

Ежедневный обзор долговых рынков от 22 сентября 2010 г.



Ключевые индикаторы

	Значение закрытия		Изменение, %		
			День	месяц	к нач. года
Валютный рынок					
EUR/USD	1,326	▲	1,6%	5,0%	-7,4%
USD/RUR	31,08	▲	0,2%	0,7%	3,5%
Корзина валют/RUR	35,46	▲	0,5%	2,9%	-1,4%
Денежный рынок					
Корсчета, млрд руб.	444,2	▼	-30,9	-51,0	-389,9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	698,5	▼	-50,4	113,7	258,2
MOSPRIME о/п	2,7	▼	0,0	0,0	-1,7
3М-MOSPRIME	3,8	■	0,0	0,0	-3,3
3М-LIBOR	0,29	▼	0,0	0,0	0,0
Долговой рынок					
UST-2	0,42	▼	0,0	0,0	-0,7
UST-10	2,57	▼	-0,1	0,1	-1,3
Russia 30	4,41	▼	0,0	0,0	-1,0
Russia 5Y CDS	163	▼	-0,9	-8,6	-22,2
EMBI+	292	▲	10	6,0	18
EMBI+ Russia	233	▲	9	-5,0	45
Москва-48	7,93	▼	-0,01	0,1	н/д
Газпром-11	7,11	■	0,00	0,0	-1,9
Газпром-13	5,85	▼	-0,04	-0,2	-3,0
Товарный рынок					
Urals, долл./барр.	77,54	▼	-1,8%	8,7%	1,1%
Brent, долл./барр.	77,70	▼	-1,8%	8,7%	0,6%
Фондовый рынок					
ТС	1 478	▲	0,8%	5,8%	2,3%
Dow Jones	10 761	▲	0,1%	7,2%	3,2%
Nikkei	9 596	▼	-0,1%	6,7%	-9,0%

Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- Рынок российских евробондов.** Вчера котировки Russia 30 подросли примерно на 1/4 п. п. и закрепились выше отметки 118,50%. В прочих же российских еврооблигациях и на рынке CDS изменения были минимальными. Торговая активность концентрируется в недавно размещенных выпусках Сбербанка и Альфа-Банка 2017 года погашения. Первый из них по-прежнему торгуется ниже номинала, второй – подрос еще на 1/4 п. п. до 100,25%, однако дальнейшего самостоятельного потенциала роста он, на наш взгляд, не имеет. В настоящее время время новый Alfa Bank17 точно лежит на кривой старшего долга эмитента. В то же время недавно размещенный выпуск Ukraine20, на наш взгляд, еще может несколько сократить спред к свопам. Сегодня мы ожидаем позитивной реакции рынка на итоги заседания ФРС
- Рублевый долговой рынок.** Рынок остается в летаргии: котировки застыли на месте, активность торгов невысока. Исключением стал, пожалуй, выпуск ОФЗ-46014, который снизился на полфигуры на фоне высокой торговой активности. Не исключено, что кто-то готовился к сегодняшним аукционам. Курс рубля к бивалютной корзине еще немного подешевел и к сегодняшнему утру находился на отметке 35,44. Тем не менее, NDF никакой реакции на движение пока не демонстрируют, годовой контракт по-прежнему стоит в районе 4,30%, отражая благополучную ситуацию с рублевой ликвидностью и отсутствие серьезных девальвационных ожиданий

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- На денежном рынке сохраняется стабильность**

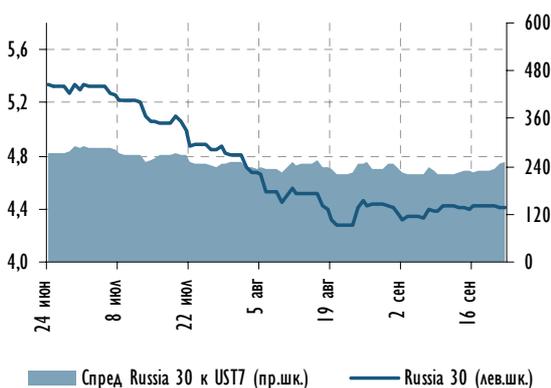
ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Северсталь (BB-/Ba3/B+)** наращивает добывающие мощности
- Группа ЛСР (-/B2/B-)** отчиталась за 1-е полугодие 2010 г. по МСФО

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- США:** статистика по индексу цен на недвижимость за июль
- Россия:** размещение ОФЗ-26203 на 40 млрд руб. и ОФЗ-25072 на 30 млрд руб., размещение выпуска Москва 32064 на 17 млрд руб.

Доходность Russia 30 и спред к UST 7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

ФРС подготовила почву для QE II

По итогам вчерашнего заседания FOMC все же сумел удивить рынки, даже не затронув непосредственно рычагов активной денежно-кредитной политики. Язык нынешнего FOMC Statement кристально чист и понятен, что в очередной раз напомнило нам, что за окном не 2003 год, а за рулем Фед. резерва уже который год находится не Алан Гринспен, а Бен Бернанке. Что касается непосредственного содержания заявления, то, пожалуй, оно стало самым «голубиным» со времен активной фазы кризиса.

Основные моменты, отличающие нынешний FOMC Statement:

- ▶ **Большой фокус на дефляционных рисках.** В этот раз члены FOMC отметили, что нынешний уровень инфляции несколько ниже, чем приемлемый с точки зрения двойного мандата ФРС на поддержание ценовой стабильности и максимальной занятости. Более того, ФРС ожидает, что инфляция останется ниже целевых уровней еще какое-то время. Напомним, по итогам августовского заседания FOMC лишь дежурно отметил, что инфляция будет какое-то время оставаться низкой, и не соотносил ее уровни с целями своей денежно-кредитной политики. На наш взгляд, этот факт говорит о том, что, по мнению ФРС, «дефляционная болезнь» переходит в стадию, когда терапевтические методы лечения, возможно, придется сменить хирургическими.
- ▶ **Готовность запустить печатный пресс.** Заключительная часть FOMC Statement на этот раз отличалась четкостью удара бича и неотвратимостью наподобие апперкота Владимира Кличко в 10-м раунде. Если еще в августе ФРС ограничился размытым обещанием «предпринять все необходимые меры для поддержки экономического восстановления и обеспечения ценовой стабильности», то на этот раз было четко заявлено, что Комитет готов подключить дополнительные монетарные стимулы, для того чтобы поддержать экономический рост и вернуть инфляцию на приемлемые уровни.

Мы полагаем, что нынешний FOMC Statement открывает двери для запуска второй серии количественного смягчения уже на следующем заседании ФРС, которое состоится 2–3 ноября, если, конечно, экономическая статистика не покажет радикального улучшения.

Реакция рынков на итоги заседания FOMC показывает, что наша трактовка заявления близка к консенсусу. Курс доллара показал резкое снижение против евро. Последний достиг к сегодняшнему утру отметки 1,33. Ставка UST10 обвалилась на 15 б. п. до 2,55%. Четкой позитивной реакции в динамике фондовых индексов и рискованных активов не наблюдалось, однако не исключено, что она последует сегодня. На наш взгляд, решимость ФРС бороться с дефляционными рисками является позитивным фактором для рискованных активов не только в краткосрочной, но и в среднесрочной перспективе.

NBER зафиксировал окончание рецессии

Вчера экономисты из института NBER, который официально отмечает фазы американских бизнес-циклов, объявили, что самая глубокая рецессия со времен второй мировой войны завершилась в июне 2009 года, и следующий спад, если таковой случится, уже будет новой рецессией, а не продолжением старой. Решение NBER носит символический характер и обычно не оказывает никакого влияния на рынок, так как традиционно этот институт определяет события с большим лагом (обычно более года), когда всем уже и так все очевидно.

Из других событий стоит отметить успешное размещение долговых бумаг Ирландии и Испании, которое, однако, не сумело вчера удержать европейские фондовые индексы в плюсовой зоне.

Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Ориентиры ОФЗ без сюрпризов

Сегодня состоятся размещения ОФЗ-25072 на 30 млрд руб. и ОФЗ-26203 – на 40 млрд руб., а также размещения Москвы 64 на 17 млрд руб. Подробный комментарий к этим размещениям смотрите в нашем вчерашнем обзоре долговых рынков, сегодня мы хотели бы лишь вкратце озвучить основные выводы.

Ориентиры Минфина, представленные вчера (УТМ 6,15–6,20% по ОФЗ-25072 и УТМ 7,40–7,50%), примерно совпали с нашими ожиданиями и находятся там, куда рынок «загнал» в преддверии размещения вторичные котировки этих двух выпусков – без дополнительной премии. На наш взгляд, ставки отсечения по этим двум выпускам окажутся по верхней границе заявленных диапазонов ввиду значительного объема дополнительной эмиссии.

Мы считаем привлекательным участие в размещении ОФЗ26203 по ставке ближе к 7,50%. Ориентиры по Москве 64 (7,4–7,48%) на фоне размещения ОФЗ кажутся менее привлекательными. Тем не менее, покупателям ОФЗ надо иметь ввиду риск дальнейшего давления на кривую со стороны первичного предложения Минфина.

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

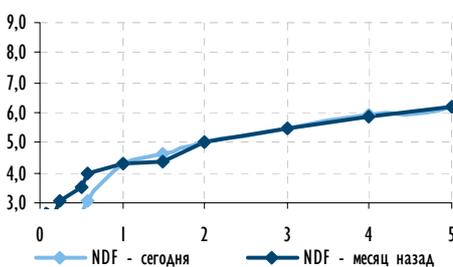
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

На денежном рынке сохраняется стабильность

Ситуация на российском денежном рынке продолжает характеризоваться избытком ликвидности. На это указывает динамика ставок МБК, которые во вторник стабилизировались на уровне 2,5% по кредитам о/п, сравнявшись с доходностью депозитов в ЦБ на сопоставимый срок. Сегодня котировки выставляются в диапазоне 2,3–2,65%. Объем чистой ликвидной позиции кредитных организаций во вторник увеличился на 24 млрд руб. (чуть менее 1,5%). При этом задолженность перед ЦБ по различным инструментам рефинансирования практически не изменилась, что указывает на рост ликвидных активов банков.

Отметим, что, согласно источникам газеты «Коммерсант», Сбербанк вчера приобрел рубли на сумму, эквивалентную 300 млрд долл., что указывает на уверенность крупнейшей кредитной организации РФ в отсутствии рисков девальвации национальной валюты. Ставки NDF при этом вчера колебались в диапазоне 2,93–3,15%, немного снизившись по сравнению с уровнями понедельника.

Сегодня Минфин проведет аукцион по доразмещению двух выпусков ОФЗ (26203 и 25072) с погашением в 2016 и 2013 гг. соответственно. Совокупный объем предложения составит солидные 70 млрд руб., при этом, учитывая ажиотаж, наблюдавшийся при размещении долговых обязательств правительства на прошлой неделе, велика вероятность наличия высокого спроса со стороны банков и на сегодняшнем аукционе. Тем не менее, наличие у банков значительного объема накопленной ликвидности обеспечит сохранение низкой стоимости заимствования на МБК.

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



КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Северсталь
S&P/Moody's/Fitch

BB-/Ba3/B+

Северсталь наращивает добывающие мощности

Новость: Как сообщают СМИ, Северсталь выиграла конкурс на лицензию на разработку участка «Центральный» западной части Улуг-Хемского угольного бассейна в Туве, заплатив за актив 600 млн руб. Балансовые запасы месторождения составляют 639 млн т угля марки Ж (коксующийся уголь, дефицитная марка для российского рынка). После выхода на проектную мощность через 11 лет компания планирует добывать 11–12 млн т угля на месторождении.

Комментарий: В целом новость нейтральна с точки зрения текущего кредитного профиля, учитывая довольно скромные затраты на приобретение лицензии. В перспективе разработка месторождения потребует более заметных расходов – по комментариям представителя компании, которые приводят сегодняшние Ведомости, Северсталь вложит около 2,5 млрд долл. в строительство шахты и обогатительной фабрики. Однако эти расходы будут осуществляться в течение довольно длительного срока – 9–10 лет. Кроме того, довольно заметные средства потребуются на строительство инфраструктуры – в частности, железной дороги от Транссиба до Улуг-Хемского угольного бассейна (Ведомости и Коммерсант приводят цифру в 3 млрд долл.). В то же время эти расходы Северсталь, вероятно, сможет разделить с другими компаниями, ведущими разработку участков в том же регионе (в частности, с Евразом, разрабатывающим Межегейское угольное месторождение). Кроме того, в финансировании строительства ж/д инфраструктуры, как пишет Коммерсант со ссылкой на неназванные источники, может принять участие и государство (оплатив до 50%).

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

Группа АСР
S&P/Moody's/Fitch

-/B2/B-

Группа АСР отчиталась за 1-е полугодие 2010 г. по МСФО

Новость: Выручка Группы АСР в первом полугодии 2010 г. составила 17 717 млн руб., EBITDA – 2 923 млн руб.

- ▶ Выручка снизилась на 13,9% до 17 717 млн руб.
- ▶ EBITDA сократилась на 17,9% до 2 923 млн руб.
- ▶ Рентабельность EBITDA составила 16,5%, что на 0,8 п. п. ниже уровня 1-го полугодия 2009 г.
- ▶ Операционная прибыль составила 1 729 млн руб.
- ▶ Группа закончила полугодие с чистым убытком в 675 млн руб.

В первом полугодии 2010 года 63% выручки и 88% EBITDA Группы обеспечил бизнес-дивизион Девелопмент, строительство и коммерческая недвижимость, на бизнес-дивизион «Общестроительные материалы, нерудные строительные материалы и строительные услуги» пришлось 37% выручки и 12% EBITDA Группы.

Комментарий: Мы умеренно негативно оцениваем результаты деятельности компании в первом полугодии 2010 г., которые, на наш взгляд, еще не в полной мере отражают оживление на рынках недвижимости. Возможно, отрицательно сказались как аномально морозная зима 2010 г., так и традиционный сезонный спад на рынке строительных материалов и строительства. Прежде всего, отметим весьма слабую ликвидную позицию компании, которая нашла отражение в показателе EBITDA/проценты, – в районе 1.3x – прежде всего, из-за снижения денежного потока.

Тем не менее, компания ожидает продолжения оживления спроса во второй половине 2010 г. во всех рыночных сегментах, где она присутствует.

Из положительных факторов отметим, что весной 2010 г. компании удалось привлечь порядка 380 млн долл. через выпуск новых акций. Около половины этой суммы было направлено на погашение краткосрочного долга, что было положительно воспринято рейтинговыми агентствами. Moody's в начале июня 2010 г. повысило рейтинг до B2, оставив прогноз на уровне «стабильный». В рейтинговую оценку агентство заложило ожидание продолжения восстановления



рынка недвижимости, а также завершение компанией до конца 2010 г. строительства цементного завода, ввод которого должен положительно сказаться на уровне себестоимости. Fitch в это же время изменил прогноз рейтинга с негативного на стабильный, сохранив саму оценку на уровне В-.

К негативным факторам мы хотели отнести большие потребности компании в рефинансировании в 2011 г.: необходимо будет погасить порядка 14 млрд руб. Отчасти риски рефинансирования компании могут снизить присутствующие среди кредиторов госбанки, на которые приходится около 2/3 кредитного портфеля компании. Moody's может понизить рейтинг компании, в случае если соотношение «Долг/ЕБИТДА» превысит 3,5х. В начале лета прогноз Fitch по этому показателю на конец 2010 г. составлял 3,1–3,3х. Принимая во внимание слабые показатели деятельности в 1-м полугодии, компании сложно будет сохранить долговую нагрузку в пределах 3,5х ЕБИТДА на фоне растущего долга во второй половине 2010 г. и неопределенных перспектив роста денежного потока. На середину 2010 г. мы оцениваем данный показатель в районе 2,65х. Обратим внимание на то, что компании пришлось просить кредиторов об изменении ковенант, сделав их менее жесткими по меньшей мере до середины 2011 г.

В целом мы считаем, что вышедшие финансовые результаты компании скорее негативны для обращающихся облигационных выпусков.

Основные финансовые показатели Группы АСР, млн руб.

	2008	2009	1П10	1П09	г/г
Выручка	49 813	51 024	17 717	20 585	-13,9%
ЕБИТДА	-3 355	12 901	2 923	3 561	-17,9%
<i>Рентабельность ЕБИТДА, %</i>	-6,7%	25,3%	16,5%	17,3%	
Операционный денежный поток	4 373	3 470	-2 286	92	
Капитальные вложения	9 346	7 543	1 990	3 624	-45,1%
Свободный денежный поток до финансирования	-13 776	-2 288	-8 063	-4 711	
Всего активов	113 899	110 314	116 796		5,9%
Собственный капитал	34 973	39 621	50 799		28,2%
Совокупный долг, в том числе	37 769	40 108	36 203		-9,7%
<i>доля краткосрочного долга, %</i>	50,1%	39,1%	29,9%		
Денежные средства и эквиваленты	3 246	2 896	3 658		26,3%
Показатели					
Долг/Собственный капитал, х	1,08	1,01	0,71		
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	отриц.	2,8	1,3	1,8	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	отриц.	2,88	2,65		

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

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



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
22.09.2010	Аукцион ОФЗ 26203	40 000
	Аукцион ОФЗ 25072	30 000
23.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
27.09.2010	Уплата акцизов, НДСПИ	
28.09.2010	Уплата налога на прибыль	
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
	Оферта Банк Русский стандарт-7	5 000
	Оферта Гражданские самолеты Сухого-1	5 000
29.09.2010	Возврат ЦБР беззалоговых кредитов	15 000
	Оферта Жилсоципотека-Финанс-3	1 500
	Оферта Метрострой Инвест-1	1 500
30.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
	Оферта Ай-ТЕКО-2	630
	Оферта НОК-2	400

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
октябрь	ММК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	Мечел: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	НорНикель: финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
октябрь	НорНикель: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
11.10.2010	Х5: операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
15.10.2010	Евраз: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
19.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
конец октября	ТГК-1: операционные результаты	9М10 г.
16.11.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	9М2010 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 9М10 г.
середина ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
конец ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по МСФО	9М10 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

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёмкин, СГА
+7 (495) 980 43 10
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17
Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихахмедов
+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Юлия Мельникова
+7 (495) 980 43 81

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

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80**Вера Ярышкина**
+7 (495) 980 41 82**Себастьян де Принсак****Роберто Пеццименти**
+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица
+7 (495) 988 23 73**Дмитрий Рябчук**
+7 (495) 719 17 74

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 Шалшаров
директор
+7 (495) 983 18 11**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03**Артем Спасский**
+7 (495) 989 91 20**Светлана Голодинкина**
+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Трејдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11**Андрей Чичерин**
директор
+7 (495) 983 19 14

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59

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.