

Ежедневный обзор долговых рынков от 24 ноября 2010 г.



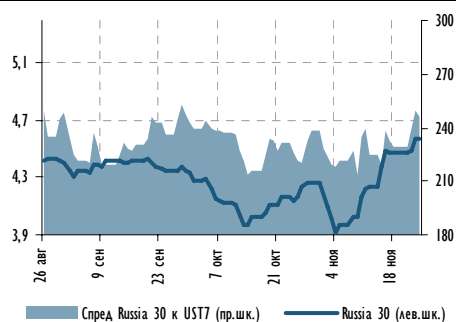
ГАЗПРОМБАНК

Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, % день к нач. года
Валютный рынок		
EUR/USD	1,337 ▼	-1,9%
USD/RUB	31,39 ▲	0,8%
Корзина валют/RUB	36,20 ▲	0,0%
Денежный рынок		
Корсчета, млрд руб.	533,2 ▲	38,9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	346,1 ▼	-76,8
MOSPRIME о/н	3,3 ▲	0,2
3M-MOSPRIME	3,8 ■	0,0
3M-LIBOR	0,28 ■	0,0
Долговой рынок		
UST-2	0,46 ▼	0,0
UST-10	2,78 ▼	0,0
Russia 30	4,57 ▲	0,1
Russia 5Y CDS	154 ▲	9,9
EMBI+	260 ▲	8
EMBI+ Russia	232 ▲	14
Товарный рынок		
Urals, долл./барр.	81,76 ▼	-1,1%
Золото, долл./унц.	1376,4 ▲	0,7%
Фондовый рынок		
PTC	1 573 ▼	-1,7%
Dow Jones	11 036 ▼	-1,3%
Nikkei	10 030 ▼	-0,8%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMB



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций.** Снижение котировок российских евробондов вчера продолжилось на фоне европейских проблем и вооруженных столкновений на корейском полуострове. Котировки «Тридцатки» упали еще примерно на полфигуры до 117,625%, при этом корпоративные и банковские инструменты, как ни странно, держатся довольно неплохо. В частности, вчера был замечен интерес инвесторов к длинным бондам ВЭБа с погашением в 2020 и 2025 гг.

► Главный вопрос на сегодняшний день — насколько серьезно европейские проблемы ударят по котировкам российских евробондов. С одной стороны, ситуация в Европе по-прежнему далека от разрешения (см. Темы глобального рынка) и сулит еще много неприятностей. С другой — на стороне российского рынка еврооблигаций следующие факторы: уже изрядно упавшие котировки, возможное дальнейшее снижение доходности Treasuries, цены на commodities, которые теоретически выигрывают от снижения доверия к евро практически в той же степени, что и от американского QE. Плюс к этому, завтра рынки будут закрыты по случаю празднования Дня благодарения, и после праздников накал страстей может несколько остыть.

► Пока что мы не думаем, что коррекция окажется глубже, чем весенняя.

► **Рублевый долговой рынок.** Котировки рублевых облигаций вчера также продолжили сползать. При этом рубль немного укрепился к бивалютной корзине (сегодня с утра 36,10), после того как Глава ЦБ Игнатьев заявил, что не ожидает серьезного ослабления курса рубля. Тем не менее, годовой NDF все еще держится в районе 4,50%.

► Сегодня Минфин размещает ОФЗ25073 и ОФЗ25075, при этом ориентиры доходности по длинной бумаге подразумевают премию к вторичному рынку. Посмотрим, поможет ли это разместить выпуск (см. Темы российского рынка).

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Европейские проблемы все разрастаются, нужно вмешательство ЕЦБ
- Стенограмма заседания ФРС: QE продолжится, commodities выигрывают

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Минфин становится агрессивнее?

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Банк Москвы (-/Baa1/BBB): новостной фон вокруг будущих изменений в структуре акционеров остается противоречивым
- РусГидро (BB+/Ba1/BB+) опубликовала отчетность по МСФО за 1-е полугодие 2010 г.

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

СД Газпрома (BBB/Baa1/BBB) утвердил инвестиционную программу на 2011 г. в размере 816,4 млрд руб. (-9,8% г/г), в том числе капитальные вложения на уровне 730 млрд руб. (-2,9% г/г)

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- **США:** данные по доходам и расходам потребителей, рынку недвижимости, безработице, заказам на товары длительного пользования
- **Россия:** размещение ОФЗ 25075 (20 млрд руб.) и 25073 (15,5 млрд руб.)



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Европейские проблемы все разрастаются, нужно вмешательство ЕЦБ

Вчера мы писали о том, что в Европе начинается эффект домино. К сожалению, сегодня с утра мы не можем опровергнуть это утверждение. Все продолжает идти по тому же сценарию. Европейские фондовые индексы упали на 2-3%, спреды по долгам Португалии и Испании расширяются, курс евро упал до отметки 1,34 долл. Инвесторов волнует тот факт, что стабилизационного фонда объемом 750 млрд евро может не хватить для поддержки этих двух стран и поэтому возможна реструктуризация, которая ударит по балансам европейских банков и спровоцирует вынужденные продажи в широком списке активов.

На наш взгляд, ситуация с Европой в настоящее время остается ключевой и для ее разрешения уже сейчас необходимо комплексное решение, которое касалось бы всех европейских стран, а не только очередного «слабого звена».

По нашему мнению, наилучшим решением было бы вмешательство ЕЦБ, включающее в себя масштабную скупку долгов проблемных стран. Причем не для финансирования их бюджетного дефицита, а с целью стабилизации кредитных спредов. На рынках началась игра в одни ворота, когда продавцы начинают избавляться от всего подряд, стараясь минимизировать риски. Уже сейчас страдают и виновные и невиновные страны. За Португалией и Испанией может последовать Италия и Франция. Главный источник распространения «заразы» — уже не финансовые проблемы отдельных членов ЕС, а падение стоимости активов, которое необходимо остановить пока цепная реакция на рынках не разрушила все окончательно.

Происходящее сейчас один из ярчайших примеров market failure, когда свободные рынки не могут выполнить свои функции оптимального распределения ресурсов. В этой связи вмешательство ЕЦБ было бы разумным и своевременным. Мы надеемся, что европейский Lehman все же не произойдет и вмешательство ЕЦБ скоро последует.

Стенограмма заседания ФРС: QE продолжится, commodities выигрывают

Стенограмма заседания ФРС 2-3 ноября, на котором было принято решение запустить второй этап QE, показала, что в очередной раз голосовавшим против оказался лишь президент ФРБ Канзас-Сити Томас Хениг. В то же время скептицизм относительно эффективности программы высказывали два других члена FOMC К. Уорш и Ч. Пlossер.

Из стенограммы становится понятно, что одним из рисков QE-2 является возможность нежелательного падения курса доллара на мировых рынках. Впрочем, пока что эти опасения не оправдываются, так что мы не думаем, что исполнению QE сейчас что-либо угрожает.

Количественное смягчение в США в сочетании с европейскими проблемами оказывает поддержку стоимости золота, и, вероятно, также ценам на нефть. Вера рынков в ключевые валюты продолжает истончаться, в этой связи commodities, вероятно, останутся популярным объектом инвестирования.

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



ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Минфин становится агрессивнее?

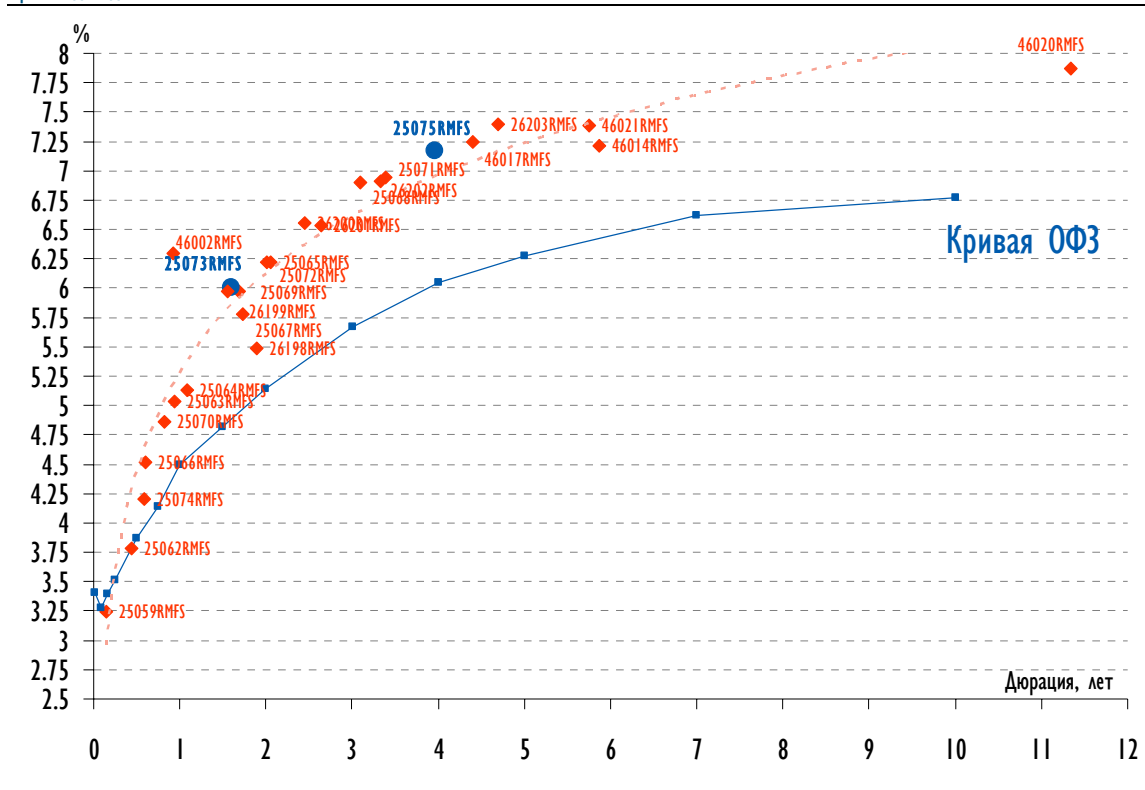
Вчера пришло сразу несколько сообщений относительно ближайших действий Минфина на рынке госдолга. Во-первых, как сообщает Reuters, роуд-шоу по размещению рублевых евробондов начнется 30 ноября. Во-вторых, в этой связи Минфин собирается перенести размещения ОФЗ25071 и ОФЗ25074, запланированные на следующую неделю на 22 декабря. В-третьих, сегодняшние аукционы по размещению ОФЗ25073 и ОФЗ25075 состоятся, и, судя по ориентирам (УТМ5,95–6,05% и УТМ7,17–7,27% соответственно), Минфин готов дать инвесторам некоторую премию. Вчера котировки ОФЗ25073 и ОФЗ25075 находились в районе 6,0% и 7,20% соответственно.

Посмотрим, поможет ли премия по длинному выпуску разместить бумагу, несмотря на слабую конъюнктуру вторичного рынка. Стоит отметить, что практика давать премии может вызвать только краткосрочный всплеск интереса к ОФЗ. Если их давать постоянно, то рынок будет падать от размещения к размещению, и интерес к участию в «первичке» снизится.

При этом участие в размещении ОФЗ25075 кажется нам довольно интересным. До конца года предстоит еще только одно размещение этой бумаги на сумму 12,28 млрд руб. 8 декабря. Угол же наклона кривой ОФЗ все еще благоприятствует покупке инструментов именно средней дюрации. Например, в случае с размещаемыми сегодня бумагами премия за 2,5 года разницы в дюрации составляет около 120 б. п. А вот за удлинение дюрации еще на 7 лет до 11,3 лет (ОФЗ46020) следует надбавка только в районе 70–80 б. п.

При этом мы полагаем, что рублевые облигации в ближайшие месяцы будут защищены избыточной новогодней ликвидностью, что поможет смягчить потенциальное негативное влияние мировой рыночной конъюнктуры.

Кривая доходности ОФЗ





КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Банк Москвы
S&P/Moody's/Fitch - / Baa1 / BBB

Банк Москвы: новостной фон вокруг будущих изменений в структуре акционеров остается противоречивым

Новость: Вчера официальные представители Банка Москвы (президент организации Андрей Бородин) и Правительства Москвы (заместитель мэра по вопросам экономической политики Юрий Росляк) подписали рамочное соглашение о сотрудничестве. Одновременно с этим они заявили о том, что на сегодняшний день ни топ-менеджмент, ни администрация города не имеют конкретных планов по сокращению своей доли в банке.

Тем не менее сегодняшний Коммерсант пишет о том, что уже в самое ближайшее время может быть принято решение о вхождении представителей ВТБ в совет директоров Банка Москвы. Согласно информации источников издания, ВТБ мог бы быть заинтересован в приобретении контрольного пакета, однако обязательным условием для этого является сохранение за Банком Москвы статуса опорного для столичного правительства.

Комментарий: Данные новости по сути не несут в себе чего-то нового, лишь подтверждая существенную неопределенность относительно будущих изменений в структуре акционеров Банка Москвы. Безусловно, власти города – с учетом хронического дефицита столичного бюджета и растущего интереса со стороны федеральных властей к приватизации части своего пакета в госструктурах – могут рассматривать вариант сокращения собственного участия в Банке Москвы. С другой стороны, активно ищущий «точки роста» ВТБ вполне мог бы стать приобретателем данной доли. В то же время на сегодняшний день нет достоверных оснований, позволяющих сделать вывод о том, что сделка готовится/состоится в ближайшее время, поэтому пока мы считаем, что данные сообщения нейтральны для кредитного качества Банка Москвы.

С момента смены столичного руководства большинство сообщений в СМИ вокруг Банка Москвы затрагивали тему структуры акционеров организации, в то время как операционная деятельность, по всей видимости, продолжалась в обычном режиме. Однако мы не исключаем того, что в ближайшее время новости о банке продолжат носить разнонаправленный характер, а потому спред еврооблигаций Банка Москвы к бенчмарку – ВТБ (который, если смотреть на Bank of Moscow 2015 против VTB 2015, в последние дни резко ужался со 100 б. п. до уровня чуть более 50 б. п.) – продолжит вести себя волатильно.

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

РусГидро
S&P/Moody's/Fitch BB+/Ba1/ BB+

РусГидро опубликовала отчетность по МСФО за 1-е полугодие 2010 г.

Новость. Вчера Группа «РусГидро» представила консолидированную неаудированную отчетность за 1-е полугодие 2010 г. Выручка Группы в 1П10 выросла на 21,4% г/г до 205 млрд руб., в том числе по сегменту «Генерация» – до 40,58 млрд руб. (+12,7%), по сегменту «Сбыт» – до 161,95 млрд руб. (+24,3%). Рост расходов оказался чуть выше, чем доходов – 21,8% (до 176 млрд руб.), что отчасти объясняет снижение рентабельности по EBITDA с 18,3% в 1П09 до 17,1% в 1П10, по чистой прибыли – с 11,6% до 10,5%. Показатель EBITDA составил 35,1 млрд руб. (+14,0%).

Комментарий. Ключевое влияние на финансовые результаты РусГидро в первом полугодии 2010 г. оказали авария на Саяно-Шушенской ГЭС, случившаяся в августе 2009 г., включая постепенный ввод мощностей, а также покупка и консолидация сбытовых компаний (Мосэнергосбыт, Петербургской сбытовая компания, Алтайэнергосбыт, Тамбовская энергосбытовая компания, Саратовэнерго и Объединенная энергосбытовая компания). Общая стоимость приобретений – 8,0 млрд руб.

РусГидро отразила в своей отчетности финансовые показатели приобретенных сбытовых компаний с сопоставимыми данными за прошлый период. Пакеты акций этих компаний были переданы в управление Интер РАО, а в следующем году после допэмиссии перейдут на ее баланс. Таким образом, РусГидро придется их деконсолидировать,



при этом в ее собственности останутся три сбытовые компании, приобретенные ранее. На сбытовой сегмент пришлось почти 79% выручки Группы «РусГидро» за 1-е полугодие 2010 г. (в том числе 70% – от недавно приобретенных сбытовых компаний), при этом его доля в EBITDA составила менее 24% (20%).

Консолидация сбытовых активов, характеризующихся низкой рентабельностью по EBITDA (порядка 5%) привела к заметному снижению рентабельности всей компании с уровня 45% по итогам 2009 г. до 17% по итогам 1-го полугодия 2010 г.

Несмотря на умеренные темпы роста выручки РусГидро от основной деятельности (генерации) и снижение показателей рентабельности, мы нейтрально оцениваем результаты компании, учитывая негативное влияние от аварии на Саяно-Шушенской ГЭС, выразившееся в недополученной выручке и дополнительных затратах на закупку электроэнергии для исполнения контрактов с РУСАЛом. Расходы на закупки энергии и мощности – крупнейшая статья в издержках РусГидро – в 1-м полугодии выросли на 25,4%.

Компания ожидает, что во 2-м полугодии негативный эффект от аварии снизится благодаря запуску новых гидроагрегатов. В августе был запущен третий гидроагрегат, что довело установленную мощность до 1920 МВт, до конца 2010 г. мощность будет увеличена до 2560 МВт. Вновь запущенные мощности получают приоритетную загрузку, что также сглаживает негативные последствия аварии.

Консолидация сбытовых компаний не привела к росту долговой нагрузки (долг увеличился всего лишь на 2,5 млрд руб.). По итогам первого полугодия группа снизила долг (с учетом приобретенных активов) до 23,6 млрд руб. (-3,4%). При этом величина чистого долга по-прежнему была отрицательной. После отчетного периода компания разместила еврооблигационный выпуск в рублях на 20 млрд руб.

В октябре было завершено размещение дебютного выпуска еврооблигаций RusHydro 2015 (YTM 8,28%), который в настоящее время торгуется в районе 99-й фигуры, что транслируется в весьма привлекательную премию к рублевому выпуску ФСК 10 (YTM 7,64%). На наш взгляд, данная премия не должна превышать 25 б. п. в «сопоставимых единицах». Обратим внимание на разные подходы к расчету доходностей для еврооблигаций и рублевых облигаций: в результате спред составляет порядка 90 б. п.

Основные финансовые показатели ОАО «РусГидро» по МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	1П10	1П09	г/г
Выручка	81	108	116	205	169	21,4%
EBITDA	20,3	33,7	52,2	35,1	31	14,0%
Рентабельность EBITDA, %	25,2%	31,3%	45,1%	17,1%	18,3%	-1,2 п. п.
Операционный денежный поток	17	28	41	21	16	30,7%
Капитальные вложения	32	25	32	21	11	102,6%
Свободный денежный поток до финансирования	-19	-5	8	-28	3	
Всего активов	314	426	483	524		
Собственный капитал	238	344	403	420		
Совокупный долг, в том числе	24,0	23,4	21,9	24		
доля краткосрочного долга, %	13,2%	14,4%	11,7%	20,0%		
Денежные средства и эквиваленты	8,3	24,8	48,2	27,5	44	-36,9%
Показатели						
Долг/Собственный капитал, х	0,10	0,07	0,05	0,06	—	
EBITDA/Процентные расходы, х	9,5	13,1	13,9	28,8	14,9	
Чистый долг/EBITDA, х	0,78	отриц	отриц	отриц	отриц	
Свободный денежный поток до финансирования/Долг, х	-0,78	-0,23	0,37	-1,01	0,00	

Источник: компания, оценки Газпромбанка

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

Дмитрий Котляров
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru
+7 495 913 7826



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
24.11.2010	Погашение Иркутская область, 31003	3 000
	Аукцион ОФЗ-25075	20 000
	Аукцион ОФЗ-25073	15 500
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	57 000
25.11.2010	Уплата акцизов, НДС	
26.11.2010	Погашение Пензенская область, 34002	1 000
29.11.2010	Оферта Газпромбанк, 5	20 000
	Уплата налога на прибыль	
30.11.2010	Погашение Башкортостан, 25006	1 500
	Погашение ВолгаТелеком, 2	3 000
	Погашение ВолгаТелеком, 3	2 300
	Погашение Желдорипотека, 1	1 500

Источник: Reuters, Cbonds



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
конец ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	X5 Retail Group: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
30.11.2010	Группа Черкизово: финансовая отчетность по US GAAP	9M10 г.
01.12.2010	ХКФ Банк: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
02.12.2010	Вымпелком: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
02.12.2010	ВТБ: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
06.12.2010	Сбербанк: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
декабрь	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	Башнефть: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	Татнефть: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	Транснефть: финансовая отчетность по МСФО	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

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Долговой рынок

Алексей Дёмин, CFA

+7 (495) 980 43 10

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Павел Пикунев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

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

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

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 торговлей 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

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговлей и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

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

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Copyright © 2003 — 2010. «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.