


ГАЗПРОМБАНК

Ежедневный обзор долговых рынков от 26 апреля 2010 г.

Содержание:

Долговые рынки	1
Комментарий по рынку облигаций	2
Кредитный комментарий	3
Приложение: календарь событий	5

КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ

- ▶ Греция: риски снижаются. Надолго ли?
- ▶ Рублевые облигации: снова продажи

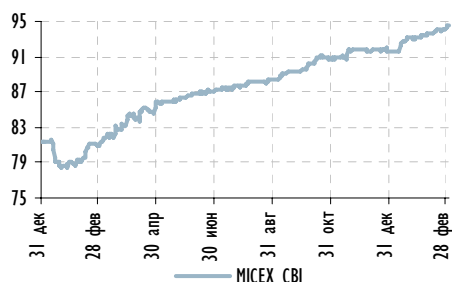
КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ▶ ТМК: нейтральные результаты за 2009 год по МСФО

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

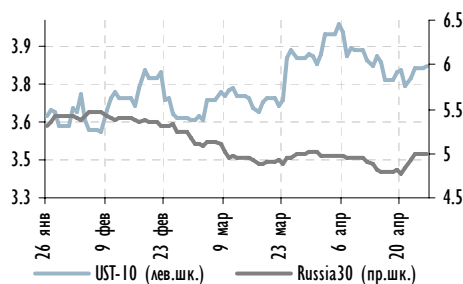
- ▶ Уплата акцизов, НДС
- ▶ Оферта ВТБ-5
- ▶ Оферта МТС-1

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

Доходности Russia-30 и UST-10



Источник: Bloomberg

Рыночные индикаторы

	Знач. закр.	Изм. к пред. дню	Изм. к 01/01
Индикаторы валютного рынка			
EUR/USD*	1.337	1.0% ▲	-6.8% ▼
USD/RUR*	29.12	-0.3% ▼	3.2% ▲
Корзина валют/RUR*	33.54	-4.9% ▼	-7.2% ▼
Индикаторы денежного рынка			
Остатки на корр. сч., млрд руб.	469.8	0.0 ■	-364.3 ▼
Остатки на корр. сч. (Москва), млрд руб.	299.6	-35.7 ▼	-247.8 ▼
ЗВР ЦБР, млрд долл.	456.3	7.7 ▲	18.6 ▲
1M-MOSPRIME	4.0	0.00 ■	-2.32 ▼
3M-MOSPRIME	4.4	0.0 ■	-2.67 ▼
3M-LIBOR	0.32	0.00 ▲	0.07 ▲
Индикаторы долгового рынка			
UST-2	1.07	0.04 ▲	-0.07 ▼
UST-10	2.59	0.04 ▲	-0.03 ▼
Russia-30	5.06	0.09 ▲	-0.39 ▼
EMBI+	241	45 ▲	13 ▲
EMBI+Russia	147	12 ▲	32 ▲
Индикаторы товарного рынка			
Urals, долл./барр.	85.18	1.74% ▲	107.7% ▲
Brent, долл./барр.	86.30	2.3% ▲	102.3% ▲
Индикаторы фондового рынка			
PTC	1,603	1.23% ▲	11.0% ▲
Dow Jones	11,204	0.63% ▲	7.4% ▲

*-данные на 8:00 мск

Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка



Греция: риски снижаются. Надолго ли?

Прошедшие выходные выдались весьма спокойными: во время встречи министров финансов и глав центральных банков «Большой двадцатки» поступали обнадеживающие сигналы для держателей греческих долгов. По словам министра финансов Греции, ожидается, что страна получит финансовую помощь в ближайшее время и реструктуризации долгов не будет. Управляющий директор МВФ также заверил, что переговоры с Грецией закончатся вовремя. Однако для получения помощи Греции придется пойти на жесткие ограничения бюджетного дефицита. Если 19 мая с большой долей вероятности Греции удастся исполнить свои обязательства по долгам, то полностью проблему греческих долгов это не решает и «греческий фактор» еще продолжительное время будет добавлять волатильности рынкам. В пятницу греческий CDS 5-спрэд сузился на 40 б. п. до 599 б. п.

Среди новостей, которые могут оказать влияние на настроение инвесторов, отметим повышенное влияние регуляторов к деятельности инвестиционных банков. В частности, Goldman Sachs снова попал в ленты новостей: внимание привлекла внутренняя переписка сотрудников банка, в которой речь шла о доходах во время кризиса.

Россия: продажи продолжились

КО США в пятницу продолжили свое падение на ожиданиях предложения рекордного объема облигаций (129 млрд долл.), в результате доходности в среднем выросли на 6 б. п.

В течение дня продажи российских еврооблигаций продолжились. По итогам торговой сессии котировки Russia 30 (YTM 5,00%) потеряли более фигуры, приблизившись к 115%, спрэд к UST-7 расширился до 172 б. п. Новые выпуски Russia 15 (YTM 4,05%) и Russia 20 (YTM 5,24%) также показали негативную динамику, потеряв с момента размещения около полтутора фигур. В корпоративном и банковском секторе российских еврооблигаций продажи привели к снижению цен на 0,25 – 0,50 п. п.

Рублевые облигации: снова продажи

Под давлением внешнего негатива участники рынка рублевого долга в пятницу продолжили сокращать позиции в ликвидных бумагах, в особенности, в выпусках длинной дюрации. В частности, Москва-48 и Москва-49 подешевели более чем на 1 п. п., РЖД-10 и РЖД-23 потеряли в стоимости по средневзвешенной цене 70 – 100 б. п., Газпром нефть БО-5 «просела» на 50 б. п., Газпром 11 и Газпром-13 – на 20 – 30 б. п. Во втором эшелоне продавали длинные выпуски Евраз (Сибметинвест 1,2), НАМК БО-5, БО-6, МТС-5, МРСК Юга 2.

На этой неделе, как ожидается, ЦБ может рассмотреть вопрос изменения ключевых процентных ставок. Мы отмечаем, что в последнее время официальные лица (в частности, первый зампред ЦБ Г. Меликян на прошлой неделе и министр финансов А. Кудрин в субботу, на встрече министров финансов и глав ЦБ «Большой двадцатки») дают достаточно осторожные комментарии относительно приближения цикла снижения ставок к завершению, и единого мнения в отношении пересмотра ставок у членов совета директоров ЦБ, возможно, не будет. Стоит добавить, что при этом, по словам Алексея Кудрина, которые приводит Рейтер, риски разворота цикла и повышения ставок в 2010 году есть, но они незначительные. На наш взгляд, само по себе решение ЦБ оставить ставки без изменения может и не стать особым «негативным сюрпризом» для рынка – при этом, любые комментарии относительно того, что пауза продлится длительное время, могут быть восприняты позитивно.

В целом, мы не исключаем, что давление продавцов на этой неделе может сохраниться – если внешняя конъюнктура не покажет существенного улучшения (т.е. если не появятся значимые позитивные новости относительно выделения финансовой помощи Греции), некоторые инвесторы могут предпочесть выйти на длинные майские праздники «в деньгах».

Алексей Демкин, CFA
+7 495 980 4310

Яков Яковлев
+7 495 988 2492



КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ТМК
S&P/Moody's/Fitch

B / B1 / -

ТМК: нейтральные результаты за 2009 год по МСФО

Новость: В пятницу ТМК представила свои финансовые результаты по МСФО за 2009 год. Мы полагаем, что опубликованные цифры в целом нейтральны для котировок торгующихся выпусков компании и не видим какого-либо потенциала роста в бумагах на текущих уровнях.

Комментарий: Наши основные выводы из представленных цифр мы приводим ниже:

Выручка и рентабельность – ожидаемое улучшение во втором полугодии. На фоне существенного роста продаж в натуральном выражении во 2пг09 по сравнению с первыми 6 месяцами (+32%) основные финансовые показатели продемонстрировали ожидаемое улучшение к 1пг09: выручка прибавила 34%, рентабельность EBITDA выросла почти на 3 п. п. до 10,5% благодаря положительному эффекту масштаба. Американский сегмент бизнеса во 2пг09 вышел в небольшой плюс на уровне EBITDA на фоне постепенного восстановления загрузки мощностей, что, правда, было несколько омрачено отрицательным результатом по европейскому сегменту.

Ждем роста прибыльности в 2010 г. Мы отмечаем, что операционные результаты ТМК за первый квартал 2010 г. показали заметный рост загрузки американских заводов группы (до 70% мощностей). Это должно повлечь за собой дальнейший рост прибыльности в 1пг2010 г – до кризиса (во 2пг2008г) американский сегмент был наиболее рентабельным (норма прибыли EBITDA 27%, против 18% на консолидированном уровне) и обеспечивал более половины всей EBITDA. По оценкам менеджмента, в первом квартале 2010 г. компания получила около 1,3 млрд долл. выручки при EBITDA более 200 млн долл. (рентабельность EBITDA 15,4%).

Рост денежного потока во 2пг09 на фоне сокращения оборотного капитала. Операционный денежный поток ТМК за 2009 год составил 852 млн долл., в том числе 566 млн долл. – во 2пг09. Из них 376 млн долл. – положительный эффект от сокращения оборотного капитала: главным образом за счет роста авансов полученных и сокращения запасов. В прошлом году ТМК существенно сократила инвестиционные расходы, что позволило выйти на положительный уровень органического чистого денежного потока (457 млн долл. в 2009 году). ТМК не уточнила планируемый объем капитальных расходов на 2010 год в пресс-релизе к финансовым результатам – ранее компания сообщала, что реализация нескольких крупных проектов (модернизация сталеплавильного производства на Тагмете и строительство нового непрерывного стана на Северском заводе) отложена до 2012 – 2014 гг. Если ТМК не решит вернуться к прежним срокам строительства новых мощностей, мы полагаем, что давление капитальных расходов на денежный поток в текущем году будет довольно умеренным.

Долговая нагрузка: успешное рефинансирование долга в 1кв2010. Объем долга ТМК на 31/12/09 составил 3,75 млрд долл., +100 млн долл. к уровню 1пг09 г., в том числе около 1,5 млрд долл. короткого долга. Мы отмечаем, что в первом квартале 2010 г. ТМК рефинансировала существенную часть коротких обязательств, разместив конвертируемые облигации (порядка 413 млн долл.) и договорившись с ВТБ о пролонгации кредита на 450 млн долл. на 3 года. Большая часть оставшегося короткого долга, как мы полагаем, представлена кредитами российских банков производственным «дочкам» ТМК, и их пролонгация не вызывает у нас особых сомнений.

На настоящий момент на рынке публичного долга риск ТМК представлен выпуском евробондов ТМК-11 (после выкупа в августе 2009 г. в рынке остались бумаги на 187 млн долл.) с доходностью к погашению 5,4%/5,8% (по котировкам покупки / продажи), а также рублевым ТМК-3 (2 млрд руб. из 5 млрд руб. выкуплено по ofercie в феврале, однако затем «возвращено» компанией в рынок) с доходностью около 8% к погашению в феврале 2011 г. На наш взгляд, на текущих уровнях риск ТМК справедливо оценивается рынком – как в валютном, так и в рублевом сегменте.



Финансовые показатели ТМК по МСФО, 2009 г.

	2009	2008	2009 / 2008, %	2нр09	1нр09	2нр09 / 1нр09, %
Объем производства труб, тыс. т	2 792	3 227	-13%	1 589	1 203	32%
Выручка	3 461	5 690	-39%	1 982	1 479	34%
EBITDA	321	1 003	-68%	208	113	83%
Рентабельность EBITDA	9,3%	17,6%	-8,3 п.п.	10,5%	7,7%	+2,8 п.п.
Чистая прибыль	-324	198	-263%	-120	-204	-41%
Финансовый долг	3 752	3 211	17%	3 752	3 650	3%
в т.ч. краткосрочный долг	1 537	2 216	-31%	1 537	1 969	-22%
Денежные средства	244	143	70%	244	86	183%
Долг / EBITDA за 12 мес.	11,7	3,2	-	11,7	5,2	-
Чистый долг / EBITDA за 12 мес.	10,9	3,1	-	10,9	5,0	-
EBITDA / Проценты	1	4	-	1	0	-
Операционный денежный поток	852	740	15%	566	286	98%
в т.ч. изменение оборотного капитала	558	-81	-	376	182	107%
Капитальные вложения	395	840	-53%	231	164	41%
Свободный денежный поток	457	-100	-	335	122	175%
Инвестиционный денежный поток	900	2 024	-56%	224	676	-67%

Источник: данные компании, расчеты ГПБ

Яков Яковлев
+7 495 988 2492



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
26/04/10	Уплата акцизов, НДС	
	Оферта ВТБ-5	15,000
	Оферта МТС-1	10,000
	Оферта Моссельпром-Финанс 2	1,500
	Аукцион репо ЦБР на срок 3 месяца	
27/04/10	Беззалоговый аукцион ЦБР на 3 месяца	
	Размещение БинБанк 2	1,000
	Оферта Ак Барс-4	5,000
	Оферта Глобэкс-Финанс 1	4,000
	Беззалоговый аукцион ЦБР на 5 недель	
28.04.2010	Ломбардные аукционы ЦБ на 2 недели, 3 месяца	
	Уплата налога на прибыль	
	Размещение Мечел БО-3	1,000
	Размещение Мечел БО-4	1,000
	Размещение Первобанк БО-1	1,500
	Погашение ЮЛК Финанс 1	1,000
	Оферта Ханты-Мансийск СтройРесурс 1	3,000
	Возврат ЦБ беззалоговых кредитов	5,465
	Получение средств с аукционов ЦБ 26 и 27 апреля	

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

	Событие	Период
26.04.2010	АФК Система: финансовые результаты по US GAAP	4-й кв. 2009 г.
27.04.2010	TNK-BP International Limited: финансовая отчетность	1-й кв. 2010 г.
май	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	1-й кв. 2010 г.
14.05.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	1-й кв. 2010 г.
17.05.2010	Евраз: основные финансовые результаты	1-й кв. 2010 г.
26.05.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP (предварительно)	1-й кв. 2009 г.
27.05.2010	Х5: финансовая отчетность по МСФО	1-й кв. 2010 г.
июнь	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	1-й кв. 2010 г.
июль	ММК: операционные результаты	2-й кв. 2010 г.
июль	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	1П10 г.
09.07.2010	Х5: операционные результаты	2-й кв. и 1П10
15.07.2010	Евраз: операционные результаты	2-й кв. 2010 г.
15.07.2010	НЛМК: операционные результаты	2-й кв. 2010 г.
26.08.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
26.08.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	2-й кв. и 1П10 г.
01.09.2010	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
06.09.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2010 г.
октябрь	ММК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
11.10.2010	Х5: операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М2010
19.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
16.11.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
18.11.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М2010
ноябрь	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М2010 г.
01.12.2010	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом и долговом рынках****Андрей Богданов**
Артем Архипов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**
+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**
+7 (495) 428 49 33
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru**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) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж
долговых инструментов****Андрей Миронов**
начальник управления
+7 (495) 428 23 66
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Продажи****Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Илья Ремизов**
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин**
Дмитрий Котляров
+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**
Анна Курбатова
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru
Аналитика долгового рынка
Алексей Демкин, CFA
Артем Архипов
Яков Яковлев
+7 (495) 980 43 10 доб. 54310
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов**
Анна Богдюкевич
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**
+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**
Юлия Мельникова
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 81
Julia.Melnikova@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов
фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Виталий Зархин**
директор
+7 (495) 988 24 48
Vitaly.Zarkhin@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор
+7 (495) 988 24 11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Андрей Чичерин**
+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Денис Войниконис**
+7 (495) 428 49 64
Denis.Voynikonis@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «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.