Raiffeisen RESEARCH

Fixed Income Daily

20 сентября 2012 г.

Пульс рынка

- **Угроза более быстрого замедления мировой экономики.** Макроданные по Японии (торговый баланс) и Китаю (индекс уверенности производителей), которые свидетельствуют о продолжающемся замедлении азиатского региона, вызывают беспокойство инвесторов: новые меры количественного смягчения могли оказаться запоздалыми. Не способствовало оптимизму и заявление Б. Бернанке о риске приближающегося fiscal cliff, который в 2013 г. может стоить экономике 600 млрд долл. Для сравнения в следующем году QE3 может дать лишь 480 млрд долл. Судя по резкому снижению доходностей 10-летних UST на 8 б.п. до YTM 1,73%, аппетит к риску заметно сократился.
- **Российский рынок под давлением дешевеющей нефти.** Снижение цены Brent на 6 долл. до 107 долл./барр. было вызвано как ростом запасов в США, так и заявлением Саудовской Аравии о готовности повысить поставки нефти для снижения ее рыночной цены до 100 долл./барр. Также вызывает беспокойство возможное распечатывание США стратегических запасов. Поскольку курс рубля и так находился вблизи верхнего коридора ЦБ РФ (в пределах 20-30 копеек), реакция корзины на столь сильное снижение цен на нефти оказалась умеренной (+15 копеек), и она ушла в зону продажи валюты ЦБ. Поддержку рублю оказывает налоговый период: следующие выплаты приходятся на 25 сентября. Рынок ОФЗ сегодня отреагировал падением котировок: ОФЗ 26207 просели на 10 б.п. до 100,55%.
- **Инвесторы охладели к ОФЗ.** Вчера спрос на аукционе по размещению 10-летних ОФЗ 26209 внутри границ ориентира составил лишь 43% от предложения, средневзвешенная доходность удовлетворенных заявок оказалась на верхней границе ориентира (YTM 7,88%). Котировки на вторичном рынке снизились до цены отсечения 99,07% от номинала. Причиной охлаждения интереса инвесторов к ОФЗ в сравнении с аукционом в прошлую среду является некоторое ухудшение настроений инвесторов на внешних рынках, а также напряженная ситуация на денежном рынке (ставки междилерского о/п РЕПО находятся на уровне 6,0% годовых). Кроме того, тема либерализации рынка ОФЗ в отсутствие новостей отошла на второй план.
- **Новые бонды ALFA19 имеют потенциал для сужения спреда.** Доходность субординированных ALFA 19 в объеме 750 млн долл. на размещении составила YTM 7,5%, что соответствует премии к sub ALFA 17 ~17 б.п. в терминах G-спредов. Мы ожидаем сужения спреда ALFA 19 к старшим выпускам эмитента с текущего уровня 136 б.п. до справедливого 100 б.п. Потенциал для ценового роста новых бумаг может быть ограничен ухудшившейся внешней конъюнктурой.
- **НЛМК разместила евробонды с премией к Северстали.** Дебютный бонд NLMK 17 на 500 млн долл. разместился с YTM 4,95%, что соответствует премии к близкому по дюрации SeverStal 17 в размере 10 б.п. По нашему мнению, более высокий набор кредитных рейтингов у НЛМК нивелируется более сильными кредитными метриками Северстали (в частности Чистый долг/LTM EBITDA, степень вертикальной интеграции), что соответствует справедливому положению НЛМК без премии к кривой Северстали.
- **Северсталь (BB+/Ba1/BB) привлекла 5-летние доллары под 1%.** Были размещены конвертируемые бонды на 475 млн долл. с купоном 1% год. к погашению в 2017 г., цена конвертации определена с премией 45% к спот-цене13,16 долл. Эмитент может погасить выпуск в любое время после 15 октября 2015 г. Учитывая дисконт ставки купона к доходности SeverStal 17 (YTM 4,95%) в 4 п.п., стоимость встроенного американского call-опциона была оценена в 20% от спот-цены, или 2,6 долл., что соответствует теоретической оценке (предполагая волатильность акций в 52%). С точки зрения эмитента, конвертируемый бонд дает возможность или продажи акций по привлекательной цене (выше текущего рынка), или в худшем случае просто привлечения дешевой длинных денег (которые могут быть размещена на депозиты под более высокую ставку). Поэтому, несмотря на увеличение долга, мы считаем данную сделку нейтральной для кредитного профиля Северстали.
- **МОЭСК (BB-/Ba2/-) повторил успех Магнита.** Ставка купона 3-летние МОЭСК БО-1 (5 млрд руб.) была определена на уровне 8,8% год. (YTM 8,99%, спред к кривой ОФЗ в 180 б.п.). По данным компании, спрос превысил предложение в 4 раза. Напомним, что вчера Магнит (S&P:BB-) закрыл книгу заявок по 3-летним бумагам с купоном 8,9% (спред к кривой ОФЗ - 190 б.п.). На фоне этих размещений, несколько недооцененными в сегменте корпоративных выпусков BB выглядят бумаги Вымпелком-6,7 (YTM 9,6-9,7% @ октябрь 2015 г.= ОФЗ + 250 б.п.) и СПбТел-1,2,3 (YTP 9,9-10,0% @ июнь 2016 г. = ОФЗ + 260 б.п.).

Темы выпуска

- Курс рубля: фактор Роснефти

Курс рубля: фактор Роснефти

Новая оценка оттока капитала от ЦБ - 65 млрд долл.

Мы полагаем, что в ближайшее время рубль может растерять приобретенное в последние недели преимущество, следуя за возобновившимся снижением цен на нефть и ухудшением состояния платежного баланса. Мы не исключаем, что отток капитала в 2012 г. может достигнуть 60 млрд долл., что сопоставимо с озвученной вчера новой оценкой ЦБ (65 млрд долл., не учитывает ~5 млрд долл. от продажи акций Сбербанка), в то время как приток валюты продолжит сезонное сокращение.

Роснефть в поиске значительного объема валюты

Дополнительное давление на курс рубля может оказать подготовка к возможной сделке по покупке Роснефтью пакета акций ТНК-ВР у ВР. По сообщениям СМИ, Роснефть обратилась к 14 банкам для организации финансирования в размере 15 млрд долл. На наш взгляд, реалистичным выглядит сценарий, при котором иностранные банки дают менее половины необходимых средств, а среди российских банков будет один "якорный" кредитор, который обеспечит от трети до половины суммы кредита. Таким образом, российским банкам необходимо найти, как минимум, 8 млрд долл. Как мы полагаем, получить столь значительный объем валютного фондирования в короткий срок им будет затруднительно. Мы считаем, что поэтому в значительной степени будут использованы рублевые средства. Такой объем рублевой ликвидности в текущих условиях может предоставить, на наш взгляд, только ЦБ РФ.

Учитывая масштаб сделки, конвертация этих средств в доллары может оказать давление на рубль, а также при хеджировании валютного риска российскими банками - на ставки валютных свопов. При текущем механизме валютных интервенций, это привело бы к ослаблению рубля более чем на 5%, и бивалютная корзина вплотную приблизилась бы к верхней границе плавающего коридора (38,65 руб.).

ЦБ может ограничить ослабление рубля

Однако, осознавая подобные риски, ЦБ, скорее всего, заблаговременно сопоставимо увеличит целевые продажи валюты в этот период, аргументируя этот шаг ухудшением состояния платежного баланса (формально сделка между Роснефтью и ВР должна привести к оттоку капитала). Такие меры ограничат потенциал ослабления рубля, но, как мы полагаем, даже при таком сценарии курс бивалютной корзины глубоко уйдет в зону продаж ЦБ (подкоридоры: 35,65-36,65 руб./36,65-37,65 руб./37,65-38,65 руб.).

Учитывая все вышеописанные факторы, мы считаем, что осуществление данной сделки может привести к дополнительному росту бивалютной корзины на 1 рубль.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil
Башнефть
БКЕ
Газпром
Газпром нефть
Лукойл
Новатэк
Татнефть
Транснефть
ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА
Евраз
Кокс
Металлоинвест
ММК
Мечел
НЛМК
Норильский Никель
Распадская
РМК
Русал
Северсталь
СУЭК
ТМК
ЧТПЗ
Uranium One

Транспорт

Аэрофлот
НМТП
Совкомфлот
Трансаэро
Трансконтейнер
ЮТэйр
Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом
МТС
Ростелеком
Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5
Магнит
Синергия
Черкизово

Химическая промышленность

Акрон
ЕвроХим
Нижнекамскнефтехим

Машиностроение

Гидромашсервис
КАМАЗ
Соллерс

Электроэнергетика

Энел ОГК-5
Ленэнерго
Мосэнерго
РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ
ЛСР

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк
АИЖК
Альфа банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк
Банк Москвы
Банк Русский Стандарт
Банк Санкт-Петербург
Банк Центр-инвест
ВТБ
ВЭБ
ЕАБР
Газпромбанк
КБ Восточный Экспресс
КБ Ренессанс Капитал
ЛОКО-Банк
МКБ
НОМОС Банк
ОТП Банк
Промсвязьбанк
РСХБ
Сбербанк
ТКС Банк
ХКФ Банк

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ вчера поднял депозитные и кредитные ставки на 25 б.п.

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

Fixed Income Daily

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А	
Телефон	(+7 495) 721 9900	
Факс	(+7 495) 721 9901	

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.