



ГАЗПРОМБАНК

Ежедневный обзор долговых рынков от 17 мая 2010 г.

Содержание:

Долговые рынки	1
Комментарий по рынку еврооблигаций	2
Денежный рынок и макроэкономика	3
Комментарий по рынку рублевых облигаций	4
Кредитный комментарий	4
Приложение: календарь событий	6

СТРАТЕГИЯ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

- ▶ **Поводов для оптимизма не видно.** Прошлая неделя завершилась для рискованных активов на минорной ноте: инвесторы продолжили от них избавляться. Доверие между банками продолжает снижаться: TED-спред вновь возобновил рост.
- ▶ **На текущей неделе одним из ключевых событий для участников финансовых рынков станет пик погашения долгов странами «зоны риска» (26,6 млрд евро), которое может оказать значительное влияние на стабильность европейской финансовой системы.** Удачное прохождение через пик погашения может быть воспринято инвесторами как повод для коррекции на рынке (см. специальный комментарий от 17 мая «Европа: момент истины»).

СТРАТЕГИЯ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- ▶ **Рублевые облигации снова под давлением внешнего негатива.** Рублевым бумагам в пятницу не удалось удержать позиции под давлением негативных сигналов с внешних рынков.

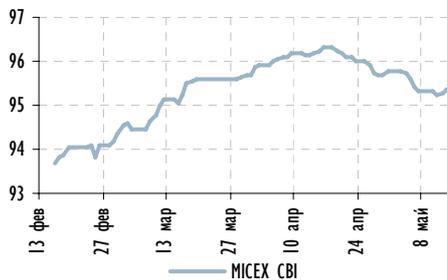
ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Северсталь (BB- / Ba3 / B+):** результаты за 1кв2010 по МСФО

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

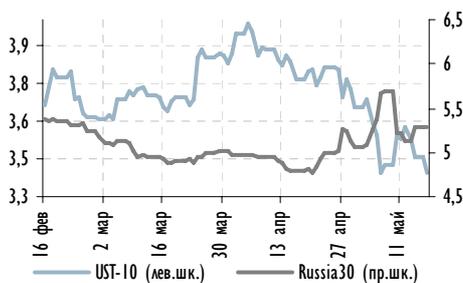
Погашение облигаций Атомэнергопром-1 и Атомэнергопром-2
Уплата страховых взносов

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*	1,229	-2,0% ▼	-14,2%	▼
USD/RUR*	30,51	1,6% ▲	-1,5%	▼
Корзина валют/RUR*	33,64	-4,6% ▼	-6,9%	▼
Индикаторы денежного рынка				
Остатки на корп. сч., млрд руб.	487,9	0,0 ■	-346,2	▼
Остатки на корп. сч. (Москва), млрд руб.	322,8	-0,1 ▼	-224,6	▼
ЗВР ЦБР, млрд долл.	456,7	-4,0 ▼	19,0	▲
1M-MOSPRIME	3,9	-0,04 ▼	-2,38	▼
3M-MOSPRIME	4,3	0,0 ▼	-2,72	▼
3M-LIBOR	0,45	0,01 ▲	0,19	▲
Индикаторы долгового рынка				
UST-2	0,79	-0,04 ▼	-0,35	▼
UST-10	2,16	-0,08 ▼	-0,38	▼
Russia-30	5,36	0,17 ▲	-0,09	▼
EMBI +	302	45 ▲	13	▲
EMBI + Russia	226	12 ▲	32	▲
Индикаторы товарного рынка				
Urals, долл./барр.	73,32	-3,78% ▼	107,7%	▲
Brent, долл./барр.	75,13	-5,7% ▼	102,3%	▲
Индикаторы фондового рынка				
PTC	1 442	-2,33% ▼	-0,2%	▼
Dow Jones	10 620	-1,51% ▼	1,8%	▲

*-данные на 8:00 мск

Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка



Поводов для оптимизма не видно....

Прошлая неделя завершилась для рискованных активов на минорной ноте: инвесторы продолжили от них избавляться. Поводом послужили сомнения участников рынка в эффективности принятых мер по стабилизации ситуации в еврозоне, которые скорее позволяют отодвинуть проблемы во времени (выполнить обязательства, подлежащие выплате в ближайшее время), чем вносят ясность по поводу того как ряд европейских стран будут отдавать долги через несколько лет. Текущее состояние некоторых европейских экономик и озвученные меры по сокращению бюджетного дефицита не дают уверенности в том, что страны из «зоны риска» будут способны вернуть долги в условиях стагнирующих экономик. Пятничные данные о дефляции в экономике Испании подтверждают, что запас прочности у европейских стран находится на пределе. Возможно, положительных изменений в европейских экономиках стоит ожидать после того как проявит себя эффект дешевого евро.

К негативным факторам также относится снижение доверия между банками: TED-спред возобновил свой рост, превысив 0,30 п. п. Основные опасения касаются масштабов подверженности банков риску наиболее проблемных европейских стран (какая доля в активах риска ценных бумаг эмитентов из «зоны риска?»).

В пятницу CDS наиболее «проблемных стран» еврозоны продолжили расширяться: Греции – на 81 б. п. до 607 б. п., Португалии – на 50 б. п. до 249 б. п., Испании – на 25 б. п. до 180 б. п.

Основные негативные события на рынках произошли после завершения активных торгов в российском секторе еврооблигаций. Пятницу котировки Russia 30 (YTM 5,29%) завершили в районе 113.20%, спред Russia 30 к UST 7 расширился до (242 б. п.).

Сегодняшнее открытие рынков в Азии не предвещает для российских долгов ничего хорошего: давление на котировки сохранится.

Где и когда искать дно?

На текущей неделе одним из ключевых событий для участников финансовых рынков станет погашение долгов странами «зоны риска» (26,6 млрд евро), которое может оказать значительное влияние на стабильность европейской финансовой системы. Испании предстоит погасить 9,5 млрд евро, Греции – 9,0 млрд евро, Португалии – 6,2 млрд евро, Ирландии – 2,0 млрд.

В свете высокой волатильности целесообразно отказаться от активных действий на рынке – мы не исключаем возможности возникновения очередного витка «бегства в качество», в случае если ситуация будет развиваться не по запланированному сценарию. В то же время удачное прохождение странами через погашение может быть воспринято инвесторами как повод для коррекции на рынке после падения последних дней и положительной переоценки рисков европейских долгов (подробнее смотреть наш специальный комментарий от 17 мая «Европа: момент истины»).

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 495 980 43 10



Комментарий по денежному рынку

Большинство спредов денежного рынка демонстрируют умеренный рост на фоне снижения аппетита к риску среди инвесторов. TED-спред в пятницу расширился до уровня 30 б. п. на фоне умеренного увеличения ставок LIBOR. Спред по однолетним процентным свопам поднялся выше 41,5 б. п., аналогичный индикатор по 10-летним свопам составил 3,8 б. п. Положительное значение показателя свидетельствует о том, что участники рынка снова начали требовать премию за риск контрагента.

Недоверие к европейской валюте, обусловленное опасениями распространения долгового кризиса в еврозоне, продолжает оказывать давление на стоимость единой европейской валюты. Евро подешевел до 1,2275 дол. к утру понедельника. Отметим, что на этой неделе наиболее проблемным странам еврозоны предстоит погасить более 26 млрд евро, что также будет способствовать сохранению высокой волатильности на финансовых рынках. На ММВБ евро в пятницу подешевел на 8 коп. до 37,65 руб. Доллар подорожал на 50 коп., поднявшись выше отметки в 30,5 руб. Стоимость корзины при этом составила 33,76 руб. – на 31 коп. выше годового минимума, достигнутого накануне.

На российском денежном рынке ситуация остается стабильной. Стоимость заимствования на рынке МБК остается на рекордно низком уровне: трехмесячная ставка MOSPRIME опустилась до 4,33% годовых.

Инструменты рефинансирования:

▶ Предоставление кредитов без обеспечения

ЦБ сегодня проведет аукцион по предоставлению кредитов без обеспечения на сумму 2,5 млрд руб. на срок 3 месяца. Минимальная ставка установлена на уровне 11,5% годовых. Завтра пройдет отбор заявок на привлечение кредитов на срок 5 недель. Лимит предложения составит 5,0 млрд руб., минимальная ставка – 11,25%. Отметим, что Банк России вновь сократил объем предложения, несмотря на достаточно высокий спрос на прошлой неделе (19,4 млрд из 20,0 предложенных).

Мы не ожидаем высокого спроса в рамках предстоящих аукционов по двум причинам:

- ▶ Ставка, под которую банки привлекают средства у ЦБ, значительно превышает стоимость заимствования на МБК (MOSPRIME 1m составляет 3,94% годовых);
- ▶ Объем средств, накопленных в банковской системе, не предполагает дефицита ликвидности (сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ превышает 1,4 трлн руб.).

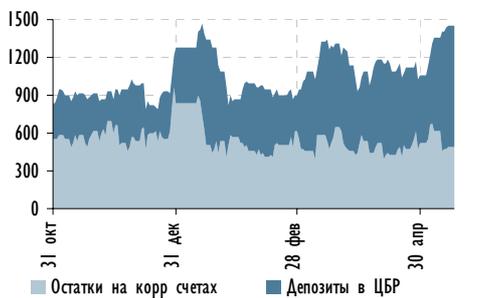
Размещение временно свободных средств федерального бюджета на депозитах в коммерческих банках

Минфин во вторник предложит банкам разместить на депозитах 50 млрд руб. временно свободных средств федерального бюджета на срок 3 месяца под 6,5% годовых. Несмотря на то что дифференциал процентных ставок между данным инструментом рефинансирования и стоимостью заимствования на рынке МБК значительно уже, чем по беззалоговым аукционам ЦБ, мы также не ожидаем высокого спроса.



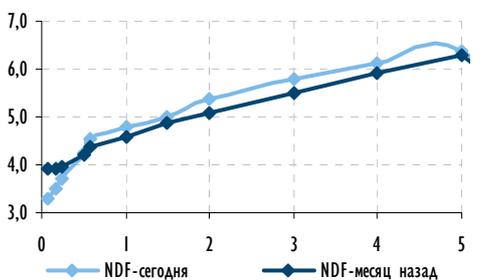
КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

Рублевые бонды – снова под давлением внешнего негатива

В пятницу торги рублевыми облигациями начинались на уровнях котировок предыдущего закрытия, однако в течение дня удержать позиции не удалось: участники рынка пока не готовы игнорировать негативные сигналы с внешних торговых площадок, оказывающие давление в том числе и на курс рубля. В частности, в пятницу курс евро и котировки нефтяных фьючерсов продолжили падение, а CDS-спреды стран PIGS вновь расширились на фоне неутрачивающих опасений относительно суверенных рисков в Европе и темпов восстановления европейской экономики.

По итогам дня наиболее ликвидные серии первого эшелона подешевели в пределах 15 (Газпром-11) – 70 (РЖД-10) б. п. к уровням предыдущего закрытия, во втором эшелоне бумаги Системы (выпуски 2, 3), Башенфти (1, 2, 3) НЛМК БО-5, Северстали (БО-1, БО-2, БО-4), Сибметинвеста (1,2), Мечела (5, БО-2) потеряли в стоимости 10 – 70 б. п.

На этой неделе внешний фон по-прежнему может служить источником повышенной волатильности для рублевого сегмента. В частности, в центре внимания инвесторов, вероятно, окажется процесс погашения публичных обязательств целого ряда европейских стран – см. наш специальный отчет на эту тему («Европа: момент истины»), опубликованный сегодня утром.

Из внутренних факторов стоит отметить погашение облигаций Атомэнергопрома в объеме 50 млрд руб. – если новости с внешних рынков примут более позитивный оттенок, приток ликвидности от погашения этих выпусков, как мы полагаем, может оказать поддержку спросу на рублевые облигации.

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Северсталь
S&P/Moody's/Fitch

BB- / Ba3 / B+

Северсталь: результаты за 1кв2010 по МСФО

Новость: В пятницу Северсталь представила финансовые результаты по МСФО за 1кв2010 г., в целом достаточно нейтральные с точки зрения кредитного профиля.

Комментарий: Ниже мы приводим основные выводы из представленных цифр:

- **Изменения в отчетности: реклассификация Lucchini.** Северсталь подтвердила свои намерения продать европейские заводы Lucchini: в отчетности за 1кв2010 они были реклассифицированы в «активы, имеющиеся для продажи» с соответствующим сокращением прочих статей баланса и отчета о прибылях и убытках на суммы, приходящиеся на этот актив, а также отражением существенного разового убытка от переоценки Lucchini в чистой прибыли.
- В частности, на Lucchini приходилось около 1,1 млрд долл. финансового долга Северстали. Стоит отметить, что итоговое снижение по статье было менее существенным (чуть более 620 млн долл.) из-за новых привлечений в первом квартале, которые только частично были направлены на рефинансирование долга: рублевых облигаций на 15 млрд руб. и размещения еврооблигаций на американскую дочку Severstal Columbus на 525 млн долл. Чистый долг по итогам трех месяцев 2010 г. почти не изменился (4,4 млрд долл. против 4,3 млрд долл. на начало года) на фоне сокращения запаса денежных средств на балансе: операционный денежный поток в 1кв10 был отрицательным из-за существенного роста оборотного капитала, кроме того чуть более 350 млн долл. «ушло» из-за изменений в отчетности (Lucchini). В итоге, в терминах «Чистый долг / EBITDA» долговая нагрузка Северстали была довольно умеренной – около 2,2х (EBITDA первого квартала, приведенная к годовой базе). Объем короткого долга (1,1 млрд долл.) по-прежнему покрывается имеющимся запасом денежных средств (2,2 млрд долл.).



- ▶ **Продажи: снижение по сравнению с 4кв09 на фоне сложностей с логистикой.** Выручка Северстали в 1кв10 снизилась на 20% к 4кв09, в основном за счет реклассификации Lucchini. В то же время без учета этого эффекта динамика все равно была отрицательной (-7,3%) – компания испытывала сложности с экспортом из-за плохих погодных условий в порту Санкт-Петербурга.
- ▶ **Рентабельность: Россия – ухудшение в 1кв10, Америка – все еще убыточна на уровне EBITDA.** Рентабельность EBITDA несколько снизилась по сравнению с 4кв09 на фоне снижения прибыльности российского дивизиона (с 28% по EBITDA до 24%), оказавшегося под давлением растущих расходов и снизившихся объемов экспортных продаж. Мы обращаем внимание на тот факт, что результат американского дивизиона Северстали на уровне EBITDA по-прежнему был отрицательным (-83 млн дол.) из-за роста стоимости сырья, а также частично из-за разовых расходов на «перезапуск» некоторых мощностей. Компания ожидает роста загрузки американских заводов в течение года, что должно способствовать их возвращению в зону прибыли. Однако точных прогнозов относительно сроков восстановления менеджмент вновь не дал.

В целом, результаты 1-го квартала нейтральны с точки зрения кредитного профиля Северстали, который, на наш взгляд, остается довольно сильным благодаря умеренной долговой нагрузке и существующему запасу денежных средств на балансе, а также ожидаемому восстановлению денежных потоков в 2010 г. Мы не видим каких-либо торговых идей в торгующихся выпусках компании.

Финансовые результаты Северстали за 1кв2010 по МСФО, млн долл.

	1кв10*	1кв10 / 4кв09, %	4кв09	1кв10 / 1кв09, %	1кв09	1кв10 / 1кв09, %	1кв09, без учета активов, предназнач. для продажи
Выручка	3 142	-20%	3 919	12%	2 796	34%	2 343
ЕБИТДА	496	-23%	643	-	-150	-	-111
Рентабельность EBITDA	15,8%	-0,6 п.п.	16,4%	+21,1 п.п.	-5,3%	+20,8 п.п.	-5%
Чистая прибыль	-785	382%	-163	16%	-675	-	-686
Операционный денежный поток	-219	-	768	-	148	-	94
Капитальные вложения	206	-7%	222	-22%	265	-10%	228
Долг	6 604	-9%	7 227	-12%	7 524	-	-
В т.ч. краткосрочный долг	1 104	-25%	1 478	-46%	2 029	-	-
Денежные средства и депозиты	2 233	-24%	2 949	-16%	2 653	-	-
Чистый долг	4 371	2%	4 278	-10%	4 872	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА**	2,2	-	5,0	-	2,1	-	-

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

*с учетом реклассификации Lucchini

**1кв2010 – на основе EBITDA, приведенной к годовой базе, 1кв2009 – на основе EBITDA за 12 месяцев

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
17.05.2010	Погашение Атомэнергопром 1	30 000
	Погашение Атомэнергопром 2	20 000
17.05.2010	Уплата страховых взносов в фонды	
18.05.2010	Погашение СИК Девелопмент-Юг 1	1 000
	Оферта Седьмой Континент 2	7 000
	Ломбардные аукционы ЦБ на 2 недели, 3 месяца	
19.05.2010	Погашение Бахетле 1	1 000
	Погашение Волгоградская область 25003	550
	Возврат ЦБ беззалоговых кредитов	4 636
00.01.00	Размещение Банком России ОБР 13	5 000
20.05.2010	Уплата трети НДС за 1 кв 2010	
	Погашение Адамант-Финанс 2	2 000
	Погашение Администрация города Томска 34001	500
	Погашение Спецстрой-2, 1	2 000

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

	Событие	Период
17.05.2010	Евраз: основные финансовые результаты	1-й кв. 2010 г.
17.05.2010	Магнит: финансовая отчетность по МСФО	1-й кв. 2010 г.
17.05.2010	ТГК-1: финансовая отчетность по РСБУ	1-й кв. 2010 г.
18.05.2010	Роснефть: финансовая отчетность по US GAAP	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.

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 рынке****Андрей Богданов**
Анна Богдюкевич+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukovich@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**Макроэкономика****Анна Богдюкевич**+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@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**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru**Долговой рынок****Алексей Дёмкин, CFA**
Яков Яковлев+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@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 инструментов долгового рынка****Павел Исаев**начальник департамента
+ 7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@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 66Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Продажи****Илья Ремизов**
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Елена Капица**
+7 (495) 988 23 73
Elena.Kapitsa@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов
фондового рынка****Продажи****Константин Шашаров**
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
Vitaliy.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****Максим Малетин**
+7 (495) 983 18 59
Maxim.Maletin@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.