

Ежедневный обзор долговых рынков от 16 декабря 2010 г.



ГАЗПРОМБАНК

Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	Изменение, % к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,338	▼ -0,1%	-6,6%
USD/RUB	30,67	▼ -0,1%	2,1%
Корзина валют/RUB	35,34	▼ -0,2%	-1,7%

Денежный рынок

Корсчета, млрд руб.	467,1	▼ -29,7	-367,0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	276,2	▲ 32,7	-164,1
MOSPRIME о/п	3,0	▲ 0,0	-1,4
3М-MOSPRIME	4,0	▼ 0,0	-3,0
3М-LIBOR	0,30	▲ 0,0	0,1

Долговой рынок

UST-2	0,66	▲ 0,1	-0,5
UST-10	3,48	▲ 0,2	-0,4
Russia 30	4,84	▲ 0,0	-0,5
Russia 5Y CDS	142	▼ -3,0	-43,8
EMBI+	224	▼ -12	-50
EMBI+ Russia	191	▼ -14	3

Товарный рынок

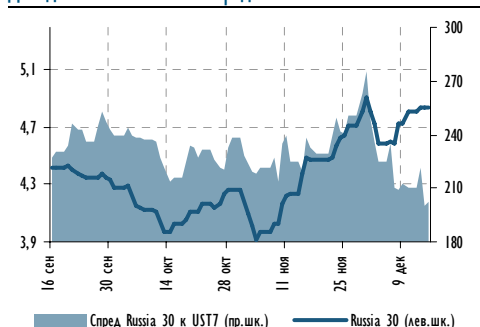
Urals, долл./барр.	88,89	▲ 0,6%	15,8%
Золото, долл./унц.	1396,3	▲ 0,1%	27,3%

Фондовый рынок

PTC	1 746	▲ 0,6%	20,8%
Dow Jones	11 477	▲ 0,4%	10,1%
Nikkei	10 326	▲ 0,1%	-2,1%

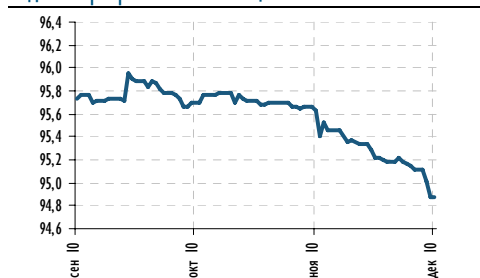
Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций.** Котировки российских суверенных бондов провалились вчера на открытии на фоне роста доходности UST. В частности, цены в «Тридцатке» упали на фигуру примерно до 114,75%, отскочив затем ближе к 115%.

► Корреляция российских суверенных бумаг и Treasuries вновь очень высока, и дальнейшее поведение «Тридцатки», похоже, очень сильно будет зависеть от того, развернутся ли Treasuries в ближайшее время (на что мы надеемся), или нет.

► Что любопытно, квазисуверенные бумаги чувствуют себя на падении гораздо лучше. В итоге, то сужение спредов к суверенной кривой, которого мы ожидали на росте, случилось на падении рынка. В частности, бонды ВЭБа сузили спреды к суверенной кривой примерно на 50 б. п.

► **Рублевый долговой рынок.** Вчера показал довольно скромные изменения цен, однако нежелание Минфина размещать ОФЗ по нынешним ставкам (подробнее см. Темы российского рынка) заметно улучшило настрой участников ближе к вечеру, и на рынке вновь начали появляться биды.

► Сегодня на рынке настрой может быть еще лучше. Вчера солидная порция ликвидности вернулась из ОБР, обусловив снижение ставок МБК. Курс рубля вновь на локальных максимумах в районе 35,20 против корзины, а ставка годового NDF снизилась примерно на 10 б. п. до 4,90%. Даже если Минфин вдруг сейчас объявит гигантский аукцион по размещению ОФЗ на 200 млрд руб., теперь вряд ли это напугает рынок.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Доходность Treasuries остается под давлением, смотрим на инфляцию
- Очередной саммит ЕС

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Минфин не стал размещать ОФЗ
- Татфондбанк (-/B2/-) открывает книгу по размещению биржевых облигаций

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Рынок вздохнул с облегчением

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Татнефть (-/Ba2/BV) отчиталась за 9 мес. 2010 г. по US GAAP

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Саммит Евросоюза в Брюсселе



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Доходность Treasuries остается под давлением, смотрим на инфляцию

Рынок Treasuries продолжает оставаться головной болью для держателей российских еврооблигаций. Вчера ставка UST10 вновь ходила выше отметки 3,50%, вернувшись к сегодняшнему утру обратно на 3,48%. При этом, в отличие от предыдущего дня, это движение сопровождалось ростом инфляционных ожиданий, заложенных в TIPS.

Похоже, что на этот раз дело во вчерашней публикации индекса американских потребительских расходов за ноябрь. Прирост CPI и Core CPI к предыдущему месяцу (+0.1% в обоих случаях) совпал с ожиданиями, однако, если посмотреть на динамику Core CPI к соответствующему периоду прошлого года, то этот показатель неожиданно показал рост на 0,8%, отскочив от октябрьского минимума 0,6%. Видимо, это заставило рынок нервничать, несмотря на то, что это по-прежнему заметно ниже комфортных для ФРС уровней 1.5–2.0%.

На наш взгляд, динамика Core CPI остается ключевым индикатором, хотя и несколько запаздывающим, на основании которого можно делать выводы о продолжении QE. Кроме того, мы советуем смотреть на опережающие индикаторы, динамики потребительского кредита, банковского мультипликатора, а также уровня занятости. Вероятно, эти индикаторы начнут уверенно расти за несколько кварталов до того, как появится угроза роста базовой инфляции. Пока что этого не наблюдается. По этой причине мы пока не думаем, что вчерашний рост Core CPI означает смену инфляционного тренда.

Очередной саммит ЕС

Помимо роста доходности UST угрозу для рынка по-прежнему представляют проблемы Евросоюза. Вчера агентство Moody's предупредило, что может понизить рейтинг Испании (Aa1). На этом фоне Испании сегодня придется разместить 10- и 15-летние бумаги на сумму 3 млрд. евро. Успех или неудача этого аукциона может сегодня сказаться на рынках.

Однако более интересным событием, на наш взгляд, является сегодняшний саммит ЕС в Брюсселе, посвященный внесению изменений в Лиссабонский договор с целью создания механизма коллективной финансовой безопасности. В центре внимания остается позиция Германии. Буквально накануне Ангела Меркель вновь отвергла увеличение объема EFSF и выпуск единых бондов еврозоны в качестве возможных мер противодействия кризису, однако, похоже, что нынешнее правительство Германии остается практически в одиночестве со своей непримиримой позицией.

Что любопытно, по информации FT, вчера Ангела Меркель подверглась жесткой критике со стороны парламентской оппозиции за «нерешительность», которая приводит к усугублению европейского кризиса, а также за подрыв репутации Германии в ЕС. Также критике подверглась и консервативная позиция Бундесбанка.

На наш взгляд, давление на родине может все же подтолкнуть Меркель к смягчению переговорной позиции, и тогда мы, возможно, увидим, наконец, какие-то конструктивные решения со стороны ЕС. Кстати, неизвестно, напоминал ли кто-нибудь Ангеле Меркель про многомиллиардный exposure немецких банков на долги ныне проблемных членов ЕС. Мы полагаем, что в этом кризисе не одна из стран Европы не может считать себя в полной безопасности.

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



ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Минфин не стал размещать ОФЗ

Вчерашние итоги по размещению ОФЗ25072 и ОФЗ26203, на наш взгляд, должны развеять опасения тех, кто всерьез опасался, что действия Минфина в ближайшее время подорвут вторичный рынок облигаций. Короткую ОФЗ25072 Минфин разместил лишь на 72 млн руб., а длинный выпуск ОФЗ26203 по нынешним ставкам он не стал размещать вовсе. В результате котировки ОФЗ26203 подскочили на вторичном рынке на 20–30 б. п., да и вообще на рублевом долговом рынке появилось больше бидов.

По итогам вчерашнего дня на рынок вернулось около 200 млрд руб. из ОБР, так что, возможно, в ближайшее время Минфин объявит какой-нибудь гигантский мега-аукцион, однако за судьбу рынка в данной связи мы бы особо не волновались.

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

Татфондбанк (-/B2/-) открывает книгу по размещению биржевых облигаций

Вчера Татфондбанк объявил об открытии книги заявок на приобретение биржевых облигаций серии БО-01 объемом 1,5 млрд руб. Бумаги имеют 3-летний срок обращения, при этом ориентир ставки полугодовых купонов составляет в настоящее время 9,0–9,5% годовых, что транслируется в доходность 9,2–9,7% к оферте через 1,5 года.

Следует заметить, что в свете ухудшившихся настроений на финансовых рынках размещения долгов самых разных эмитентов (особенно из банковского сектора) идут совсем не так легко, как еще месяц назад. Примерами могут служить отложенное размещение облигаций Кредит Европа Банк 06, а также закрывшиеся ближе к верхним границам изначальных диапазонов книги по бумагам Банк Санкт-Петербург БО-04 (окончательная ставка купона 8,5% годовых при диапазоне 8,0–8,7%) или Глобэкс Банк БО-03 и БО-05 (8,1% и 7,5–8,2% соответственно).

Обозначенный диапазон по доходности облигаций Татфондбанк БО-01 в первом приближении выглядит справедливым ближе к середине / верхней границе, т. е. с некоторой премией к чуть более коротким бумагам Восточный экспресс БО-05 (вчера эпизодические сделки проходили по YTP 9,24% @ апрель 2012 г.). По нашему мнению, слабые самостоятельные финансовые показатели Татфондбанка – в частности, по нашим подсчетам, по итогам 1-го полугодия 2010 года чистая процентная маржа банка по МСФО составила всего 2,4%, а соотношение Cost/Income 84,5% – лишь отчасти компенсируются фактором возможной поддержки со стороны Республики Татарстан (-/Ba1/BBB-).

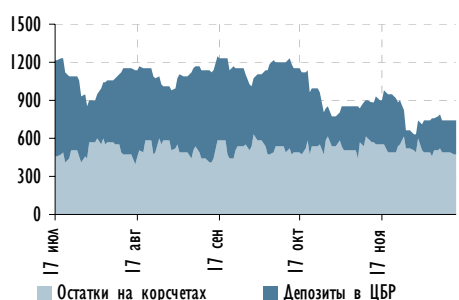
Более подробный анализ размещения облигаций Татфондбанк БО-01 мы планируем привести в следующем выпуске нашего Монитора первичных размещений.

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



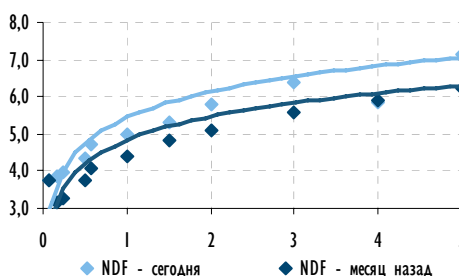
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Рынок вздохнул с облегчением

Роста краткосрочных ставок МБК в среду удалось избежать благодаря притоку средств в результате погашения ОБР 14-го выпуска на сумму 201,5 млрд руб. Стоимость заимствования для банков первого круга хоть и колебалась в довольно широком диапазоне (2,25–3,25% по кредитам о/п), однако уровень ставок в целом свидетельствовал об отсутствии дефицита ликвидности.

По итогам вчерашнего дня сумма остатков на к/с и депозитах в ЦБ выросла почти на 196 млрд руб., превысив 930 млрд руб., что с учетом выплат страховых взносов в фонды выглядит вполне обнадеживающе.

Сегодня Банк России, по всей видимости, попытается абсорбировать значительную часть высвободившейся вчера ликвидности, предложив банкам ОБР 16-го выпуска на сумму 150 млрд руб. Однако, несмотря на относительно краткосрочный характер инструмента (выпуск будет погашен 18 февраля 2011 г.), спрос на бумаги вряд ли окажется высоким в преддверии выплаты трети НДС за третий квартал в начале будущей недели.

Сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 2,6–3,0% по кредитам о/п – в пределах нормы. Вмененная доходность по трехмесячным беспоставочным форвардам на рубль находится в диапазоне 3,87–3,92%.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Татнефть
S&P/Moody's/Fitch

– /Ba2 / BB

Татнефть отчиталась за 9 мес. 2010 г. по US GAAP

Новость: Выручка от реализации за 9 мес. 2010 г. составила 338,2 млрд руб., увеличившись на 24,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Показатель EBITDA снизился на 18,6% до 54,3 млрд руб. Величина финансового долга составила 117,3 млрд руб., увеличившись за последние 12 месяцев более чем в 1,5 раза.

Заметим, что запуск Татнефтью первой очереди НПЗ в Татарстане произошел в 4-м кв. 2010 г., в связи с чем позитивный эффект от начала его работы пока не нашел отражения в финансовой отчетности.

Комментарий:

Основным источником увеличения выручки компании за 9 мес. 2010 г. стал рост цен на нефть более чем на 19% на внутреннем рынке, на который приходится около трети всех продаж, и на 22,8% на рынках стран дальнего зарубежья. За то же время добыча нефти увеличилась всего на 0,1% по сравнению с соответствующим периодом 2009 г. и составила 19,5 млн т. На продажи нефти по-прежнему приходится более 80% всей выручки компании, на нефтепродукты – менее 11%, на продукцию нефтехимии около 5%. За 9 мес. 2010 г. выручка от продажи нефти выросла на 27% к аналогичному периоду прошлого года.

Несмотря на хорошие темпы роста выручки за 9 мес. 2010 г. по сравнению с 9 мес. 2009 г., показатель EBITDA снизился вследствие роста ставок по экспортным пошлинам и налога на добычу полезных ископаемых (совокупные расходы по данным статьям прибавили 49,3% г/г) и транспортных расходов (+19,7%), общих, коммерческих и административных расходов (+30,7%), а также роста отчислений на содержание социальной инфраструктуры (около 0,8% выручки от реализации).

В то же время в 3-м кв. 2010 г. компании удалось переломить негативную тенденцию снижения операционной рентабельности, в результате по



итогах девяти месяцев показатель рентабельности по EBITDA вырос до 16,1% (15,8% по итогам 6 мес. 2010 г.).

За третий квартал финансовый долг вырос в основном за счет размещения выпуска биржевых облигаций на 5 млрд руб. (всего зарегистрированы БО на 50 млрд руб.), в итоге показатель долговой нагрузки вырос до 1,26х по коэффициенту Чистый долг/EBITDA. Насколько мы поняли из общения с представителями компании, долговая нагрузка может возобновить рост в 2011 г. – после того как в начале года будет принято решение о строительстве второй очереди нефтеперерабатывающего и нефтехимического комплекса «ТАНЕКО» в Нижнекамске с предварительной стоимостью около 3 млрд долл. При этом компания планирует придерживаться консервативной финансовой политики и не наращивать долговую нагрузку свыше уровня 3,0х по коэффициенту «Чистый долг/EBITDA».

Основные финансовые показатели Татнефти, млн руб, US GAAP

	2007	2008	2009	9M10	9M09	г/г
Выручка	356 276	444 332	380 648	338 230	272 264	24,2%
EBITDA	72 360	46 026	81 910	54 339	66 715	-18,6%
Рентабельность по EBITDA, %	20,3%	10,4%	21,5%	16,1%	24,5%	-8,4 п.п.
Операционный денежный поток	48 033	47 852	66 603	43 361	62 208	-30,3%
Капитальные вложения	(33 649)	(60 441)	(89 254)	(59 667)	(66 578)	-10,4%
Свободный денежный поток до финансирования*	8 409	(13 883)	(24 725)	(9 924)	(6 120)	+62,6%
Всего активов	370 219	392 980	495 742	559 438	473 271	18,2%
Собственный капитал	268 558	264 859	313 507	333 440	304 654	9,4%
Финансовый долг, в том числе	15 718	51 973	89 504	117 310	77 755	50,9%
доля краткосрочного долга, %	40,0%	13,5%	81,4%	27,9%	88,7%	-68,6%
Денежные средства и эквиваленты	25 987	23 161	23 455	29 897	38 679	-22,7%
Коэффициенты						
Долг/Собственный капитал, х	0,06	0,20	0,29	0,35	0,26	
EBITDA/Процентные расходы, х	1206,0	79,4	130,8	158,0	132,9	
Чистый долг/EBITDA, х	-0,14	0,63	0,81	1,26	0,69	

* рассчитывается как разница между денежными потоками от операционной и инвестиционной деятельности
Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

В целом мы нейтрально оцениваем результаты компании для ее долговых обязательств. Мы по-прежнему считаем, что выпуск Татнефть БО-1 (YTM 7,17% @ 20.09.13) смотрится переоцененным на фоне выпусков нефтяных компаний с более сильным кредитным профилем, например, Лукойл-4 (YTM 7,46% @ 05.12.13). Мы считаем, что выпуск Татнефти должен предлагать премию к выпускам Лукойла (BBB-/Baa2/BBB-) в размере не менее 40–60 б. п. (20–30 б. п. за одну ступень рейтинга).

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
16.12.2010	Закрытие книги КАМАЗ БО-1	2
	Погашение ГАЗЭКС-Финанс, 1	1
	Погашение Группа Разгуляй, БО-12	1
	Погашение Группа Разгуляй, БО-8	2
	Погашение Марийский НПЗ-Финанс, 2	1
	Погашение ЭйрЮнион Эр Эр Джи, 1	2
	Оферта Москоммерцбанк, 3	5
	Депозитные аукционы ЦБ на 4 недели, 3 месяца	
17.12.2010	Оферта ОГК-3, 1	3
	Оферта ХКФ Банк, 6	5
20.12.2010	Оферта Тройка Инвест, 1	
	Уплата 1/3 НДС за 3-ий квартал 2010 г.	
21.12.2010	Размещение МДМ Банк, БО-2	5
	Погашение Мой Банк, 2	1
	Погашение МОИА, 1	1
	Оферта Корпорация Строймонтаж, 1	1
	Оферта М-ИНДУСТРИЯ, 2	1
	Оферта Седьмой Континент, 2	7
	Ломбардные аукционы ЦБР на неделю, 3 месяца	
	Оферта М-ИНДУСТРИЯ, 2	1
22.12.2010	Оферта Промсвязьбанк, 6	5
	Оферта Татфондбанк, 7	1
23.12.2010	Оферта ТрансКредитБанк, 2	3
24.12.2010	Погашение Новосибирская область, 34014	2
	Оферта Группа АГРОКОМ, 1	1
	Оферта ДиПОС, 1	2
	Оферта Минплита-Финанс, 1	
	Погашение Москва, 38	5
26.12.2010	Уплата акцзов, НДС	
27.12.2010	Уплата налога на прибыль	
28.12.2010	Ломбардные аукционы ЦБР на неделю, 3 месяца	
29.12.2010	Погашение Лизинговая компания УРАЛСИБ, 1	2
30.12.2010	Депозитные аукционы ЦБ на 4 недели, 3 месяца	
31.12.2010	Оферта АиФ – МедиаПресса - финанс, 2	1
	Оферта Ай-ТЕКО, 2	
	Оферта Международный Промышленный Банк, 1	3
	Оферта ООО ИНК, 1	3



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
20.12.2010	НЛМК: 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

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 Шашаров

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.