

Ежедневный обзор долговых рынков от 17 января 2011 г.

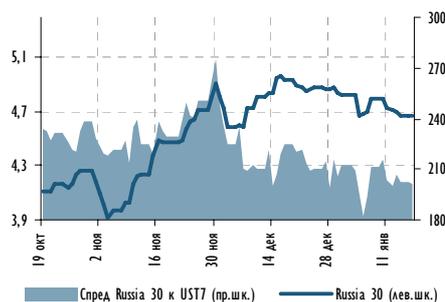


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,339	▲ 0,2%		0,0%
USD/RUB	30,11	▲ 0,4%		-1,4%
Корзина валют/RUB	34,55	▲ 0,2%		-1,7%
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	693,6	▼ -19,2		-194,7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1029,6	▲ 39,2		460,1
MOSPRIME о/п	2,9	▼ 0,0		1,1
3М-MOSPRIME	4,0	▼ 0,0		0,0
3М-LIBOR	0,30	■ 0,0		0,0
Долговой рынок				
UST-2	0,57	▼ 0,0		0,0
UST-10	3,33	▲ 0,0		0,0
Russia 30	4,68	▼ 0,0		-0,1
Russia 5Y CDS	142	▲ 0,6		-3,6
EMBI+	238	▲ 7		-10
EMBI+ Russia	191	▲ 5		-8
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	94,99	▼ -0,2%		3,2%
Золото, долл./унц.	1361,7	▼ -0,9%		-4,2%
Фондовый рынок				
ТСX	1 870	▼ -0,4%		5,6%
Dow Jones	11 787	▲ 0,5%		1,8%
Nikkei	10 501	▲ 0,0%		2,7%

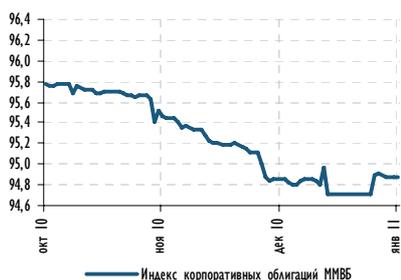
Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMBB



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Рынок российских еврооблигаций.** «Неуверенность» – именно этим словом можно характеризовать состояние рынка российских евробондов в пятницу. С одной стороны, конъюнктура мировых рынков оказывает поддержку российскому внешнему долгу. С другой стороны, инвесторы, видимо, опасаются сюрпризов от рынка Treasuries и стран ЕС.
- ▶ «Тридцатка» продолжает колебаться в районе 116,25–116,625%, пятилетний CDS спред на Россию расширился до 145 б. п. (+5 б. п.). В корпоративных бумагах нет единого тренда, при этом присутствует изрядное количество продавцов.
- ▶ Сегодня в США выходной, и активность на рынке внешнего долга будет минимальной.
- ▶ **Рублевый долговой рынок** настроен заметно более оптимистично благодаря дорогой нефти и избыточной рублевой ликвидности. Котировки ликвидных бумаг в пятницу преимущественно подрастали, хотя и весьма скромными темпами.
- ▶ Главное событие этой недели – первый аукцион по размещению четырехлетних ОФЗ25076, который должен состояться в среду. На наш взгляд, успех аукциона зависит от щедрости Минфина (которая обычно ему не свойственна) и тех ожиданий относительно ставок ЦБ, которые сейчас имеют крупнейшие банки.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Неплохая американская статистика – уже заложена в цены UST
- ▶ Министры финансов ЕС начинают обсуждать механизмы финансовой стабильности

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ Новый евробонд ТМК (B/B1/-): необходима премия к кривой Евразы

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Банки неплохо подготовлены к налоговым выплатам

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Транснефть (BVB/Baa1/-) отчиталась за 9 мес. 2010 г. по МСФО. Долговая нагрузка начала расти

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- ▶ Совет директоров VimpelCom Ltd. одобрил сделку по объединению активов с Wind Telecom; нейтрально, даже несмотря на возможность негативных новостей относительно компании

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ Выходной день в США, встреча министров финансов ЕС



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Неплохая американская статистика – уже заложена в цены UST

Последний рабочий день прошедшей недели не был богат на яркие новости и масштабные ценовые движения. Курс евро стабилизировался против доллара, европейские фондовые индексы закрылись без единого тренда, американские рынки умеренно подросли. Цены на нефть пытались скорректироваться после того, как Китай в очередной раз поднял резервные требования для банков, однако вновь неудачно, и котировки Brent уже касались отметки 100 долл. за баррель.

Американская экономическая статистика, опубликованная в пятницу, оказалась довольно сильной. Данные по розничным продажам за декабрь (+0,6%, в том числе +0,4% без учета автомобилей и бензина) в целом неплохие, хотя общая цифра и была несколько слабее прогнозов. Рост промышленного производства за декабрь (+0,8%) оказался очень хорошим и привел к росту загрузки мощностей с 75,4% до 76,0%. В то же время уверенность потребителей (мичиганский индекс 72,7) оказалась ниже прогнозов, а уровень базовой инфляции в годовом выражении (+0,8%) все еще остается гораздо ниже того диапазона (1,5–2,0%), где базовую инфляцию хотел бы видеть Федеральный Резерв.

В общем и целом, пятничные данные вряд ли заставят кого-то существенно пересмотреть свои ожидания по американским процентным ставкам. Некоторое улучшение экономических показателей в последние месяцы налицо, однако этот факт, по нашему мнению, уже заложен в цены американского долга.

Рынок Treasuries в пятницу был волатилен, однако доходность UST10 продолжает оставаться в районе 3,30%. Сегодня в США выходной день, что должно угнетающе сказаться на активности российского рынка внешнего долга.

Министры финансов ЕС начинают обсуждать механизмы финансовой стабильности

Сегодня в Брюсселе пройдет встреча министров финансов стран ЕС, посвященная совершенствованию механизмов коллективной финансовой безопасности. Поздно вечером по этому поводу состоится пресс-конференция.

Судя по комментариям в СМИ, позиция Германии, которая в последнее время была главным препятствием на пути к расширению ресурсов и полномочий EFSF, в последнее время изрядно смягчилась. Так что не исключено, что встреча станет источником хороших новостей. Тем не менее, на быстрый прогресс в решении европейских проблем мы бы не рассчитывали. Судя по комментариям министра финансов Германии Вольфганга Шойбле, требуется разработать комплексный пакет мер, который не пришлось бы дорабатывать через каждые несколько месяцев, поэтому принятие пакета мер следует ожидать не ранее марта, а не к заседанию европейских лидеров, которое должно состояться 4-го февраля.

В то же время, на наш взгляд, чтобы поддержать оптимизм на рынках сейчас нужны лишь свидетельства того, что переговорный процесс сдвинулся с мертвой точки.

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



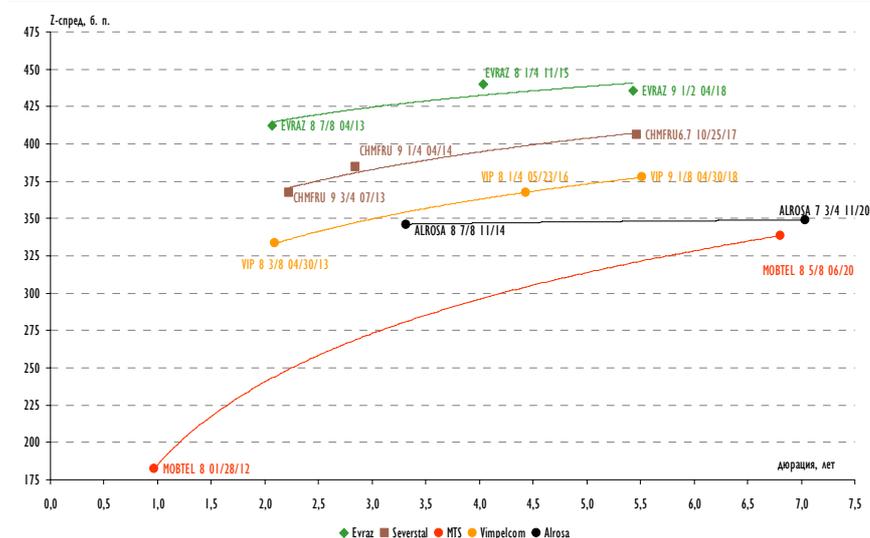
Новый евробонд ТМК (B/B1/-): необходима премия к кривой Евраз

Как стало известно в пятницу, ТМК (B/B1/-) планирует сегодня начать roadshow нового выпуска евробондов. Учитывая относительно «плотный» график погашения обязательств ТМК в 2011–2015 гг., мы полагаем, что компания предпочтет разместить длинный выпуск сроком не менее пяти лет. В этом случае ориентиром для новой бумаги, на наш взгляд, может служить кривая Евраз.

Кредитный профиль последнего мы оцениваем как более сильный с точки зрения ключевых кредитных метрик (Долг/ЕБИТДА Евраз по итогам 2010 года, по нашим оценкам, 3,3х, против 4х у ТМК) и структуры долга (у ТМК заметно более высокая доля приходится на обеспеченную задолженность). Кроме того, на наш взгляд, у Евраз (B/B1/B+) заметно больше шансов на повышение кредитных рейтингов уже в первой половине текущего года: компания имеет позитивный прогноз от Moody's и Fitch (ТМК – стабильный прогноз от S&P и Moody's).

В целом, на наш взгляд, несколько более слабый кредитный профиль должен найти отражение в премии нового бонда ТМК порядка 20–25 б. п. к кривой Евраз (в терминах Z-спреда).

Диаграмма: Z-спреды еврооблигаций второго эшелона



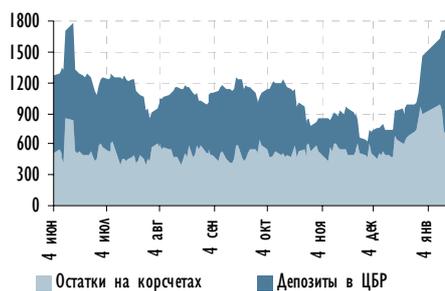
Источник: Bloomberg, Газпромбанк

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



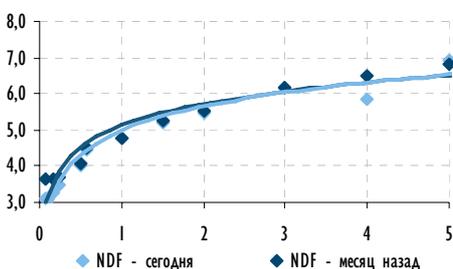
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Банки неплохо подготовлены к налоговым выплатам

Первая рабочая неделя на российском денежном рынке оказалась весьма спокойной: ставки по кредитам о/п для банков первого круга колебались в диапазоне 1,75–2,85% и лишь изредка поднимались выше порогового значения в 2,75% (эквивалент доходности депозита о/п в ЦБ). При этом объем ликвидности, пополнившейся в последние дня прошлого года за счет расходов правительства, находился на уровне 1,6–1,7 трлн руб. (сумма остатков на к/с и депозитах в ЦБ).

На предстоящей неделе баланс ликвидности на рынке МБК будет находиться под воздействием ряда факторов, наиболее существенным из которых станет начало периода налоговых выплат. Неделя начнется с уплаты страховых взносов в фонды, а завершится перечислением трети НДС за четвертый квартал 2010 г. Связанные с этими событиями выплаты мы оцениваем в 250–300 млрд руб., однако в условиях высокой обеспеченности банков ликвидными активами мы не ожидаем возникновения дефицита средств на рынке МБК. В то же время рост краткосрочных ставок межбанковского кредитования все же вероятен из-за неравномерного распределения ликвидности между участниками рынка.

Во вторник состоится аукцион по размещению ОФЗ25076 на сумму 30 млрд руб. При этом в тот же день банки получают средства от погашения ОФЗ25059 на сумму 41 млрд руб., а также от выплаты купонов в размере 10 млрд руб. Кроме того, еще одним «обязательным к исполнению» фактором оттока ликвидности из системы станет возврат 19 января Минфину 30 млрд руб. бюджетных средств, размещенных на депозитах.

В результате мы ожидаем, что на предстоящей неделе средний уровень ставок по кредитам о/п для банков первого круга будет находиться на 25–30 б. п. выше уровней предыдущей недели, а показатели по отдельным сделкам могут достигать 3,25–3,75%. Сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 2,35–3,0%.

Вмененная доходность по трехмесячным беспоставочным форвардам на рубль на прошедшей неделе имела умеренную тенденцию к снижению (с 3,53% в начале недели до 3,43% к концу). По всей видимости, участники рынка закладывают в рыночные котировки ожидания дальнейшего укрепления рубля, в то время как консенсус в отношении действий Центробанка в отношении ставок пока отсутствует.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Транснефть
S&P/Moody's/Fitch BBB / Baa1 / –

Транснефть отчиталась за 9 мес. 2010 г. по МСФО. Долговая нагрузка начала расти

Новость: В пятницу компания опубликовала отчетность за 9 месяцев 2010 г. по МСФО. Выручка составила 321,8 млрд руб., увеличившись на 25,8% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Показатель EBITDA вырос на 5,1% до 168,6 млрд руб. Величина финансового долга составила 549 млрд руб., незначительно снизившись (-1,8%) по сравнению с уровнем начала 2010 г.

Комментарий:

В целом мы оцениваем финансовые результаты деятельности Транснефти за 9 месяцев 2010 года как нейтральные для рынка облигаций.

Кроме того, участникам рынка известны оценки за весь 2010 г. По данным компании, выручка по итогам работы в 2010 г. увеличится примерно на 18% по сравнению с 2009 г. и составит порядка 415 млрд руб. Показатель EBITDA, по нашим оценкам, составит порядка 215 млрд руб.

Среди негативных факторов первых 9 месяцев 2010 года, которые окажут влияние на результаты за весь год, отметим высокие темпы роста операционных расходов (+52%), обусловленные расходами на услуги по транспортировке нефти железнодорожным транспортом (новая статья

расходов, появившаяся в 2010 г. и составляющая около 10% операционных расходов) и расходы на персонал.

Положительно на динамику выручки компании повлияло повышение тарифов на транспортировку нефти в РФ, которое в 2010 г. происходило трижды – с 1 января на 15,9%, с 1 августа на 3,3%, с 1 декабря на 9,9%. Прокачка нефти по системе Транснефти в 2010 г. превысила 466 млн тонн, в 2011 г. ожидается увеличение этого показателя на 2 млн тонн. Весной 2011 г. компания планирует возобновить переговоры с ФСТ о повышении тарифов на транспортировку нефти на 2–3%.

На прошлой неделе президент компании сообщил о том, что компания не планирует привлекать заемные средства для реализации проектов и «все проекты обеспечены деньгами». По его словам, в компании подготовлена программа на ближайшие два года по финансированию проектов.

Напомним, что инвестпрограмма компании на 2011 г. утверждена в размере около 170 млрд рублей (в 2010 году – 187 млрд рублей), которые компания сможет финансировать за счет собственных ресурсов (операционного денежного потока и остатков денежных средств).

В декабре 2010 г. в рамках кредитного договора с Банком Китая Транснефть осуществила выборку кредитных средств на 1 млрд долл., что вместе с замедлением темпов роста показателя EBITDA окажет негативное, но критическое, влияние на показатели долговой нагрузки.

Основные финансовые показатели Транснефти по МСФО, млн руб

	2007	2008	2009	9М10	9М09	г/г
Выручка	221 942	274 977	351 051	321 830	255 887	25,8%
ЕБИТДА	126 189	160 798	216 419	168 628	160 519	5,1%
<i>Рентабельность EBITDA, %</i>	<i>56,9%</i>	<i>58,5%</i>	<i>61,6%</i>	<i>52,4%</i>	<i>62,7%</i>	<i>-16,5%</i>
Операционный денежный поток	54 514	119 657	163 776	137 943	101 532	35,9%
Капитальные вложения	146 144	130 021	203 273	160 982	120 171	34,0%
Свободный денежный поток до финансирования	(90 552)	(10 364)	(39 497)	(35 030)	(47 632)	-26,5%
Всего активов	742 538	963 129	1 419 747	1 554 871	1 233 568	26,0%
Собственный капитал	448 939	559 897	681 396	770 188	651 907	18,1%
Совокупный долг, в том числе	111 916	261 509	559 535	549 333	411 429	33,5%
<i>доля краткосрочного долга, %</i>	<i>32,2%</i>	<i>24,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,8%</i>	<i>-31,1%</i>
Денежные средства и эквиваленты	23 498	60 565	283 658	244 784	168 889	44,9%
Показатели						
Долг/Собственный капитал, х	0,25	0,47	0,82	0,71	0,63	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	55,5	15,8	12,5	12,1	10,7	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,70	1,25	1,27	1,36	1,20	

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

После того, как пакет акций Транснефти был исключен из программы приватизации на ближайшие пять лет осенью прошлого года, выпуски еврооблигаций сузили спреда и в настоящее время торгуются с дисконтом к кривой Газпрома на уровне 20–50 б. п.

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
17.01.2011	Оферта М-ИНДУСТРИЯ, 2	1 500
	Оферта Промтрактор-Финанс, 3	5 000
	Уплата страховых взносов в фонды	
	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
18.01.2011	Оферта Нижне-Ленское-Инвест, 3	1 000
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю	
19.01.2011	Погашение ОФЗ 25059	41 000
	Размещение ОФЗ 25076	30 000
	Оферта ФОРМАТ, 1	1 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	11 420
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	30 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
20.01.2011	Уплата 1/3 НДС за 4-й квартал 2010 г.	
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
21.01.2011	Оферта Интерград, 1	900
	Оферта Синергия, 3	2 500
24.01.2011	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
25.01.2011	Уплата акцзов, НДСПИ	
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю	
26.01.2011	Размещение ОФЗ 25077	30 000
	Оферта ЛК Уралсиб, 5	3 000
	Оферта Промтрактор-Финанс, 3	5 000
	Купонные выплаты по ОФЗ 25072	5 348
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	70 000
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
27.01.2011	Погашение Газпромбанк, 1	5 000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
28.01.2011	Уплата налога на прибыль	
31.01.2011	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 000
	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
01.02.2011	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
02.02.2011	Купонные выплаты по ОФЗ	5 919
	Размещение ОФЗ 26204	30 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
03.02.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
08.02.2011	Оферта Группа ЛСР, 2	5 000
	Погашение ГАЗ-финанс, 1	5 000
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
09.02.2011	Погашение Банк Русский стандарт, 6	6 000
	Размещение ОФЗ	40 000
	Частичное погашение ОФЗ 46002	15 500
	Оферта М-ИНДУСТРИЯ, 2	1 500
	Купонные выплаты по ОФЗ	14 338
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
10.02.2011	Погашение Трансмашхолдинг, 2	4 000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
11.02.2011	Оферта АИЖК, 20	5 000
	Оферта Банк Москвы, 2	10 000
	Оферта Фортум, 2	5 000
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	



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

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Туинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шалшаров

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

Трејдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

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) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 719 17 74

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 428 49 80

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трејдинг

Денис Филипов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

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