



Ежедневный обзор долговых рынков от 18 июня 2010 г.

Содержание:

Долговые рынки	1
Комментарий по рынку еврооблигаций	2
Денежный рынок и макроэкономика	3
Комментарий по рынку рублевых облигаций	3
Кредитный комментарий	5
Приложение: календарь событий	7

СТРАТЕГИЯ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

- Испания выдержала тест на прочность: повод пересмотреть отношение к рискованным активам.
- Результаты стресс-тестирования европейских банков будут опубликованы в июле. Ранее сообщалось, что для испанских банков они будут лучше ожиданий.

СТРАТЕГИЯ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- Рублевые облигации: рост продолжается. Цены возвращаются на уровни середины апреля.
- Существенный спрос на первичном рынке. Успешное размещение ОГК-5 на фоне дефицита предложения качественных бумаг.
- Адроса провела встречу с инвесторами. Позиционирование новых облигаций выглядит агрессивным.

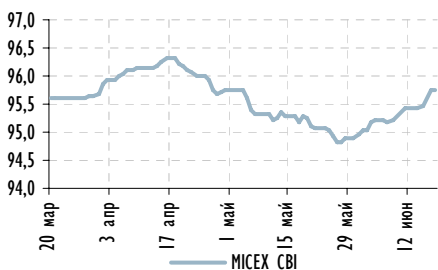
ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ОБР находят хороший спрос, а Минфин готовится размещать средства на депозитах

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

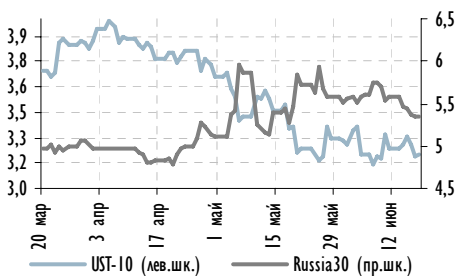
- Акрон: результаты по МСФО за 1-й кв. 2010 г.

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*	1,240	1,1%	▲	-13,4%	▼
USD/RUR*	31,23	0,0%	▲	-3,2%	▼
Корзина валют/RUR*	34,61	-1,8%	▼	-4,2%	▼
Индикаторы денежного рынка					
Остатки на корп. сч., млрд руб.	506,1	-30,4	▼	-328,0	▼
Остатки на депозитах в ЦБ, млрд руб.	795,6	3,4	▲	355,3	▲
ЗВР ЦБР, млрд долл.	454,5	-3,7	▼	16,8	▲
1М-MOSPRIME	3,4	0,00	■	-2,88	▼
3М-MOSPRIME	4,0	0,0	■	-3,07	▼
3М-LIBOR	0,54	0,00	▲	0,29	▲
Индикаторы долгового рынка					
UST-2	0,71	-0,02	▼	-0,43	▼
UST-10	1,98	-0,07	▼	-0,65	▼
Russia-30	5,42	-0,03	▼	-0,11	▼
EMBI+	319	5	▲	45	▲
EMBI+Russia	256	7	▲	68	▲
Индикаторы товарного рынка					
Urals, долл./барр.	76,79	0,43%	▲	107,7%	▲
Brent, долл./барр.	77,57	1,1%	▲	102,3%	▲
Индикаторы фондового рынка					
PTC	1 401	-0,07%	▼	-2,9%	▼
Dow Jones	10 434	0,24%	▲	0,1%	▲

*-данные на 8:00 мск

Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка



Испания выдержала тест на прочность

Центральным событием вчерашнего дня стали аукционы по размещению двух выпусков испанских государственных облигаций общим объемом 3,5 млрд евро. Несмотря на то, что на аукционах были зафиксированы доходности, близкие к уровням, сложившимся на рынке накануне, которые были заметно выше, чем три недели назад, сравнительно высокий спрос на подешевевшие в последнее время долги Испании был воспринят инвесторами положительно. После аукциона котировки новых выпусков выросли, что послужило толчком для роста курса евро (пробил уровень 1,24 долл. – максимум за последние три недели), что вызвало рост цен на нефть (Brent вплотную приблизился к 79 долл.) и повысило интерес к рискованным активам. Дополнительный положительный импульс рынкам добавило открытие североамериканских торгов.

По итогам вчерашнего дня CDS5-спред Испании сузился на 16 б. п. до 242 б. п.

Результаты стресс-тестирования европейской банковской системы будут опубликованы в июле

Вчера председатель Совета ЕС Херман ван Ромпей сообщил после саммита о том, что результаты тестов крупнейших 25 европейских банков будут опубликованы во второй половине июля. Результаты тестирования, на наш взгляд, должны быть положительно восприняты инвесторами и восстановить доверие к европейским банкам.

Напомним, что вчера стало известно о предварительных результатах тестирования испанских финансовых институтов, которые оказались лучше, чем ожидалась, в результате чего на их поддержку придется потратить в три раза меньше ресурсов из фонда, чем изначально планировалось (около 90 млрд евро).

Вчера лидеры европейских стран поддержали введение глобального налога на банки. Безусловно, данная новость отрицательно скажется на финансовых рынках в краткосрочной перспективе. Тем не менее, мы считаем, что этот негатив уже учтен игроками, и, возможно, подробности о механизме введения данного налога смогут как-то повлиять на рынки.

Очередной позитивный день для российских еврооблигаций

Положительных новостей из Испании было достаточно для поддержания роста в российских еврооблигациях, которые начали день с консолидации на уровнях, достигнутых накануне. Однако смешанная североамериканская статистика (в частности, очередные слабые данные по рынку труда и рост цен в рамках ожиданий) ограничили рост котировок по итогам дня. Наиболее заметное изменение цен было отмечено в корпоративных и ряде банковских выпусков. В частности, интерес к выпуску Rusagro-14 (YTM 5,31%) вызвал рост котировок почти на 2 фигуры. В новом выпуске МТС-20 (YTM 8,32%) продолжались покупки, в результате котировки закончили день выше 102 фигуры (+0,5 п. п.). Также отметим осторожные покупки в выпусках ТНК- ВР.

Котировки Russia-30 (YTM 5,34%) по итогам дня практически не изменились (+1/8 п. п.), спред к UST7 (YTM 2,65%) расширился и составил 269 б. п.

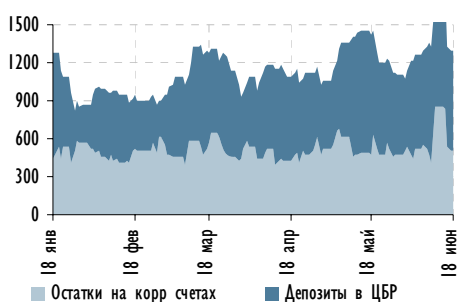
Будет ли коррекция?

Умеренно негативный фон, сформированный неуверенной динамикой североамериканских рынков, и смешанная динамика азиатских рынков, вместе с небольшим снижением фьючерсов на американские индексы может оказать негативное давление на котировки сегодня. В то же время поток позитивных новостей, которые немного рассеяли опасения инвесторов касательно европейской банковской системы, будет оказывать поддержку. Однако, скорее всего, рынок будет находиться под влиянием технических факторов. Не стоит забывать, что рост на рынках продолжается больше недели, и перед выходными будет соблазн зафиксировать прибыль. К событиям, которые могут оказать влияние на рынки, можно отнести результаты встречи главы МВФ и Премьер-министра Испании, которая, по данным СМИ, должна была состояться сегодня.



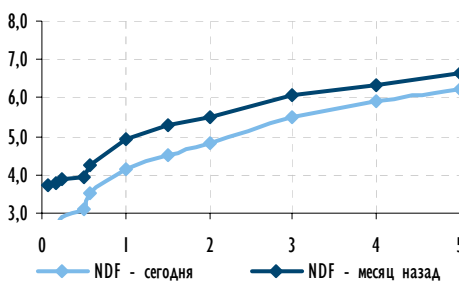
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Денежный рынок

ОБР находят хороший спрос, а Минфин готовится размещать средства на депозитах

За вчерашний день резких движений на отечественном денежном рынке замечено не было. Суммарный объем банковских средств на депозитах в ЦБ и корсчетах за день практически не изменился, а основные ставки оставались на достигнутых прежде минимальных уровнях (3-месячный MOSPRIME, например, второй день находился на отметке в 3,98%).

Единственным «возмутителем» спокойствия можно назвать аукцион по доразмещению ОБР-14 на 100,0 млрд руб., который встретил хороший спрос со стороны банков – объем заявок в 1,7 раза превысил максимальный объем размещения, что, однако, в условиях минимальных ставок денежного рынка не вызывает удивления.

Одновременно Минфин сообщил о размещении во вторник, 22 июня, средств бюджета на 3-месячные депозиты в объеме до 40,0 млрд руб. под 6,5% годовых. Пока нам не кажется, что идея Минфина найдет такой же позитивный отклик, как и аукцион по доразмещению ОБР-14: все-таки сейчас большинство банков испытывают трудности с выбором активов для вложения средств, а не с источником финансирования.

Сегодняшний день на денежном рынке также должен пройти в целом спокойно, в то время как движения в валюте могут быть более существенными: вчера рубль при некоторой волатильности дорожал к бивалютной корзине, с открытием торгов это движение продолжилось.

Юрий Тулинов
+7 495 913 74 74 (доб. 2 14 17)

КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рублевые облигации: рост продолжается

В рублевом сегменте в четверг продолжилось рали – поддержку позитивным настроениям на рынке в том числе оказала благоприятная внешняя конъюнктура (реакция рынков на успешное размещение облигаций Испании – см. комментарий по еврооблигациям).

Основная активность покупателей была сосредоточена в первом эшелоне – котировки 61, 62 и 63 выпусков Москвы выросли на 55–75 б. п. на довольно существенных оборотах; Газпром-11, Газпром нефть БО5, БО6, Газпром нефть 3 подорожали в пределах 15–35 б. п.

Цены возвращаются на уровни середины апреля

Котировки Газпром нефть БО-5, БО-6 вчера вплотную приблизились к номиналу (99,8%) – тем самым бумаги полностью отыграли эффект фазы коррекции, начавшейся на рублевом долговом рынке в середине апреля. Стоит отметить, что некоторые ликвидные выпуски пока еще сохраняют «запас» с точки зрения возвращения цен на уровни до коррекции – в частности, мы отмечаем Газпром-11, Мгор48, ОФЗ 25068, ОФЗ 46018, во втором эшелоне – выпуски Сибметинвеста.

Существенный спрос на первичном рынке

Вчера ОГК-5 закрыла книгу по размещению нового выпуска. Насколько мы понимаем, спрос на бумагу был существенным: нижняя граница ориентира купона на днях была пересмотрена с 8,25% до 7,75%, при этом книгу удалось закрыть по ставке купона 7,5% – на 75 б. п. ниже первоначального ориентира. Доходность нового выпуска к двухлетней оферте по ставке 7,5% составляет порядка 7,64%, что в целом представляется нам адекватным уровнем, однако не оставляет потенциала для роста бумаги.

Алроса провела встречу с инвесторами

Вчера Алроса провела встречу с инвесторами, посвященную размещению новых рублевых бондов. Наши впечатления от встречи мы привели во вчерашнем специальном обзоре (см. *Алроса: итоги встречи с*



менеджментом в рамках размещения новых рублевых облигаций). В целом позиционирование размещаемых выпусков (УТР 8,5–9,0% на три года и УТМ 9,0–9,6% на пять лет) выглядит достаточно агрессивным по отношению к кривой бумаг отечественных металлургов и нефтяников. Так, по указанным ориентирам, бумаги предлагают премию не более 150 б. п. к кривой рублевых выпусков Газпрома и дисконт до 150 б. п. к бумагам Евраз и Мечела.

Еврооблигации ALROSA 14, к примеру, в последние месяцы торгуется с премией около 200 б. п. к выпускам Газпрома и на одном уровне с бумагам крупнейших отечественных металлургов, что кажется нам более адекватной компенсацией за риски компании.

В то же время, учитывая такой фактор, как избыточная ликвидность банковского сектора, мы допускаем, что бумаги найдут спрос и в пределах вышеуказанного диапазона.

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

Юрий Тулинов
+7 495 913 74 74 (доб. 2 14 17)



КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Акрон
S&P/Moody's/Fitch - / - / B+

Промышленность

Акрон: результаты по МСФО за 1-й кв. 2010 г.

Новость: Вчера группа Акрон представила финансовые результаты по итогам 1 кв. 2010 г. – в целом нейтральные для котировок обращающихся бумаг компании.

Комментарий: Мы обращаем внимание на основные моменты отчетности:

- ▶ **Благоприятная ценовая конъюнктура при относительно стабильном уровне производства.** Объемы выпуска и отгрузки азотных и комплексных минеральных удобрений сохранились на уровне 2009 г. (общий объем отгрузки товарной продукции составил 1,35 млн т (-3% к 1-му кв. 2009 г.), в то же время существенный рост спроса привел к увеличению цен на всю линейку продукции, выпускаемой Акрон. Спотовые цены на аммиак (FOB, Южный), которые служат своеобразным *прокси* при определении цен на все виды азотных удобрений, достигали 400 долл. за тонну. Для сравнения: средняя цена на аммиак в 2009 г. составляла 243 долл. за тонну. В итоге валовая выручка Акрона выросла на 21% до 11,4 млрд руб.
- ▶ **Рост цен на удобрения нивелировал эффект роста цен на газ.** На фоне роста цен на продукцию рентабельность EBITDA Акрона в первом квартале выросла относительно уровня 4-го кв. 2009 г., несмотря на очередное повышение цен на газ на 15% с первого января 2010 г.
- ▶ **Положительный свободный денежный поток – скорее временное явление...** В первом квартале компания показала свободный денежный поток на уровне 1,7 млрд руб. на фоне достаточно скромных инвестиционных расходов – лишь 443 млн руб. Учитывая, что раньше менеджмент давал ориентир на объем капитальных вложений в 2010 г. на уровне 200–250 млн долл., мы полагаем, что Акрон увеличит темпы инвестиционных расходов во 2-м – 4-м кв. 2010 г. и по итогам года компании вряд ли удастся сохранить чистый денежный поток на положительном уровне.
- ▶ **...как и снижение лeverиджа.** Свободные средства, а также часть существующего запаса ликвидности на балансе, в первом квартале были направлены на сокращение долга – с 32,2 млрд руб. до 27 млрд руб. Мы полагаем, что это снижение является временным явлением, отражающим действия компании по оптимизации кредитного портфеля: Акрон погасил в основном долларовые кредиты с плавающей процентной ставкой, при этом недавно компания сообщала о привлечении рублевого кредита Сбербанка на 3 млрд руб.
- ▶ На фоне довольно существенных инвестиционных расходов Акрон может сократить лeverидж по итогам года, только если компании удастся высвободить дополнительные средства за счет продажи имеющихся инвестиций (в частности, пакетов акций Апатита и Сильвинита).

Финансовые показатели Акрона по МСФО, 1-й кв 2010 г.

	1К10	1К10 / 1К09, %	1К09	1К10 / 4К09, %	4К09
Выручка	11 425	21%	9 430	24%	9 187
ЕБИТДА	2 318	-3%	2 393	30%	1 782
Чистая прибыль	1 747	-306%	-849	19%	1 469
Рентабельность EBITDA, %	20,3%	-5,1 п.п.	25,4%	+0,9 п.п.	19,4%
Операционный денежный поток	1 758	-	-527	-9%	1 929
в т.ч. изменение оборотного капитала	47	-	-1 362	-97%	1 428
Капитальные вложения, включая приобретение лицензий	443	-44%	796	-67%	1 344
Органический чистый денежный поток	1 316	-	-1 323	125%	585



Финансовый долг	27 041	-16%	32 273	-17%	32 432
Денежные средства	3 542	-19%	4 391	-54%	7 706
Чистый долг	23 499	-16%	27 882	-5%	24 725
Чистый долг / EBITDA	3,3	-	2,9	-	3,4
Проценты к уплате	-132	306%	-33	-38%	-215
Проценты уплаченные (отчет о движении денежных средств)	-612	32%	-465	24%	-494
EBITDA / Проценты к уплате	17,5	-	73,4	-	8,3
EBITDA / Проценты уплаченные (отчет о движении денежных средств)	3,8	-	5,1	-	3,6

Источник: данные компании, расчеты ГПБ

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

Алексей Астапов
Alesei.Astapov@gazprombank.ru
+7 (495) 428 49 33



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
18.06.2010	Погашение Еврокоммерц 3	3 000
	Погашение ТВЗ 3	1 000
	Оферта Ренессанс Капитал 3	4 000
	Оферта ОГК-3 1	3 000
21.06.2010	Уплата 1/3 НДС за 1 квартал 2010	
	Оферта МБРР 5	5 000
	Оферта Мечел 2	5 000
	Оферта Русское Море 1	2 000
22.06.2010	Ломбардные аукционы ЦБ на 7 дней, 3 месяца	
	Погашение Автоваз 3	5 000
	Погашение Лукойл БО 18	5 000
	Погашение Лукойл БО 19	5 000
	Погашение Лукойл БО 20	5 000
	Погашение ФСК ЕЭС 2	7 000
23.06.2010	Оферта Протон Финанс 1	1 000
	Возврат ЦБР беззалоговых кредитов	2 310
	Погашение Автомир Финанс 2	2 000
	Оферта ЛК Уралсиб 1	2 700
24.06.2010	Оферта Номос Банк 9	5 000
	Погашение Новосибирск 31004	1 500
	Погашение СКБ Банк 1	1 000
	Оферта МТС 3	10 000
	Оферта Седьмой Континент 2	7 000
25.06.2010	Оферта УМПО 3	3 000
	Уплата акцизов, НДС	
	Оферта Группа Агроком 1	1 500
	Оферта ДиПОС 1	2 000
28.06.2010	Оферта Полипласт 1	1 000
	Уплата налога на прибыль	

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

	Событие	Период
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.

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**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksai.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) 913 74 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**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**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**Долговой рынок****Алексей Дёмкин, CFA**
Яков Яковлев**Юрий Тулинов**
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17
Yury.Tulinov@gazprombank.ru**Макроэкономика****Анна Богдюкевич**+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukovich@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.Kumosenko@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 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.