

Ежедневный обзор долговых рынков от 14 февраля 2011 г.



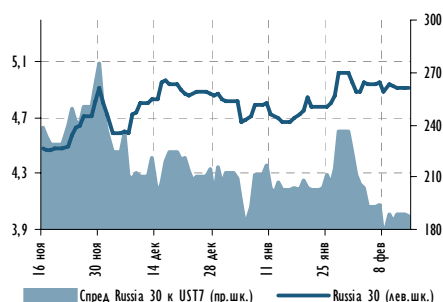
ГАЗПРОМБАНК

Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, % день к нач. года	
Валютный рынок			
EUR/USD	1,355	▼ -0,4%	1,3%
USD/RUB	29,32	▲ 0,0%	-4,0%
Корзина валют/RUB	33,97	▼ -0,4%	-3,4%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	420,7	▲ 13,8	-467,6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	1131,4	▼ -40,5	561,8
MOSPRIME о/п	2,9	▲ 0,0	1,1
3M-MOSPRIME	4,0	■ 0,0	-0,1
3M-LIBOR	0,31	▲ 0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,84	▲ 0,0	0,2
UST-10	3,63	▼ -0,1	0,3
Russia 30	4,92	▼ 0,0	0,1
Russia 5Y CDS	145	▲ 0,9	-0,7
EMBI+	257	▲ 5	9
EMBI+ Russia	170	▼ -1	-29
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	98,17	▲ 0,0%	6,6%
Золото, долл./унц.	1357,1	▼ -0,5%	-4,5%
Фондовый рынок			
PTC	1 882	▲ 1,9%	6,3%
Dow Jones	12 273	▲ 0,4%	6,0%
Nikkei	10 721	▲ 1,1%	4,8%

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.** В пятницу торги российскими евробондами проходили явно в миноре. «Тридцатку» в течение дня «продавливали» почти до 114,0% от номинала, активные продажи наблюдались в корпоративных бумагах, хотя здесь столь явного падения цен заметно не было. Тем не менее к концу дня настроения радикально улучшились, и последние сделки с Russia30 поздно вечером шли в районе 114,8125%.
- ▶ Сегодня с утра мы видим гораздо больше поводов для роста цен, чем для снижения (см. Темы глобального рынка).
- ▶ **Рублевый долговой рынок** в пятницу не демонстрировал серьезных ценовых изменений, хотя в общем и целом рынок остается весьма крепким благодаря избытку рублевой ликвидности (см. Денежный рынок).
- ▶ Основная тема пятницы – укрепление курса рубля против корзины, который к сегодняшнему утру, похоже, закрепился под ключевой отметкой 34,0 RUB/Bkt. Мы полагаем, что рубль в ближайшее время будет стремиться к укреплению, однако то, насколько ему удастся продвинуться на этом поприще, завит от такого непредсказуемого фактора, как объем целевых интервенций ЦБ.
- ▶ Кривая NDF/CCS стала еще чуть более плоской. Ставка годового NDF держится в районе 4,70%, однако вмененная доходность по пятилетнему контракту упала примерно на 15 б. п. до 6,85%. Это может оказать поддержку 4-6 летним ОФЗ на сегодняшних торгах.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Фондовые рынки растут, но доходность Treasuries снижается
- ▶ «Медленное крушение поезда»

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Запас прочности остается на высоком уровне

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Газпром нефть (BBB-/Baa3/-):** основные финансовые показатели за 4К10 и 2010 г.

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ ЕС: саммит министров финансов и глав центральных банков



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Фондовые рынки растут, но доходность Treasuries снижается

К концу прошлой недели на мировых рынках начала вырисовываться картина, исключительно благоприятная для российских еврооблигаций. Несмотря на коррекцию нефти WTI, Brent прочно держится выше 100 долл. за баррель, мировые фондовые индексы растут на фоне отставки Хосни Мубарака и оптимизма в отношении роста мировой экономики.

Ключевые азиатские фондовые индексы сегодня прибавляют в среднем более 1%, а значение индекса ожидаемой волатильности VIX (15,69%) вплотную приблизилось к посткризисным минимумам, отражая высокую уверенность инвесторов в устойчивости роста (впрочем, когда это мешало коррекции?).

Так как мы фокусируемся на российском долговом рынке, в этой связи нас особенно радует тот факт, что, несмотря на оптимизм инвесторов в отношении фондовых рынков и экономики, доходность долгосрочных Treasuries перестала расти, и по итогам пятницы ставка UST10 снизилась на 7 б. п. до 3,63%. При этом техническая картина на этом рынке начинает постепенно улучшаться, и пожалуй, впервые за последние несколько месяцев появляется надежда на то, что растущий тренд в американских ставках может быть сломлен.

Сочетание растущих фондовых индексов и снижение доходности казначейских нот – самая благоприятная питательная среда для роста котировок российского внешнего долга. Напомним: корреляция динамики доходности российских суверенных евробондов и казначейских облигаций США с середины прошлого года составляет примерно 80%, при этом корреляция российского суверенного кредитного спреда с глобальным фондовым индексом (MSCI World) составляет около минус 70–71%. Таким образом, складывающаяся на сегодняшнее утро ситуация способствует как номинальному снижению доходностей на российском рынке, так и сужению кредитных спредов. Осталось только надеяться, что вводные условия не изменятся.

«Медленное крушение поезда»

Сегодня в центре внимания инвесторов предложение по бюджету США на 2012 год, которое должен сделать Барак Обама. Согласно источникам WSJ, дефицит бюджета на 2012 год может достигнуть 1,6 трлн долл. по сравнению с 1,3 трлн долл. в 2010 году. В прошлую пятницу Казначейство США представило презентацию, согласно которой расходы на обслуживание долга США к 2016 году вырастут с 1,3% (2010 год) до 3,1% ВВП. Государственный долг к 2020 году превысит 100% ВВП. При этом первичные дилеры оценивают объем рыночных заимствований Казначейства в 2011 г. в объеме 1,05–2,12 трлн долл. и 1,0–2,24 трлн долл. в 2012 г.

«Медленное крушение поезда» – так охарактеризовал ситуацию один из комментаторов, чье мнение по данному вопросу сегодня с утра приводит Bloomberg. Вопрос, который интересует инвесторов в данной связи, – предпримет ли правительство США серьезные меры по снижению бюджетного дефицита заранее, или для этого потребуется обвал на долговом рынке.

На наш взгляд, тот факт, что на проблему обратили внимание и в Белом доме, и в Казначействе, и в ФРС (см. недавнее выступление Бена Бернанке перед бюджетным комитетом Конгресса), обнадеживает и оставляет шансы на благоприятный ход событий. Тем не менее те меры по сокращению дефицита, которые сейчас обсуждаются в СМИ (экономия 1,1 трлн долл. в течение следующих 10 лет) пока нельзя считать достаточными для радикального решения проблемы американского госдолга.

Между тем, судя по тому как проблема освещается в СМИ, доверие к долгосрочной устойчивости американских финансов стремительно падает. В этой связи угроза, которую американский бюджетный дефицит несет для стабильности рынка Treasuries и всех долговых инструментов, номинированных в долларах США, остается самой серьезной. На наш взгляд – гораздо серьезней, чем угроза роста ставок, связанная с ухудшением прогнозов по американской экономике.



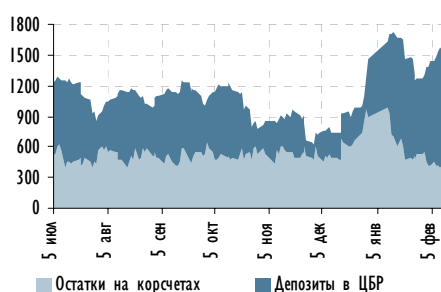
Оборотной стороной медали является отсутствие возможности продолжать стимулирование американской экономики при помощи фискальных мер, в случае если темпы ее роста вновь замедлятся. В этой связи мы не исключаем, что в ближайшие год-два ФРС еще прибегнет к QE — как для стимулирования экономического роста, так и для экстренной стабилизации кривой доходности Treasuries.

Мы бы сказали, что это все плохо для доллара, однако с учетом фиксированности курса юаня и проблем в еврозоне, у доллара просто нет партнера, против которого можно было бы серьезно обесцениться. А это снова приводит нас к товарным рынкам, чье падение в такой ситуации достаточно сложно представить.

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

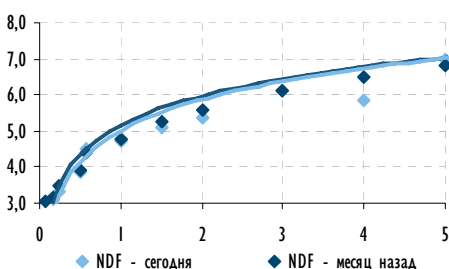
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Запас прочности остается на высоком уровне

Прошедшая неделя не принесла каких-либо сюрпризов на российский денежный рынок: объем ликвидности на банковских балансах преимущественно превышал 1,5 трлн руб. (без учета ОБР), а ставки МБК колебались в диапазоне 1,75–2,75%.

В результате банки подходят к началу периода налоговых выплат во всеоружии. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ на утро понедельника составила 1,53 млрд руб., и уплата страховых взносов в фонды (15 февраля, вторник) вряд ли проделает брешь в банковских балансах. 18 февраля будут погашены ОБР-16 на сумму около 9,1 млрд руб., при этом ОБР-17 (которые, вероятно, будут доразмещаться в четверг) могут, как и в прошлый раз, оказаться невостребованными.

В остальном события недели будут мало отличаться от «традиционных»: Минфин в среду предложит банкам ОФЗ25077 на сумму 30 млрд руб., а ломбардный аукцион и аукцион трехмесячного РЕПО, вероятно, вновь будут признаны несостоявшимися.

Мы полагаем, что в условиях высокого объема накопленной ликвидности предпосылки для пересмотра кривой процентных ставок МБК отсутствуют. Сегодня банки выставляют котировки на уровне 2,25–2,65% по кредитам о/п для первоклассных заемщиков (ниже доходности сопоставимых по срокам депозитов в ЦБ).

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Газпром нефть
S&P/Moody's/Fitch BBB- / Baa3 / —

Газпром нефть: основные финансовые показатели за 4К10 и 2010 г.

В пятницу Газпром нефть опубликовала пресс-релиз с основными финансовыми показателями за 4К10 и 2010 г.

По итогам 4К10 выручка компании достигла 9 063 млн долл., EBITDA составила 1 841 млн долл.

По итогам года выручка компании выросла на 35,6% до 32,8 млрд долл., показатель EBITDA составил 6,3 млрд долл. (+22,9%), а рентабельность по EBITDA снизилась до 19,2% с 20,3%.

Полная версия аудированной финансовой отчетности за 4К10 и 2010 г. будет опубликована в течение 2 недель.



Финансовые результаты Газпром нефти по US GAAP, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	г/г
Выручка	22 768	33 870	24 166	32 772	35,6%
EBITDA	5 828	7 558	4 904	6 277	22,9%
Рентабельность по EBITDA, %	25,6%	22,3%	20,3%	19,2%	-1,1 п.п.
Операционный денежный поток	5 316	5 483	3 474	5 392	79,1%
Капитальные вложения	2 212	3 366	2 607	3 301	26,6%
Свободный денежный поток	-320	2 117	867	2 091	211,3%
Всего активов	16 609	20 205	29 912	н.д.	--
Собственный капитал	10 433	14 100	18 657	н.д.	-
Совокупный долг, в том числе	3 422	3 693	6 310	6 636	+5,2%
Доля краткосрочного долга, %	39,1%	56,5%	34,0%	26,1%	-7,9 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	721	2 075	868	1 146	32,0%
Показатели					
Долг/Собственный капитал, х	0,33	0,26	0,34	н.д.	—
EBITDA/Процентные расходы, х	39,1	45,3	13,3	18,7	—
Чистый долг/EBITDA, х	0,46	0,21	1,11	0,87	—

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

В целом финансовые показатели компании совпали с ожиданием рынка. Отдельно отметим увеличение величины долга в 4К10 на 730 млн долл. или на 12,4% (+5,2% к началу года). В то же время высокие темпы роста денежного потока (операционный денежный поток вырос на 79,1% к уровню годичной давности, а показатель EBITDA – на 22,9%) позволили улучшить показатели долговой нагрузки. В частности, соотношение «Чистый долг/EBITDA» снизился до 0,87х с 1,11х годом ранее. Обратим внимание, что в 2010 г. компания сократила масштабы M&A деятельности и увеличила капитальные вложения, что в целом не привело к незначительному изменению инвестиционного денежного потока. В целом мы положительно оцениваем предварительные показатели деятельности, которые, скорее всего, предостерегут рейтинговые агентства от последующих негативных шагов. Напомним, что на прошлой недели компания успешно разместила три выпуска облигаций: Газпромнефть-8 и 9 на 5 лет под ставку 8,5% и 7-летний Газпромнефть-10 под 8,9% (Газпромбанк является организатором этих выпусков). В настоящее время на «сером рынке» бумаги котируются в районе номинала. В условиях снижения ожиданий резкого роста процентных ставок, на наш взгляд, данные выпуски, по крайней мере, 5-летние, сохраняют потенциал сужения спреда на 10–15 б. п. (цель – 100 б. п. к ОФЗ).

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

Иван Хромушин
Ivan.Khormushin@gazprombank.ru
+7 495 980 438



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
14.02.2011	Оферта ВТБ 24, 2 Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	10 000
15.02.2011	Погашение Москоммерцбанк, 2 Погашение ТМК, 3 Размещение Алеф-Банк, 1 Размещение Кредит Европа Банк, 6 Уплата страховых взносов в фонды Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	3 000 5 000 1 000 4 000
16.02.2011	Погашение НОМОС-Банк, 8 Погашение РСХБ, 2 Размещение ОФЗ-25077 Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	3 000 7 000 30 000
17.02.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
18.02.2011	Погашение ОБР-16 Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР Оферта Глобэксбанк БО-1	5 000
21.02.2011	Размещение ОПК Оборонпром, 1 Уплата 1/3 НДС за 4-й квартал 2010 г. Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	21 091
22.02.2011	Размещение Мечел 15, 16 Размещение МКБ БО-1 Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	10 000 3 000



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
17.03.2011	BOCA Vimpelcom Ltd. (утверждение допэмиссии акций в рамках сделки с Wind Telecom)	
31.03.2011	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
07.04.2011	Vimpelcom Ltd.: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель 2011г.	Отчетность ТНК-ВР Холдинга по МСФО	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

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 Тулинов

+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 Голодикина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

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

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

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 Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 428 49 80

Copyright © 2003 — 2011. «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.