



КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Европейские банки оказались крепче, чем о них думали

Вчера стали известны данные по потребностям европейских банков в рефинансировании кредитов ЕЦБ в объеме 442 млрд евро, выданных год назад в рамках программы поддержки банковского сектора. Показатель оказался значительно ниже ожиданий – только 132 млрд евро. Данный факт послужил сигналом для коррекции курса евро (с 1,22 до 1,23 долл. за евро) и роста спроса на рискованные активы, в том числе на российские еврооблигации. CDS5-спреды европейских стран с долговыми проблемами сузились: греческие – на 90 б. п. (до 909 б.п.), португальские – на 19 б. п. до 310 б. п., испанские – на 10 б. п. до 261 б. п.

Данные по рынку труда в очередной раз разочаровали

Очередная порция данных о состоянии рынка труда в США не оставила от зародившегося оптимизма и следа. Фьючерсы на американские индексы сразу поменяли знак с положительного на отрицательный, и инвесторы стали избавляться от рискованных активов.

Статистика по рынку труда, опубликованная вчера в США, оказалась значительно хуже ожиданий и майских уровней. Так, число рабочих мест, согласно оценке агентства ADP, в июне выросло лишь на 13 тыс., тогда как ожидался прирост в 60 тыс., пересмотр майских данных с 55 тыс. до 57 тыс. никак не повлиял на общую ситуацию.

Российские еврооблигации отыграли часть падения

Вчера российские еврооблигации в целом следовали общей динамике на рынке, реагируя на основные события (см. выше). В то же время нельзя не отметить, что дополнительный интерес к российским еврооблигациям подогревался роуд-шоу Сбербанка и ВЭБа. В результате по итогам дня котировки Russia 30 (YTM 5,29%) все же смогли отыграть часть падения накануне, прибавив около 0,40 п. п.

Российские банки: прайсинг новых еврооблигаций

Вчера на информационных лентах появились сообщения о том, на каких уровнях сразу три отечественных финансовых института – государственные Сбербанк (-/Baa1/BBB) и ВЭБ (BBB/Baa1/BBB), а также Промсвязьбанк (-/Ba2/B+) – устанавливают цены на свои новые еврооблигационные выпуски.

Первоначальный ориентир по 5-летним долларovým бумагам *Сбербанка* составлял 350 б. п. над среднерыночными свопами, окончательный прайсинг оказался чуть ниже – 345 б. п. над мид-свопами (соответствует доходности YTM 5,50% @ июль 2015 г.). Данные уровни выглядят довольно привлекательно на фоне суверенной кривой и более-менее справедливо по отношению к другим выпускам крупнейших отечественных подконтрольных государству заемщиков.

Так, новая бумага предлагает порядка 110 б. п. премии к недавно выпущенным **RUSSIA 15** (YTM 4,38% @ апрель 2015 г.), в то время как спред между CDS на риски Сбербанка и России на 5-летнем горизонте не превышает 20 б. п. (212,00 б. п. и 195,74 б. п. соответственно). При этом новая бумага предлагает около 100 б. п. дисконта к размещенному в марте текущего года **VTB 15N** (YTM 6,47% @ март 2015 г.), что в целом соответствует историческому спреду между бумагами двух эмитентов, а также ложится чуть ниже кривой еврооблигаций Газпрома (BBB/Baa1/BBB).

Ориентир доходности по 10-летним еврооблигациям *ВЭБ* вчера был обозначен на уровне до 400 б. п. над среднерыночными свопами (доходность до YTM 7,0% @ июль 2020 г.), что ставит бумагу по доходности на один уровень с выпусками Газпрома и Лукойла и с фундаментальной точки зрения кажется нам справедливым. В то же время нельзя недооценивать такой технический момент, как перспективы включения бумаги ВЭБа в расчет индексов EMBI.

Предварительный ориентир доходности по 6-летним субординированным еврооблигациям *Промсвязьбанка* составляет YTM 11,25% @ июль 2016 г., что с учетом котировок также субординированного **Promsvyazbank 15** (YTM 10,40% @ май 2015 г.), выглядит довольно справедливо; потенциал сужения спреда не превышает 30 б. п.



Сегодня падение может продолжиться

Сегодня внешний фон складывается не в поддержку котировок российских еврооблигаций и, скорее всего, участники рынка предпочтут занять выжидательную позицию до выхода статистики. Основные фондовые индикаторы США в течение значительной части дня в среду торговавшиеся в положительной зоне не смогли закрепиться на достигнутых уровнях и под конец сессии просели на 1,0–1,2% после заявлений агентства Moody's о возможном понижении рейтинга эмитентов еврозоны. Отрицательная динамика азиатских рынков и фьючерсов на американские индексы также не способствует формированию позитивного настроения среди инвесторов.

Опубликованные сегодня данные по китайскому производственному индексу PMI Manufacturing, которые оказались ниже прогнозов и майских значений (52,1 против 53,2 и 53,9), стали очередным подтверждением замедления китайской экономики.

День богатый на события

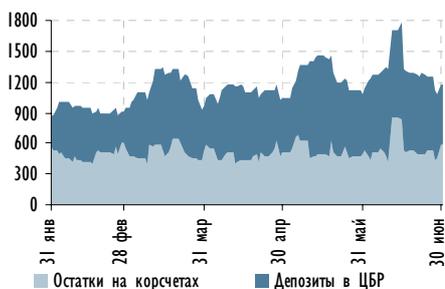
Кроме традиционной статистики по рынку труда в США, рынку недвижимости и индекса ISM Manufacturing, из сегодняшних событий отметим аукцион по размещению испанских пятилетних облигаций на 3,5 млрд евро и рассмотрение в парламенте США важного закона о регулировании банковского сектора. Также глава Казначейства США должен выступить с заявлением по итогам прошедшей на прошлой неделе встречи глав «Большой двадцатки».

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

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 913 74 74 (доб. 2 14 17)

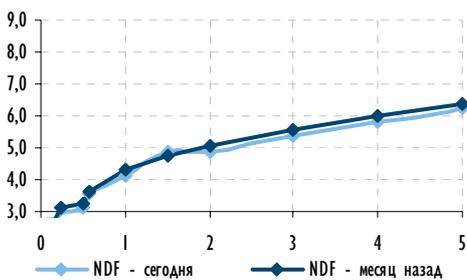
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Денежный рынок

Ликвидность остается на высоком уровне

Ситуация с ликвидностью в российской банковской системе остается стабильной. Сумма средств на корсчетах и депозитах в ЦБ превышает 1,2 трлн руб., в то время как ставки денежного рынка остаются на крайне низких уровнях. Стоимость заимствования на срок 3 месяца (MOSPRIME) составила 3,94%, в то время как ставка о/п вновь опустилась ниже 3,0%. Решение ЦБ РФ о сохранении ключевых ставок по операциям рефинансирования без изменения не оказало значительного воздействия на стоимость заимствования на рынке МБК.

Существенных шоков ликвидности в ближайшее время мы не ожидаем: объем плановых погашений по беззалоговым кредитам перед ЦБ в последующие две недели не превысит 12,3 млрд руб., при этом часть этих средств, вероятно, была возвращена досрочно.

За рубежом ситуация с ликвидностью остается относительно стабильной. Несмотря на прекращение действия программы долгосрочного рефинансирования ЕЦБ, спрос на аукционе по предоставлению трехмесячных кредитов оказался значительно ниже прогнозного, что свидетельствует о том, что европейские банки не полагаются чрезмерно на инструменты рефинансирования ЕЦБ.

В США основные индикаторы денежного рынка свидетельствуют об отсутствии дефицита ликвидности. TED-спред сузился до 36,4 б. п., что является минимальным значением с середины мая. Трехмесячная ставка LIBOR в долларах при этом остается практически неизменной на уровне 0,534%. Прочие индикаторы аппетита к риску умеренно снизились: так, спред по однолетним процентным свопам вернулся на уровень первой половины мая и составил 41,5 б. п.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82



Макроэкономика

ЦБ РФ сделал паузу в понижении ставок

Новость:

Банк России по итогам вчерашнего заседания совета директоров принял решение сохранить ставку рефинансирования на текущем уровне в 7,75%.

Комментарий:

С нашей точки зрения, подобное решение было обусловлено тем, что дальнейшее ослабление монетарной политики, вероятно, не оказало бы мощного стимулирующего воздействия на экономику, в то время как инфляционные риски во втором квартале могут возрасти. В этой связи мы полагаем, что Банк России в ближайшее время не будет предпринимать мер по дальнейшему понижению ставок.

По итогам мая цены выросли на 6,0% г/г. При этом во втором полугодии 2010 г. мы ожидаем ускорения инфляции на фоне восстановления потребительского спроса.

Что касается воздействия низких ставок по операциям рефинансирования ЦБ на показатели реального сектора, то стоимость заимствования для предприятий хотя и снизился на 6 п. п. с начала 2009 г., по-прежнему остается высокой (11,4% по состоянию на конец мая) и значительно превышает стоимость привлечения средств для банков.

Мы не ожидаем изменения ставки рефинансирования до конца текущего года, а в первом квартале 2011 г. возможно начало цикла повышения с целью сдерживания инфляционных рисков.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82

КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рублевые облигации переживают период летнего штиля

Вчера активность на рынке рублевых долговых бумаг была довольно низкой. Решение ЦБ оставить ключевые ставки денежного рынка на прежних уровнях было полностью предсказуемым и осталось незамеченным участниками рынка. Движения котировок «старых» выпусков были разнонаправленными; наблюдались порой и эпизодические сделки на отнюдь не рыночных уровнях, столь характерные для последнего дня квартала. Одновременно с этим недавно вышедшие на торги бумаги (в частности, **НОВАТЭК БО-1** и **Росбанк БО-1**) котировались на уровне чуть выше номинала.

Насколько мы понимаем, несмотря на избыток ликвидности у участников рынка, большинство игроков предпочитают занимать выжидательные позиции в силу того, что особо привлекательных инвестиционных идей на вторичном рынке уже почти не осталось (активность плавно смещается в сторону первичных размещений), а перспективы восстановления мировой экономики все еще остаются неясными. Сказывается, безусловно, и период летних отпусков. Сегодняшний день на рублевых долгах также обещает быть довольно спокойным.

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

НМТП

S&P/Moody's/Fitch

BB+/Ba1/-

Транспорт

НМТП (BB+/Ba1/-) опубликовал результаты за 1-й кв. 2010 г. по МСФО – нейтрально для облигаций

Вчера крупнейший российский торговый порт опубликовал консолидированные результаты деятельности за 1-й кв. 2010 г. по международным стандартам. Выручка группы за отчетный период увеличилась на 11,7% г/г до 175,5 млн долл. Скорректированная EBITDA выросла на 6,3% до 121,4 млн долл. Чистая прибыль за отчетный период



составила 83,9 млн долл. против 33,7 млн долл. годом ранее.

Операционные показатели: «просадка» в 2009 году

При относительно небольшом росте валовой перевалки грузов (+2,7% до 21,5 млн тонн по итогам 1-го кв. 2010 г.) компания нарастила перевалку самых высокомаржинальных категорий наливных и навалочных грузов: нефтепродуктов (+18,4%), зерна (+6,5%) и контейнеров (+42,1%), что, в свою очередь, обеспечило опережающий рост выручки по сравнению с общим ростом валовой перевалки.

Рост себестоимости за отчетный период составил 28,5% до 71,2 млн долл., однако мы не склонны рассматривать опережающий рост себестоимости по сравнению с выручкой как ослабление политики контроля за затратами со стороны менеджмента, так как на данную динамику, в первую очередь, оказали влияние экзогенные факторы. Рост стоимости мазута и дизельного топлива, которое компания закупает в рамках бункеровочного бизнеса, увеличили себестоимость на 6,6 млн долл. Надбавка, с которой компания перепродает закупаемое топливо третьим сторонам, относительно стабильна, поэтому рентабельность данного вида бизнеса в основном зависит от закупочных цен на мазут и солярку, что, в свою очередь, определяется динамикой мировых цен на нефть. Укрепление курса рубля по отношению к валюте представления отчетности (доллар США) в 1-м кв. 2010 г. в сравнении с 1-м кв. 2009 г. привело к росту себестоимости на 6,2 млн долл.

На рост показателя EBITDA в отчетном периоде, в первую очередь, повлияли ранее отмеченные изменения в структуре грузооборота и увеличение объемов перевалки высокомаржинальных грузов (+11,6 млн долл.). В то же время опережающий рост себестоимости привел к снижению рентабельности EBITDA с 72,7% до 69,2%

В целом мы оцениваем опубликованные результаты положительно: компании удалось продемонстрировать позитивную динамику основных финансовых показателей и сохранить рентабельность бизнеса на высоком уровне, несмотря на действие некоторых внешних факторов.

В то же время мы ожидаем ухудшения финансовых показателей компании во втором квартале, что вызвано значительным сокращением перевалки грузов в апреле – мае (порядка 5–8% в месячном выражении), что привело к снижению валовой перевалки за 5M2010 на 0,6%. Рост стоимости мировой цены на нефть также окажет давление на рентабельность бункеровочного бизнеса группы.

Величина долга на конец марта 2010 г. практически не изменилась по сравнению с уровнем трехмесячной давности и составила 455,7 млн долл. В результате показатель Долг/EBITDA продолжил положительную динамику из-за роста показателя EBITDA и немного снизился до уровня 1,04x. В целом отчетность нейтральна для короткого выпуска еврооблигаций NovPort 2012 (YTM 5,31%).

Финансовые результаты НМТП за 1-й кв. 2010 г. по МСФО, млн долл.

	1-й кв. 2010 г.	1-й кв. 2009 г.	Изм. г/г, %
Выручка	175,5	157,1	11,70%
Скорр. EBITDA	121,4	114,2	6,3%
Чистая прибыль	83,9	33,7	+149%
Долг	455,7	454,8*	
Рентабельность EBITDA	69,2%	72,7%	
Долг/EBITDA	1,04**	1,05	

* на 31 декабря 2009 г.;

** показатель EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, расчеты ГПБ

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

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



Календарь основных корпоративных событий

	Событие	Период
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)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru

Долговой рынок

Алексей Демкин, СГА**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.Bogdyukevich@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

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Aleksai.Astapov@gazprombank.ru

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Ivan.Khromushin@gazprombank.ru

Потребительский сектор

Рустам Шихахмедов

+7 (495) 428 50 69

Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Sergei.Kanin@gazprombank.ru

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Aleksai.Astapov@gazprombank.ru

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+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

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

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Vera.Yaryshkina@gazprombank.ru

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Elena.Kapitsa@gazprombank.ru

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Dmitriy.Ryabchuk@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

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

Maxim.Maletin@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

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками («Газпромбанка») (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (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 ПБ (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 ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (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.