

Ежедневный обзор долговых рынков от 25 февраля 2011 г.



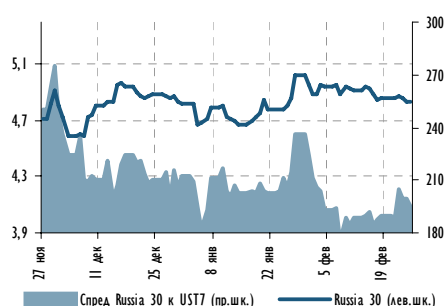
ГАЗПРОМБАНК

Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,380	▲ 0,4%	3,1%	
USD/RUB	29,00	▼ -0,6%	-5,0%	
Корзина валют/RUB	33,92	▼ -0,5%	-3,5%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	551,9	▲ 72,4	-336,4	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	825,9	▼ -8,6	256,4	
MOSPRIME o/n	3,0	▲ 0,0	1,2	
3M-MOSPRIME	4,0	■ 0,0	-0,1	
3M-LIBOR	0,31	▼ 0,0	0,0	
Долговой рынок				
UST-2	0,74	▼ 0,0	0,1	
UST-10	3,45	▼ 0,0	0,2	
Russia 30	4,84	▼ 0,0	0,0	
Russia 5Y CDS	150	▲ 0,3	4,8	
EMBI+	279	▲ 3	31	
EMBI+ Russia	189	▲ 2	-10	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	108,88	▼ -0,8%	18,3%	
Золото, долл./унц.	1402,9	▼ -0,6%	-1,3%	
Фондовый рынок				
PTC	1 901	▲ 1,4%	7,4%	
Dow Jones	12 069	▼ -0,3%	4,2%	
Nikkei	10 500	▲ 0,5%	2,7%	

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** Рынок российских еврооблигаций. Российские евробонды вчера были весьма волатильны, однако к концу дня котировкам ликвидных бумаг все же удалось немного подрасти на фоне высоких цен на нефть и стабильности ставок долгосрочных Treasuries. В частности, выпуск Russia2030 закрывался выше 115,0%.

► Мы продолжаем сохранять позитивный взгляд на российские валютные облигации.

► **Рублевый долговой рынок** отличался в четверг очень вялой активностью, что, видимо, было связано с размещением евробондов Минфина, грядущим заседанием ЦБ и праздниками. Единого тренда в ценах мы не заметили.

► На наш взгляд, итоги размещения рублевых евробондов Минфина, а также случившееся сегодня повышение основных ставок ЦБ являются умеренно негативными факторами для локального долгового рынка. Подробнее об этом – в Тематиках российского рынка.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

► **Цены на нефть в центре внимания: стагнация или инфляция?**

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

► **ЦБ ужесточает политику в условиях давления конъюнктуры**

► **Рублевый евробонд Минфина под ставку 8,0% привлек лишь умеренный интерес**

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

► **ЦБ в центре внимания**

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

► **РЖД (BVB/Baa1/BVB) отчитались за 1П10 по МСФО**

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

Сегодня Коммерческий Суд Лондона рассмотрит иск Telenor о наложении обеспечительных мер на сделку по приобретению Vimpelcom Ltd. активов Wind Telecom

КБ «Ренессанс Капитал» (B-/B3/B-) выкупит у держателей облигаций серии 03 до 25% выпуска по цене 100,8% от номинала (FinamBonds); данная цена ниже mid-market на момент объявления оферты, реакции в бумагах не последовало

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

► **США: публикация второй оценки ВВП за 4К10 и февральского Индекса потребительской уверенности Университета Мичигана**



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Цены на нефть в центре внимания: стагнация или инфляция?

Ливийские события продолжают доминировать в информационном поле, однако поведение инвесторов теперь определяется не абстрактным отношением к риску, а перебоями с поставками нефти из Ливии, которая является третьим по величине производителем нефти в Африке. В этой связи стремительно растут цены на нефть, в частности NYMEX WTI поднималась выше 102 долл. за баррель, а котировки нефти марки Brent вплотную приближались к отметке 120 долл. за баррель. Соответственно, главное, что занимает инвесторов, – как это движение повлияет на экономическую активность.

И хотя к концу дня заверениями Саудовской Аравии, США и Международного Энергетического Агентства о том, что они компенсируют перебои поставок из Ливии, цены на нефть удалось несколько сбить, опасения относительно их дальнейшего роста по-прежнему существуют. Сохраняется и главный вопрос, с этим связанный. Каково будет итоговое влияние роста нефтяных котировок на экономики развитых стран? Приведет ли он к замедлению экономического роста или же к всплеску инфляции?

И хотя вмененная инфляция по TIPS в последние дни показывает стремительный рост, особенно в сегменте до 5 лет, похоже, что эта динамика пока отражает лишь тот факт, что выплаты по TIPS рассчитываются на основе совокупной, а не базовой инфляции. Соответственно рост цен на нефть ведет к прямому увеличению выплат по TIPS и поэтому повышает рыночный спрос на них.

В то же время такая динамика вовсе не обязательно говорит о росте базовых инфляционных ожиданий. Косвенно об этом свидетельствует более умеренная динамика вмененных ставок по более длинным TIPS. Кроме того, недалеко от локальных минимумов остается доходность по долгосрочным Treasuries (UST10 в районе 3,45%). Все это говорит о том, что рынок пока воспринимает рост цен на нефть в первую очередь как дополнительный налог на американского потребителя, который может повлечь за собой замедление темпов экономического восстановления. Возможности же корпораций переложить свои растущие издержки на потребителя пока расцениваются, как невысокие.

И хотя среди комментариев сейчас можно найти мнения, что нынешняя ситуация может стать причиной стагнации, на наш взгляд, для реализации такого сценария потребуется куда более существенный рост цен на нефть, чем тот, что наблюдается сейчас.

На наш взгляд, нынешний уровень цен на нефть в сочетании со стабильными ставками Treasuries – самое лучшее сочетание для рынка российских еврооблигаций и курса рубля. Тем более что, судя по динамике мировых фондовых индексов за прошедшие сутки, рынки уже не демонстрируют единообразного бегства в качество. В то же время эта же ситуация серьезно осложняет задачу по борьбе с инфляцией российскому ЦБ.

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



ЦБ ужесточает политику в условиях давления конъюнктуры

Сегодняшнее заседание ЦБ прошло в очень непростых условиях, однако ЦБ решил повысить большинство ключевых базовых ставок на 0,25 п. п. (включая ставки по депозитным операциям overnight, ставку прямого аукционного РЕПО и ставку рефинансирования). При этом ставки по недельным депозитам (и, видимо, по месячным аукционам, а также по ОБР) были оставлены неизменными как наиболее спекулятивно опасные. Кроме того, опять на 1 п. п. были повышены резервные требования по средствам, привлеченным от нерезидентов, и на 0,5 п. п. – по местным обязательствам банков. Совокупный отток ликвидности от повышения нормативов ФОР мы оцениваем в 40–70 млрд руб.

Решение ЦБ, на наш взгляд, отражает компромисс между необходимостью привести денежно-кредитную политику в соответствие с нынешним уровнем инфляции и опасностью разбалансировать валютный рынок.

Очевидно, что денежно-кредитную политику нужно ужесточать (уже и Алексей Кудрин вчера об этом высказался, цитирует Reuters его интервью BBC), однако возможностей для этого все меньше.

Цены на нефть продолжают расти, при этом надо учитывать, что на валютной выручке их нынешний рост скажется только через 2–3 месяца, в то время как январское сальдо торгового баланса уже составляет 19,2 млрд долл. (против 16,4 млрд руб. в январе 2010 года). При таком сальдо торгового баланса для того, чтобы валютный рынок серьезно разбалансировался в сторону укрепления рубля, даже не нужен приток капитала, достаточно умеренного замедления его оттока. В этой ситуации существенное повышение ключевых на данный момент депозитных ставок ЦБ может стать триггером, который спровоцирует массовую конвертацию экспортерами валютной выручки в рубли, и тогда – прощай, приятная иллюзия плавающего курса рубля.

Нынешний уровень процентных ставок на локальном рынке делает российский рубль непривлекательным как для внутренних арбитражеров, так и для нерезидентов (как свидетельствуют итоги размещения рублевых евробондов Минфина, в ходе которого под ОФЗ-эквивалентную ставку 8,0% удалось разместить бумаг лишь на 40 млрд руб.). И на наш взгляд, только этот факт сейчас позволяет ЦБ не иметь проблем с курсом рубля.

Если ЦБ хочет сохранить status quo, то резервные требования, вероятно, должны остаться ключевым инструментом ужесточения денежно-кредитной политики. Только при этом необходимо, чтобы Минфин не противодействовал этому ужесточению своими депозитными аукционами.

Дальнейшее повышение всех процентных ставок также возможно, однако неясно, какого масштаба повышение процентных ставок сейчас допустимо с точки зрения необходимости сохранять баланс на валютном рынке. Именно поэтому ЦБ и действует так осторожно. Ясно только одно – чтобы воспользоваться механизмом процентных ставок в полной мере, как того требует нынешняя инфляция, ЦБ придется согласиться с серьезным укреплением курса рубля.

Рублевый евробонд Минфина под ставку 8,0% привлек лишь умеренный интерес

Как мы и предполагали вчера, 7,85% по 7-летнему рублевому евробонду Минфина – это купон. Доходность, рассчитанная по локальной конвенции (как по ОФЗ), составила 8,0% (как мы вчера ее и оценивали). Кстати, именно так доходность по новой бумаге рассчитывает и Bloomberg.

Объем размещения – 40 млрд руб. – меньше, чем 2–3 млрд долл., о которых первоначально шла речь. Это наглядно свидетельствует о том, что локальный уровень ставок непривлекателен для нерезидентов. Долларовая доходность нового выпуска будет почти на 1 п. п. ниже, чем доходность суверенных валютных еврооблигаций аналогичной дюрации.



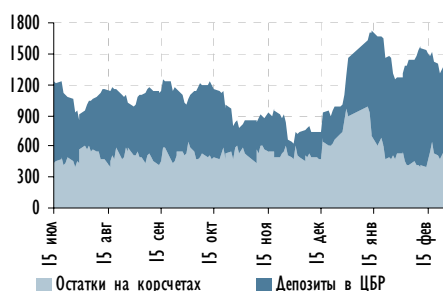
Если бы Минфин действовал сейчас как корпорация-экспортер, то он конвертировал бы заем в валюту и зафиксировал бы ставку в районе 3,7%.

В такой ситуации Минфину при размещении рублевых бумаг по-прежнему в первую очередь следует рассчитывать на локальный спрос, и ставка 8,0%, на наш взгляд, служит отличным индикатором того, где на сегодняшний день должна находиться доходность 7-летних ОФЗ.

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

ЦБ в центре внимания

Как мы и полагали, вчерашний аукцион по доразмещению ОБР 17-го выпуска оказался банкам неинтересен и был признан несостоявшимся по причине отсутствия заявок. Это вполне объяснимо, учитывая непривлекательные условия размещения, тем более – накануне заседания ЦБ по ставкам. Это еще один аргумент в копилку тех, кто выступает за ужесточение денежно-кредитной политики.

Сегодня банкам предстоит перечислить в бюджет платежи по акцизам и НДС. Тем не менее объем накопленных на балансах ликвидных активов позволит банкам пережить этот период без потрясений (сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ превышает 1,3 трлн руб., в то время как сумма предстоящих сегодня выплат вряд ли превысит 200 млрд руб.).

Отметим, что стоимость заимствования на рынке МБК остается стабильно низкой: ставки о/п для первоклассных заемщиков вчера находились в диапазоне 2,15–2,55%, а сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 2,5–2,9%.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

РЖД
S&P/Moody's/Fitch BBB / Baa1 / BBB

РЖД отчитались за 1П10 по МСФО

Новость: Вчера российская железнодорожная монополия опубликовала отчетность по МСФО за 1П10. Компания увеличила выручку на 22,4% до 651 млрд руб., основным источником роста стали грузовые перевозки, которые выросли на 27,6%, или до 496 млрд руб., и составили 76% всей выручки компании. Выручка от пассажирских перевозок практически не изменилась и составила 73,5 млрд руб. (+2,3%), при этом сегмент традиционно оставался убыточным.

Рост деловой активности в России и в мире вместе с повышением тарифов стали основными причинами роста выручки. Напомним, что в 2010 г. по сравнению грузооборот железнодорожного транспорта вырос на 7,8% к уровню 2010 г., погрузка грузов – 8,8%.

Показатель EBITDA вырос на 87,1% до 175 млрд руб., при этом рентабельность по данному показателю достигла своего максимального значения за последние несколько лет.



Основные финансовые показатели ОАО «РЖД», МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	1П10	1П09	г/г
Выручка	1 016	1 203	1 154	651	532	22,4%
EBITDA*	271	222	252	175	94	87,1%
Рентабельность EBITDA, %	26,7%	18,5%	21,9%	26,9%	17,6%	+9,3 п.п.
Операционный денежный поток	290	283	302	130	83	56,8%
Капитальные вложения	301	416	338	162	153	6,2%
Свободный денежный поток	-11	-133	-36	-32	-69	-54,4%
Всего активов	1 997	2 601	2 793	3 027	2 637	14,8%
Собственный капитал	1 394	1 526	1 695	1 863	1 550	20,1%
Совокупный долг**, в том числе	278	651	650	635	649	-2,2%
доля краткосрочного долга, %	28,2%	38,4%	19,8%	15,2%	33,0%	-17,7 п.п.
Финансовый долг	186	457	451	429	449	-4,4%
Денежные средства и эквиваленты	24	117	74	73	60	21,2%
Показатели						
Долг/Собственный капитал, х	0,20	0,43	0,38	0,34	0,42	
EBITDA/Процентные расходы, х	30,4	12,4	9,3	39,4	8,4	
Чистый долг**/EBITDA, х	0,93	2,40	2,28	1,68	3,34	
Чистый финансовый долг/EBITDA, х	0,60	1,53	1,49	1,07	2,21	

*без учета субсидий

**с учетом пенсионных обязательств

Источник: компания, оценки Газпромбанка

Комментарий: Среди положительных тенденций отметим снижение долга и уровня долговой нагрузки компании. Так, по нашим оценкам, соотношение чистого долга (с учетом пенсионных обязательств) на середину 2010 г. снизилось до 1,68х, а без пенсионных обязательств это соотношение составило 1,07х. Потенциальная продажа ТКБ также окажет положительное влияние на показатели долговой нагрузки (долговой портфель и субординированный долг банка оценивается примерно в 60 млрд руб. или около 15% финансового долга компании). Также отметим снижение доли краткосрочного долга до 15,2% от совокупного долга компании.

По данным РЖД, на конец 2010 г. финансовый долг компании по РСБУ составил 336 млрд руб., показатель «Чистый долг/EBITDA» оценивался на уровне 1,1х.

Обратим внимание на уровень государственной поддержки компании, который является одним из важных благоприятных факторов для кредитного качества компании. В частности, в декабре 2010 г. ОАО «РЖД» произвела дополнительную эмиссию акций в пользу государства, в ходе которой было получено 43,6 млрд руб. Кроме того, в декабре правительство РФ одобрило дополнительную эмиссию на 40 млрд руб. Средства от допэмиссий будут направлены на создание и восстановление транспортной инфраструктуры, в т.ч. в рамках подготовки к Олимпиаде в Сочи.

Что касается субсидий, то в 2010 г. компания получила порядка 80 млрд руб.: 32,3 млрд руб. в первом полугодии 2010 г. и порядка 48,6 млрд руб. во 2-м.

В целом мы склонны оценивать нейтрально отчетность для рынка облигаций ОАО «РЖД», тем более что ранее инвесторам доступна была информация по РСБУ за 9 месяцев, а также оценки по итогам 2010 г. Одним из ключевых факторов для уровня кредитного риска компании остается уровень тарифов на 2012-2013 гг., а также уровень государственной поддержки.

Тем не менее мы считаем, что данная отчетность, свидетельствующая о преодолении компанией кризиса, может оказать поддержку в размещении выпуска еврооблигаций объемом 0,5–1 млрд фунтов, намеченного на середину марта.

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
25.02.2011	Закрытие книги УОМЗ, 3	1 500
	Закрытие книги НПК Уралвагонзавод, 2	3 000
	Уплата акцзов, НДС	
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
28.02.2011	Оферта Белон-Финанс, 2	2 000
	Оферта ТГК-6-Инвест, 1	2 000
	Уплата налога на прибыль	
	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
01.03.2011	Закрытие книги РУСАЛ Братск, 7	15 000
	Закрытие книги СБ Банк БО-1	2 000
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	33 000
02.03.2011	Размещение ОФЗ-26204	30 000
	Закрытие книги Магнит БО-5	5 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
03.03.2011	Закрытие книги Банк Национальный стандарт, 1	1 500
	Закрытие книги ММК БО-4	5 000
	Погашение Куйбышевазот-инвест, 2	2 000
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
05.03.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
07.03.2011	Оферта Татфондбанк, 6	2 000



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
28.02.2011	Еврохим: консолидированные финансовые результаты по МСФО	2010 г.
03.03.2011	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
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

Алексей Семенов

директор

+7 (495) 989 91 34

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.