

Ежедневный обзор долговых рынков от 30 ноября 2010 г.

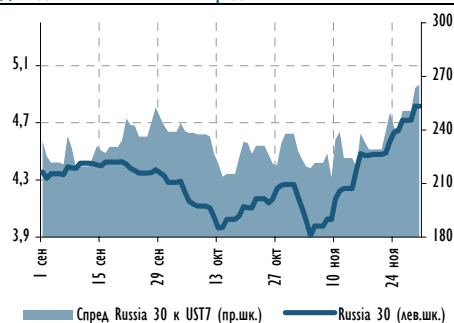


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	Изменение, %
		День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,313	▼ -0,9%	-8,4%
USD/RUB	31,44	▲ 0,1%	4,7%
Корзина валют/RUB	35,84	▼ -0,4%	-0,3%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	497,8	▼ -18,4	-336,3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	140,2	▼ -2,6	-300,1
MOSPRIME о/п	3,7	▲ 0,3	-0,7
3M-MOSPRIME	3,8	▲ 0,0	-3,3
3M-LIBOR	0,30	▲ 0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,51	■ 0,0	-0,6
UST-10	2,82	▼ 0,0	-1,0
Russia 30	4,82	▲ 0,1	-0,6
Russia 5Y CDS	173	▲ 9,9	-12,9
EMBI+	266	▲ 18	-8
EMBI+ Russia	246	▲ 26	58
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	86,00	▲ 2,3%	12,1%
Золото, долл./унц.	1366,3	▲ 0,2%	24,6%
Фондовый рынок			
PTC	1 589	▼ -0,8%	10,0%
Dow Jones	11 052	▼ -0,4%	6,0%
Nikkei	9 972	▼ -1,5%	-5,4%

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.** «Начали за здоровье, а закончили за упокой» — самая лучшая характеристика вчерашним торгам в российских евробондах.

► С утра котировки в «Тридцатке» стояли на четверть выше уровней прошлой пятницы — в районе 116,5%, тем не менее с открытием торгов в Европе на рынок вернулся и весь европейский негатив (см. Темы глобального рынка), в результате к закрытию котировки обвалились почти на фигуру до 115,625%. Примерно в таких же пределах упали и ликвидные корпоративные бонды.

► Главной рекомендацией остается — сохранять осторожность. Позитивных новостей из Европы пока не ожидается, главная надежда на нефть, Treasuries и фактор «все в цене». Коррекция уже почти достигла той же глубины, что и весной, так что в какой-то момент покупатели могут решить, что все уже в достаточной степени подешевело.

► **Рублевый долговой рынок.** Удорожание ставок МБК, а вместе с ними и вмененной доходности NDF (см. Темы российского рынка) — вот, пожалуй, самое главное, что происходило на локальном долговом рынке вчера. Этот фактор, в сочетании с глобальным негативом, привел к провалу котировок рублевых облигаций в ходе вчерашних торгов. Рубль же, наоборот, укрепился к корзине.

► На наш взгляд, в ближайшее время рублевые облигации могут остаться под давлением, однако, скорее всего, в преддверии предновогоднего всплеска рублевой ликвидности, да еще при стабильно высоких ценах на нефть и курсе рубля, массированных продаж удастся избежать.

► По информации Ведомостей, сегодня начинается роуд-шоу по размещению рублевых евробондов Минфина. Единственное, что можно сказать по этому поводу — момент далеко не лучший.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

► Рынки снова не поверили ЕС, о противоречивом поведении российских акций и спредов

► Доходность UST снизилась

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

► Рост ставок NDF, вероятно, временный

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

► Ликвидность находится на критическом уровне. Но ненадолго

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

► Евраз (B/B1/B+) может приобрести Инпром — позитивно с точки зрения бизнеса, нейтрально с точки зрения долга

► НорНикель (BBB-/Ba2/BBB-) продает долю в американской Stillwater Mining Company

► Аэрофлот (-/-BB+) может потерять транссибирские платежи уже в следующем году

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

► Мэр Москвы С. Собянин объявил о прекращении заимствований Москвы, по крайней мере, до середины 2011 г. (Коммерсант)



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Рынки снова не поверили ЕС, о противоречивом поведении российских акций и спредов

Подтвердились наши вчерашние опасения о том, что рынки не будут удовлетворены решениями, принятыми на саммите министров финансов ЕС в Брюсселе в минувшие выходные. Если закрытие азиатской сессии и начало торгов в России еще было спокойным, то с открытием торгов в Европе инвесторов вновь охватило беспокойство, что EFSF объемом 750 млрд евро недостаточно для поддержки Португалии и Испании.

Результаты не заставили себя ждать: курс евро – на новых минимумах, испанский 5-летний CDS «выстрелил» вверх на 50 б. п. и установил новые максимумы в районе 350 б. п., португальский 5-летний CDS расширился до 538 б. п., европейские фондовые индексы обвалились в среднем более чем на 2%.

Из хороших новостей стоит отметить стабильность цен на нефть, что позволяет российскому фондовому рынку избегать снижения, но пока нефть не помогает российским евробондам. Видимо, инвесторы не хотят покупать Россию под 4–5%, когда рядом есть европейский риск с рейтингом Aa2/A/A+ под ставку выше 9%, а именно – Ирландия, которую только что обеспечили фондированием на 7 лет. В этом плане нынешний risk aversion – это, скорее, бондовая тема, чем универсальная. В то же время мы сомневаемся, что российские кредитные спреды могут долго расширяться на фоне стабильности фондового рынка. Где-то ситуация скоро должна поменяться. Вопрос – где?

К сожалению, пока что единственный повод надеяться на лучшее – это универсальный фактор «все в цене». Все-таки коррекция уже близка по своей глубине той, что случилась этой весной, и на каких-то уровнях инвесторы могут начать покупать, невзирая на новостной фон. В то же время ход переговорного процесса в Евросоюзе пока не позволяет надеяться, что универсальное решение, которое могло бы закрыть тему Португалии и Испании будет найдено в ближайшие дни, а это значит, что поток плохих новостей может продолжиться.

Доходность UST снизилась

Продолжающийся выкуп казначейских облигаций федеральным резервом в сочетании с европейскими проблемами наконец-то привели к некоторому снижению доходности Treasuries. В частности, ставка UST10 снизилась с 2,89% до 2,81%.

На наш взгляд, снижение доходности Treasuries может стать главным фактором ценовой поддержки российских еврооблигаций в ближайшие месяцы, особенно после того, как острая фаза европейского кризиса останется позади. В то же время пока что на первый план выходит динамика спредов, поэтому мы пока советуем сохранять осторожность.

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

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Рост ставок NDF, вероятно, временный

Из наиболее интересных событий локального рынка, на наш взгляд, стоит отметить вчерашний резкий рост вмененной доходности по годовому NDF с 4,50% до 4,80%, который совпал с обострением ситуации на рынке МБК (см. Комментарий по денежному рынку).

На наш взгляд, нынешний рост ставок NDF – временный и вызван, скорее, ухудшением ситуации на локальном денежном рынке, нежели изменениями ожиданий рынка в отношении курса рубля, который вчера укрепился к бивалютной корзине до 35,81 руб./BSK.

Как видно из графика ниже, годовой NDF практически не реагировал на волатильность курса рубля этой осенью, а вот рост ставок МБК последовательно привел сначала к росту вмененной доходности по коротким NDF, а затем и более длинным, отражая последовательное ухудшение среднесрочных ожиданий рынка относительно стоимости рублевой ликвидности.

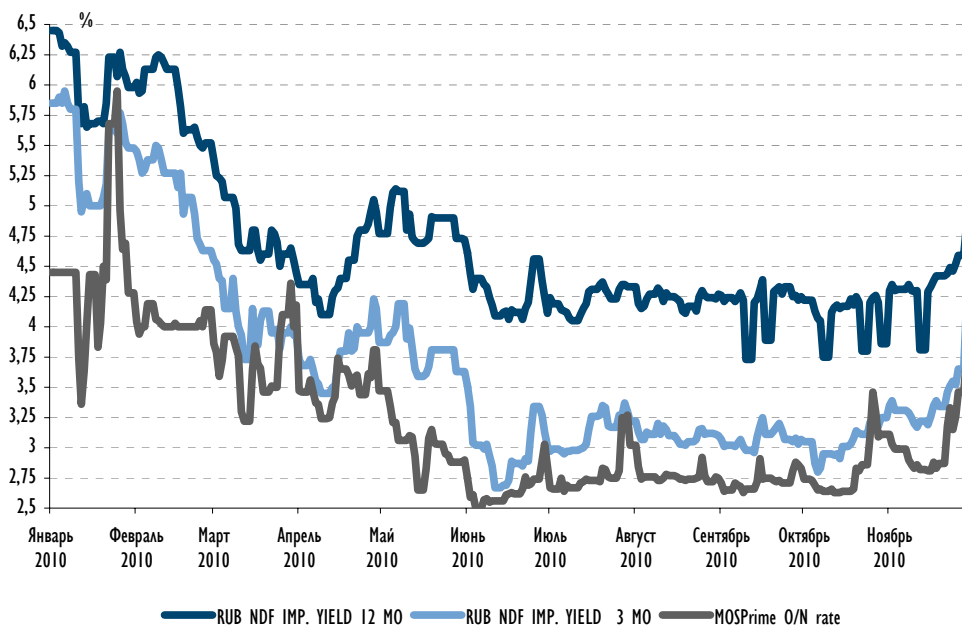


Тем не менее, на наш взгляд, в данной ситуации нужно понимать следующее. NDF – это офшорный рынок, и хотя по некоторым оценкам офшорные обороты по рублю сейчас уже достигают 50% от всего торгового оборота по российской валюте, мы совсем не уверены в том, что подавляющее большинство тех, кто торгует российским рублем за границей, в курсе всех нюансов сезонной динамики рублевой ликвидности. В этой связи не исключено, что именно пересмотр ожиданий по стоимости рублевого фондирования иностранцами двигает сейчас вмененную доходность по NDF.

На наш взгляд, в преддверии сезонного новогоднего всплеска ликвидности пересмотр вверх средних ожидаемых ставок МБК на ближайшие месяцы вряд ли оправдан. Кроме того, не следует забывать о 880 млрд руб., замороженных в ОБР. Эти деньги начнут высвобождаться в случае, если период дорогой ликвидности затянется. Первая порция в объеме около 200 млрд руб. от погашения ОБР14 ожидается уже 15 декабря.

Мы полагаем, что уже во второй половине декабря ставки МБК заметно снизятся, а вместе с ними упадут на привычные уровни и вмененные доходности по NDF.

Динамика вмененной доходности NDF и ставок МБК

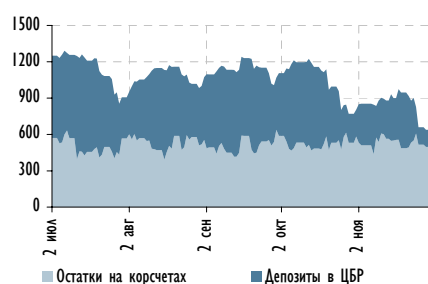


Источник: Bloomberg, Газпромбанк

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



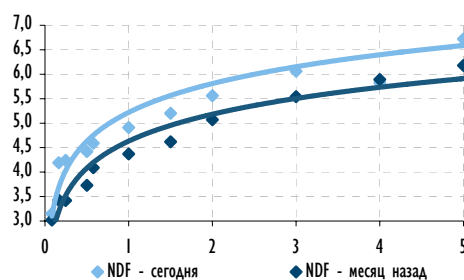
Источник: Bloomberg

Ликвидность находится на критическом уровне. Но ненадолго

Несмотря на то, что отток ликвидности, связанный в перечислении налога на прибыль в федеральный бюджет, оказался сравнительно небольшим (сумма остатков на к/с и депозитах в ЦБ в понедельник сократилась всего на 12 млрд руб.), рыночная стоимость заимствования для банков первого круга подскочила почти в два раза: ставки по кредитам о/п достигали 5,0%. Кроме того, резко возрос спрос на инструменты рефинансирования ЦБ. В частности, вчера банки привлекли 8,2 млрд руб. через операции РЕПО с Банком России.



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



Источник: Bloomberg

Сегодня утром банки выставляют котировки на МБК на уровне 3,2–3,75% по кредитам о/п – немного ниже, чем вчера, однако мы не исключаем вероятного роста ставок в течение дня. Из позитивных моментов отметим сегодняшнее погашение ГСО на сумму 30 млрд руб., что способно немного поддержать ликвидную позицию банков.

Мы не ожидаем, что до конца недели ситуация кардинально изменится, однако в начале декабря банки, по всей видимости, перейдут в экономный режим и будут по возможности наращивать резервы ликвидности на балансах. Помочь в этой ситуации может погашение ОБР 14-го выпуска 15 декабря: в настоящее время в обращении находятся бумаги на сумму чуть более 200 млрд руб. по номиналу.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Евраз
S&P/Moody's/Fitch

B/B1/B+

Евраз может приобрести Инпром – позитивно с точки зрения бизнеса, нейтрально с точки зрения долга

Новость: Как пишут Ведомости, Евраз подал в ФАС заявку на приобретение металлотрейдера Инпром, до кризиса входившего в пятерку крупнейших в России.

Комментарий: По данным сайта компании, Инпром объединяет в своем составе 27 металлоцентров, преимущественно в европейской части России. Приобретение собственной сбытовой сети, на наш взгляд, могло бы быть позитивным событием для Евраза, так как позволило бы увеличить долю конечной продукции (сортовой прокат) в общей структуре продаж и сократить долю полуфабрикатов (основной экспортный продукт), что позитивно сказалось бы на общей рентабельности. При этом реализация напрямую конечному потребителю, а не через посредников также обеспечила бы дополнительную прибыль.

Бизнес Инпрома серьезно пострадал из-за кризиса: продажи (по РСБУ отчетности ОАО «Инпром») в прошлом году упали втрое, до 5,4 млрд руб., операционная прибыль «ушла в минус». По итогам трех кварталов 2010 г. выручка составила 6,3 млрд руб., прибыль от продаж – 26 млн руб. Компания имеет существенную долговую нагрузку – около 6 млрд руб., в том числе 5,4 млрд руб. долга перед Сбербанком (по всей видимости, в залоге по кредиту Сбербанка существенная часть активов Инпрома), а также рублевые облигации, по которым компания допустила дефолт (около 490 млн руб.). Часть долга (836 млн руб.) на 30/09/10 была просрочена. Учитывая текущее состояние Инпрома, мы полагаем, что стоимость приобретения для Евраза будет минимальной – при этом компании, вероятно, придется реструктурировать долг металлотрейдера – по крайней мере, перед основным кредитором, Сбербанком. Учитывая сравнительно небольшой размер долга (весь объем обязательств – 190 млн долл.), приобретение не должно оказать сколько-нибудь заметного давления на кредитные метрики Евраза.

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

НорНикель
S&P/Moody's/Fitch

BBB-/Ba2/BBB-

НорНикель продает долю в американской Stillwater Mining Company

Новость: Norimet Ltd., 100%-ная дочка Норильского никеля объявила о намерении продать свою долю в капитале американской Stillwater Mining Company посредством ее вторичного размещения среди инвесторов. Доля Norimet составляет 51,3%. Ожидается, что компания продаст 37 млн акций Stillwater. Кроме этого, предусмотрен опцион на переподписку в максимальном размере 3,8 млн акции. Norimet также продаст до 9 млн акций UBS Securities (7,8 млн по основной сделке и 1,2 млн – в виде опциона на переподписку). В структуре сделки предусмотрены два варианта ее закрытия. По первому сценарию, после вторичного размещения и продажи UBS у Norimet останется 5,1% акций Stillwater, по второму – при полной реализации опционов доля компании снизится до 0%.

Комментарий: Хотя о намерении компании продать свою долю в



Stillwater было известно уже давно, мы позитивно оцениваем данное сообщение. Учитывая текущую капитализацию американской компании в размере 1,8 млрд долл., доля Norimet стоит сейчас 923 млн долл. (почти втрое больше, чем цена приобретения актива в 2003 году – 341 млн долл.). Мы полагаем, что сделка будет закрыта в середине декабря, т. е. Отчет о прибылях и убытках Норильского никеля за 2010 год будет значительно улучшен за счет этого единовременного события. Полученные средства могут быть направлены компанией на выплату дивидендов по итогам 2010 года.

Мы нейтрально относимся к рублевым бондам Норникеля, которые торгуются на близком уровне доходности с другими выпусками первого эшелона, имеющими инвестиционный кредитный рейтинг (7,22% к погашению).

Сергей Канин
Sergei.Kanin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 06

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

Аэрофлот
S&P/Moody's/Fitch

-/-/BB+

Аэрофлот может потерять транссибирские платежи уже в следующем году

Новость: Как сообщила РБК daily, вчера глава представительства ЕС в Москве Фернандо Валенсуэла заявил, что сборы с европейских авиакомпаний за транссибирские перелеты будут отменены после вступления России в ВТО. Окончательное решение о вступлении России в ВТО планируется оформить уже 7 декабря на саммите Россия – ЕС в Брюсселе.

Комментарий: Напомним, что транссибирские платежи, т. е. деньги, которые платят европейские и азиатские авиакомпании за беспосадочные перелеты над территорией РФ, давно являются камнем преткновения между Россией и ЕС. Европейские страны давно пытаются заставить Россию отказаться от взимания данных платежей и успели добиться определенного прогресса в этом направлении: одним из условий вступления России в ЕС является полный отказ от взимания пролетных платежей.

Напомним, что основным получателем платежей является российский Аэрофлот. По нашим оценкам, в 2008 г. Аэрофлот получил более 400 млн долл. от зарубежных авиакомпаний за использование транссибирского коридора. Другие российские авиакомпании, например, Трансаэро, также являются получателем пролетных платежей, однако эти суммы не сопоставимы с теми, что получает крупнейший российский авиаперевозчик: около 5 млн долл.

В случае, если РФ перестанет взимать пролетные платежи уже в следующем году, то это серьезно повлияет на финансовые показатели Аэрофлота. Протокол по ВТО, подписанный Россией и ЕС в 2004 г., предполагал, что Россия должна модернизировать систему эксплуатации транссибирского маршрута не позднее 2013 г. Решение об отмене пролетных платежей ранее 2013 г. может негативно повлиять на денежные потоки Аэрофлота. Обратим внимание, что из 400 млн долл. в Аэрофлоте «остается» далеко не вся сумма.

В настоящее время мы считаем данную новость, скорее, нейтральной, чем негативной для котировок биржевых облигаций Аэрофлота БО-1 и 2 (УТМ ок. 7,30–7,40%), поскольку речь о возможной отмене пролетных платежей шла достаточно давно и, кроме того, сроки вступления России в ВТО неоднократно переносились. Из потенциальных рисков для кредитного профиля Аэрофлота отметим возможное объединение компании с авиационными активами ГК Ростехнологий (ФГУП ГТК «Россия», ФГУП «Кавминводиавиа», ФГУП «Оренбургские авиалинии», ОАО «Владивосток Авиа», ОАО «Саратовские авиалинии» и ОАО «Сахалинские авиатрассы», а также контракт на покупку не менее 50 самолетов Boeing 737 Next Generation с оценочной стоимостью 3,7 млрд долл.).

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

Алексей Астапов
Alexsei.Astapov@gazprombank.ru
+7 (495) 428 4933

30.11.2010

Департамент анализа рыночной конъюнктуры
+7 (495) 428 51 15



ГАЗПРОМБАНК

Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
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
30.11.2010	Группа Черкизово: финансовая отчетность по US GAAP	9М10 г.
01.12.2010	ТТК-1: финансовая отчетность по МСФО	9М10 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.
02.12.2010	Ситроникс: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
06.12.2010	Сбербанк: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
06.12.2010	Башнефть: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
09.12.2010	АФК Система: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	НАМК: 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 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 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

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

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

+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 торговли 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.