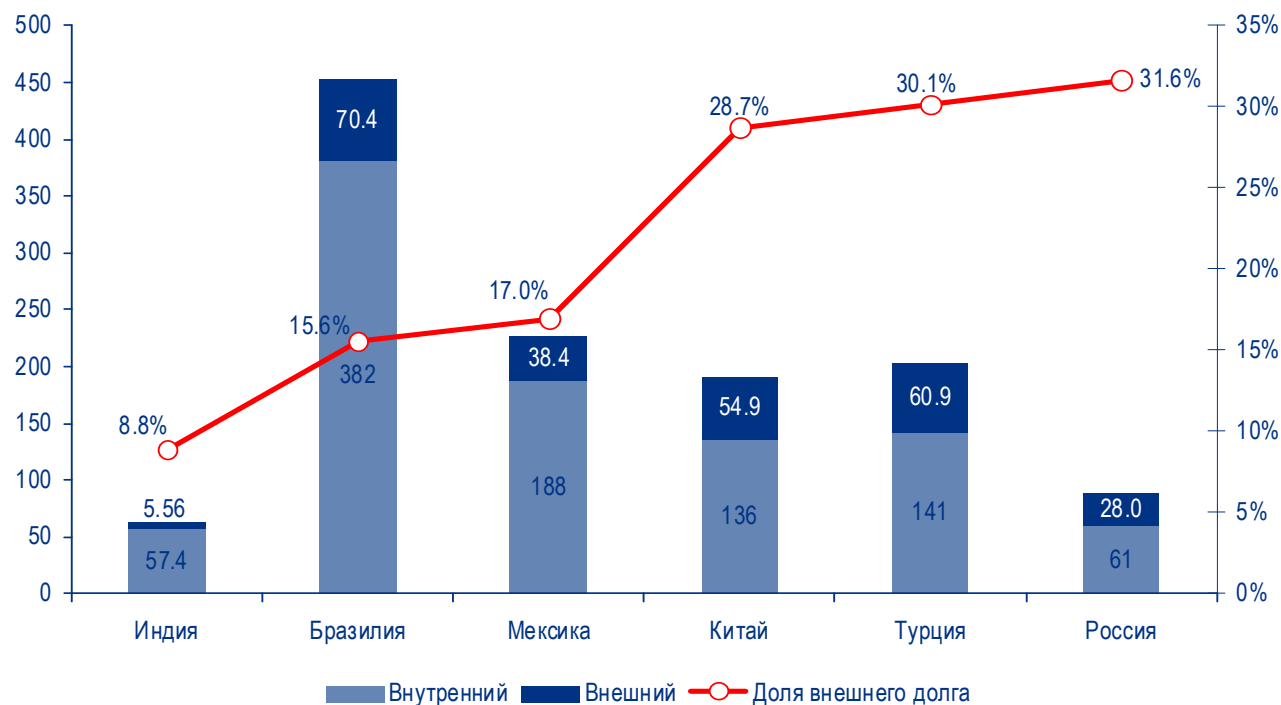
Источник: Bloomberg, Reuters

- Россия находится среди стран с наименьшим соотношением долга к ВВП
- Развитые экономики с рейтингом AAA позволяют себе долг/ВВП на уровне порядка 80-90% (США, Великобритания)
- У аналогичных с Россией стран (Бразилия, Мексика, Турция) государственный долг составляет порядка 30% ВВП
- Азиатские монстры Индия и Китай, имеющие крайне низкие социальные обязательства, наименее нагружены долгом

- Внутренний долг преобладает во всех развивающихся экономиках
- РФ до сих пор имеет большую долю внешнего долга
- Развивающиеся экономики занимают только в своих валютах
- Одна из причин – инфляция: из-за нее стоимость внутреннего долга для Минфина существенно превышает стоимость внешнего
- Вторая причина – порядка 50% доходов бюджета РФ имеют валютную природу
- Для придания рублю резервных признаков нужна низкая инфляция, более диверсифицированная экономика, стабильный валютный курс и развитый внутренний долговой рынок

Государственный долг некоторых стран в III квартале 2009 года, млрд долл.

Во всех развивающихся экономиках внутренний долг преобладает

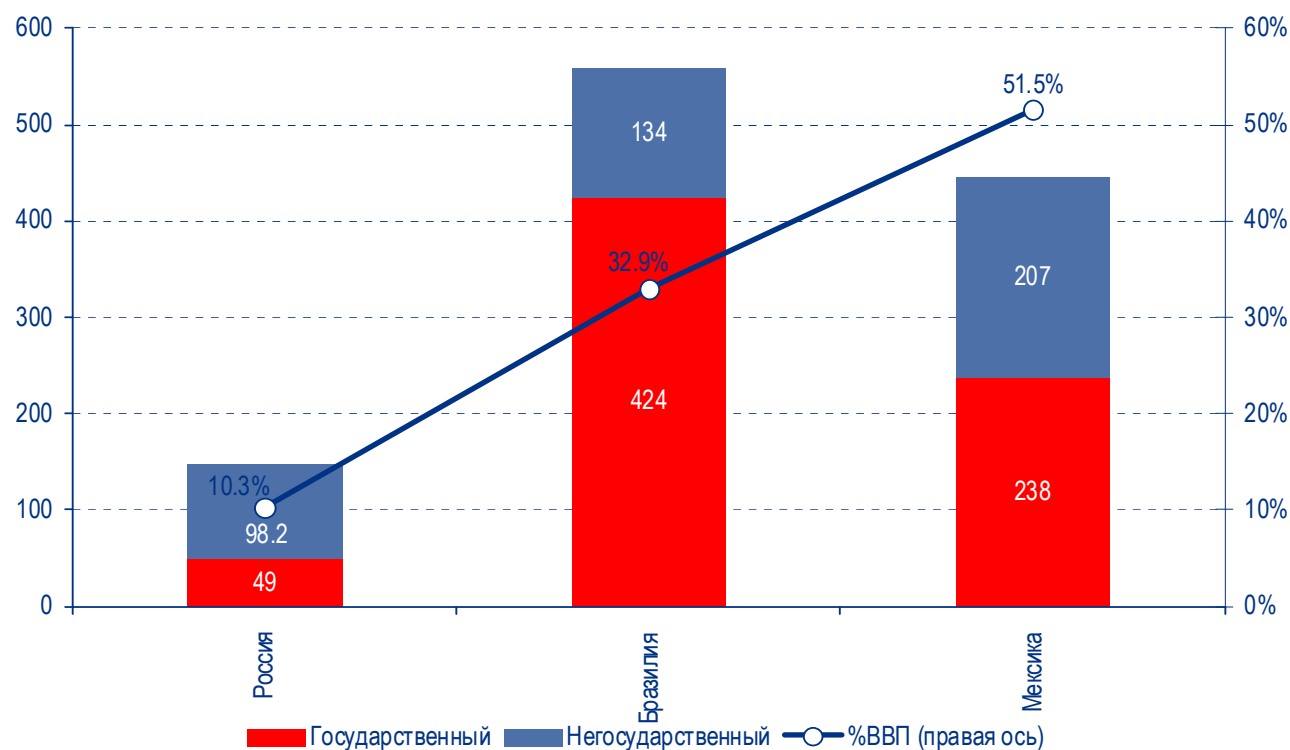


Источник: Bloomberg, Reuters

Локальный рынок РФ будет расширяться

Большой потенциал роста рублевого рынка

Размер локального рынка РФ, Бразилии и Мексики



Источник: Bloomberg, Reuters

- Локальный рынок РФ (государственный + муниципальный + корпоративный долг) составляет только 10.3% ВВП.
- Это очень мало в сравнении с Бразилией (33%) и Мексикой (52%).
- Российский рублевый рынок станет основной площадкой для размещения как государственных, так и корпоративных облигаций

**URALSIB Securities Ltd**

Tower 42, 25 Old Broad St., London EC2N 1HQ, UK
Telephone: +44 (0)20 7562 8000
Fax +44 (0)20 7562 8099
Authorised and Regulated by FSA
Member Firm London Stock Exchange

**URALSIB Capital LLC**

8 Efremova Street, Moscow, Russia 119048
Telephone: + 7 (495) 788 0888
Fax: + 7 (495) 705 7010

**Auerbach Grayson & Co.**

25 West 45th Street, 16th Fl., New York,
New York 10036
Tel: 212-557-4444, Fax: 212-557-9066

Disclaimer

The views expressed in this report accurately reflect the personal views of the undersigned lead analyst(s) about the subject. The lead analyst(s) has not and will not receive any compensation for providing a specific recommendation or view in this report. Opinions, estimates and projections in this report constitute the present judgment of the undersigned lead analyst(s) as at the date of the report. They do not necessarily reflect the opinions of URALSIB and are subject to change without notice. Name of lead analyst: Dmitry Dudkin, CFA (fixed-income).

This report is provided for informational purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell securities.

Information and opinions contained in this report have been compiled by URALSIB from sources believed to be reliable and while all reasonable care has been taken in the preparation of this report, URALSIB makes no representation or warranty, express or implied, to its accuracy or completeness. Neither URALSIB nor its principals, employees, agents or affiliates accept any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. Investors should make their own investment decisions using their own independent advisors, as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives when investing. The information is the exclusive property of "URALSIB Capital LLC" and may not be reproduced or distributed without prior written permission.

URALSIB, their principals, employees, agents or affiliates may have positions or effect transactions in the securities referred to in this report and may engage in securities transactions with respect to securities covered by this report. They may also sell to or buy from customers on a principal basis and may serve as a director of issuers of such securities. Disclosures of conflicts of interest, if any, are listed below.

Investing in Russia and Russian securities may not be suitable for all investors and involves a high degree of risk. Investors should perform their own due diligence before investing, having due regard to their investment objectives and financial situation. Exchange rate fluctuations may affect the value of, and/or income from, securities denominated in currencies other than an investor's currency. Past performance is not an indication of future results necessarily. Prices of securities, income from an investment, liquidity and availability of securities are subject to change without notice. URALSIB has no obligation to modify, amend or update this report, nor to otherwise notify a reader of this report should any opinion, projection, forecast, estimate or other matter change or subsequently becomes inaccurate or if research coverage of the company by URALSIB ceases.

This report is not intended for the use of Private Customers as that term is defined under the Financial Services and Markets Act 2000. This report has been approved for publication in the United Kingdom by URALSIB Securities Limited, authorised and regulated by the Financial Services Authority and a member firm of the London Stock Exchange.

Additional information available upon request.

© URALSIB Capital 2009

This report has been prepared by the correspondent of Auerbach Grayson & Company Incorporated named above on the date listed above. We are distributing the report in the U.S. and accept responsibility for its content subject to the terms as set within the report. Any U.S. person receiving this report and wishing to effect transactions in any security discussed herein should do so only with a representative of Auerbach Grayson & Company Incorporated. Additional information on recommended securities is available on request.