

## Ежедневный обзор долговых рынков от 22 июня 2011 г.



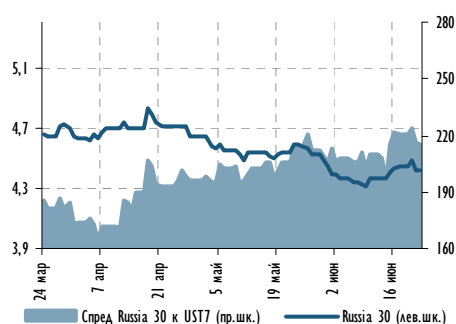
ГАЗПРОМБАНК

## Ключевые индикаторы

|                          | Значение закрытия | Изменение, % | День к нач. года |
|--------------------------|-------------------|--------------|------------------|
| <b>Валютный рынок</b>    |                   |              |                  |
| EUR/USD                  | 1,441             | ▲ 0,8%       | 7,7%             |
| USD/RUB                  | 27,92             | ▼ -0,6%      | -8,6%            |
| Корзина валют/RUB        | 33,44             | ▼ -0,3%      | -4,9%            |
| <b>Денежный рынок</b>    |                   |              |                  |
| Корсчета, млрд руб.      | 647,5             | ▼ -90,9      | -240,8           |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 527,5             | ▲ 3,7        | -42,0            |
| MOSPRIME o/n             | 3,8               | ▲ 0,0        | 2,0              |
| 3M-MOSPRIME              | 4,2               | ■ 0,0        | 0,2              |
| 3M-LIBOR                 | 0,25              | ▼ 0,0        | -0,1             |
| <b>Долговой рынок</b>    |                   |              |                  |
| UST-2                    | 0,37              | ▼ 0,0        | -0,2             |
| UST-10                   | 2,98              | ▲ 0,0        | -0,3             |
| Russia 30                | 4,42              | ▼ -0,1       | -0,4             |
| Russia 5Y CDS            | 142               | ▼ -7,4       | -3,9             |
| EMBI+                    | 291               | ▼ -5         | 43               |
| EMBI+ Russia             | 199               | ▼ -7         | 0                |
| <b>Товарный рынок</b>    |                   |              |                  |
| Urals, долл./барр.       | 108,40            | ▼ -1,2%      | 17,8%            |
| Золото, долл./унц.       | 1546,3            | ▲ 0,4%       | 8,8%             |
| <b>Фондовый рынок</b>    |                   |              |                  |
| PTC                      | 1 872             | ▲ 0,8%       | 5,8%             |
| Dow Jones                | 12 190            | ▲ 0,9%       | 5,3%             |
| Nikkei                   | 9 631             | ▲ 1,8%       | -5,8%            |

Источник: Bloomberg

## Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций MMB5



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- Рынки выросли на ожиданиях поддержки греческими парламентариями правительства и не ошиблись: потенциал дальнейшего роста на **рынке еврооблигаций** сохраняется.
- Решение по ставке ФРС и пресс-конференция главы ФРС Бена Бернанке: сюрпризы маловероятны. Текущий консенсус рынка: ставки останутся без изменений, меры по стимулированию экономики сворачиваться не будут, о QE3 говорить рано (см. *Темы глобального рынка*).
- Российский долговой рынок.** Вчера на рынок вернулся умеренный оптимизм: биды немного подросли. Центральное событие сегодняшнего дня – аукционы ОФЗ, ориентиры не очень интересны (см. *Темы российского рынка*).

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Греция: первый этап пройден
- ФРС: сюрпризы маловероятны?

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Грядущие аукционы ОФЗ-25079 и ОФЗ-26204 – давление на дальний конец кривой сохраняется

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Передышка до понедельника

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Татнефть (–/Ba2/BB): хорошие результаты по US GAAP за 1K11

## НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- Белоруссия (B/B2/–)** получила первый транш кредита ЕврАзЭС объемом 0,8 млрд долл. – сумма, которая существенно пополнит золотовалютные резервы страны (3,6 млрд долл. на 1 июня). Вместе с тем вопросы структурных реформ в экономике и нормализации текущего счета платежного баланса (дефицит в 3,7 млрд долл. по итогам 1K11) остаются открытыми. Возможна спекулятивная реакция в евробондах Белоруссии.

## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Итоги двухдневного заседания FOMC, пресс-конференция главы ФРС Бена Бернанке
- Минфин проведет аукционы ОФЗ-25079 и ОФЗ-26204 на общую сумму 30 млрд руб.



## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

**Греция: первый этап пройден**

После интересного начала недели, которое в целом порадовало инвесторов – не реализовался сценарий, последствия которого было бы непросто предсказать, – греческие события временно отойдут на второй план, по крайней мере, до начала следующей недели.

Вчера поздно ночью греческие парламентарии поддержали правительство Георгиоса Папандреу, что, судя по динамике мировых фондовых площадок, не стало для рынков большим сюрпризом. Следующее испытание греческому кабинету предстоит пройти 28 июня, когда парламент должен утвердить условия выделения помощи и 4-5 летнюю антикризисную программу правительства. До этого предстоит рутинная работа по разработке законов, необходимых для выполнения условий выделения кредитов от ЕС и МВФ.

На этой неделе положительные новости можно ожидать от встречи глав стран ЕС 23–24 июня, на которых, как ожидается, может начаться обсуждение основных параметров выделения второго пакета помощи Греции, что необходимо для поддержания греческой экономики начиная с 2012 г. Утверждение новой программы ожидается этой осенью.

В текущей ситуации в качестве одной из краткосрочных стратегий можно рекомендовать взятие риска в преддверии принятия решения парламентом Греции на следующей неделе. Котировки Russia-30 на вчерашнем закрытии рынка (118%) оставались ниже максимумов, достигнутых в июне этого года, а также лета прошлого года, когда еврооблигации положительно отреагировали на временную стабилизацию ситуации вокруг европейских долгов.

**ФРС: сюрпризы маловероятны?**

Сегодня будет объявлено решение FOMC по ключевой ставке (fed rate), которая, скорее всего, останется без изменений; судя по фьючерсам на ставку, участники рынка не ожидают значительных изменений вплоть до конца 1K12. Однако инвесторы могут внести коррективы в свои ожидания по итогам пресс-конференции главы ФРС Бена Бернанке (начало в 22:15 по московскому времени). Пока консенсус рынка таков: ставки останутся без изменений, ФРС не будет спешить сворачивать меры по стимулированию экономики (баланс ФРС сохранится на уровне рекордных 2,83 трлн долл.) на фоне слабых экономических данных; однако говорить о какой-либо новой программе QE3 пока рано. В то же время интересно будет еще раз услышать позицию главы ФРС касательно увеличения верхнего лимита на суверенный долг с текущих 14,3 трлн долл. Если не предпринимать никаких действий, то уже 2 августа США может столкнуться с дефолтом, т. е. сегодняшнее заседание – последнее перед этой датой. Однако в такое развитие событий мало кто верит. Напомним, что американские законодатели хотят увязать решение об увеличении лимита долга с условиями снижения бюджетного дефицита и долга в среднесрочной перспективе. Разногласия пока остаются в том, за счет чего это сделать (повышение налогов или сокращение расходов).

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



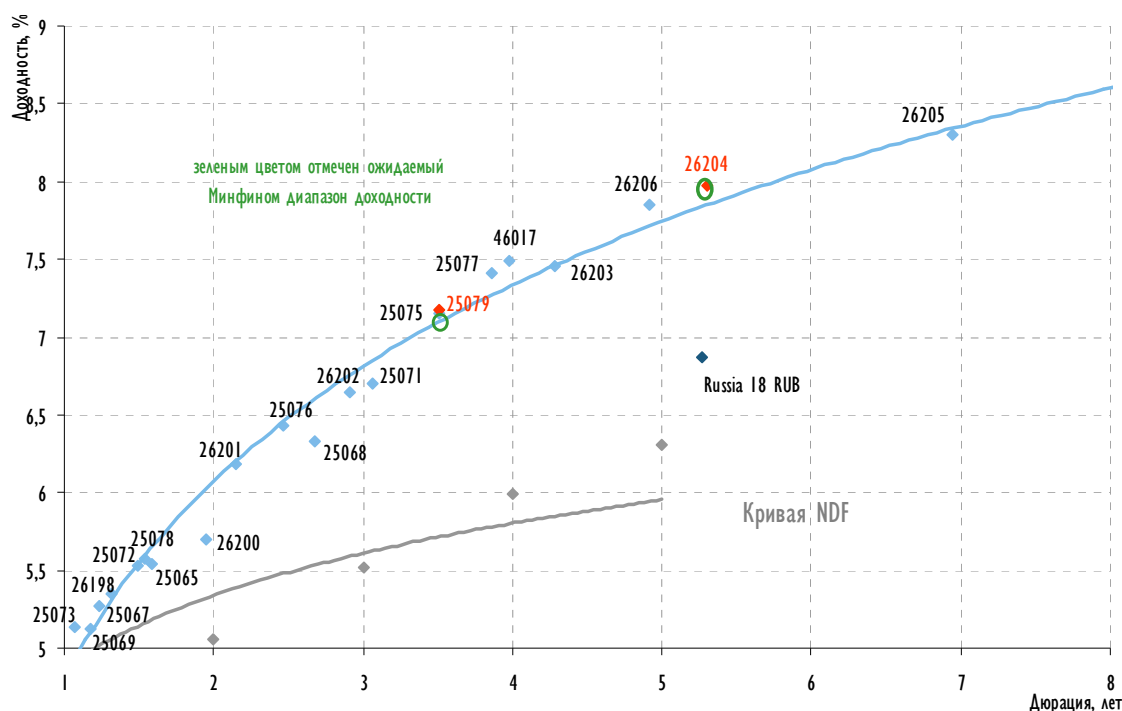
## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

## Грядущие аукционы ОФЗ-25079 и ОФЗ-26204 – давление на дальний конец кривой сохраняется

Вчера Минфин объявил ориентиры доходности по предлагаемым сегодня ОФЗ: 7,10–7,15% для 4-летней бумаги 25079 (объем предложения 10,0 млрд руб.) и 7,90–8,00% для 7-летней 26204 (20,0 млрд руб.). Исходя из наблюдавшихся вчера рыночных уровней доходности по инструментам: УТМ 7,18% для ОФЗ-25079 и УТМ 7,98% для ОФЗ-26204 – диапазон по 7-летнему выпуску выглядит более привлекательно (если принимать во внимание его верхнюю границу).

Вместе с тем, как показывают итоги последних аукционов, инвесторы достаточно аккуратно относятся к «хождению» в длинную дюрацию, даже несмотря на сохранение существенного наклона кривой ОФЗ и как минимум номинально привлекательную доходность (см. диаграмму ниже). В общем и целом, мы не ожидаем существенного ажиотажа на сегодняшнем аукционе.

## Доходности ОФЗ на фоне кривой NDF



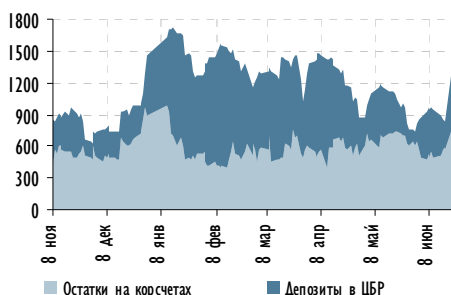
Источник: Bloomberg, данные Газпромбанка

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



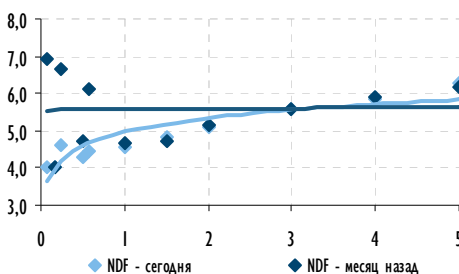
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Передышка до понедельника

Ажиотаж вокруг вчерашнего аукциона Минфина по размещению временно свободных средств федерального бюджета вчера оказался довольно высоким. Спрос со стороны банков составил 66 млрд руб., в то время как предложено было всего 40 млрд. При этом средневзвешенная ставка лишь незначительно превысила минимально допустимую и составила 4,02%. Таким образом, банки, вероятно, решили запастись ликвидностью в преддверии оставшихся налоговых выплат. Отметим, что в мае федеральный бюджет вновь оказался профицитным (доходы превысили расходы почти на 200 млрд руб.) после небольшого дефицита в апреле, и существует вероятность того, что бюджет продолжит абсорбировать ликвидность в ближайшие несколько месяцев.

В то же время запас ликвидных активов на банковских балансах продолжил восстанавливаться: сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ составила 1,25 трлн руб. На этом фоне стоимость заимствования на рынке МБК во вторник колебалась в диапазоне 3,2–3,8%, и сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 3,75–4,0% (ставки по кредитам о/п для банков первого круга). Сегодня банкам предстоит вернуть 6 млрд руб. ранее размещенных на депозитах средств фонду ЖКХ, однако в текущих условиях финансовая система не почувствует каких-либо изменений. В результате до понедельника (когда банки должны будут перечислить в бюджет платежи по акцизам и НДС) существенного изменения ситуации на денежном рынке мы не ожидаем. В начале следующей недели возможно небольшое повышение ставок, однако оно, по всей видимости, будет носить непродолжительный характер.

Сегодня Минфин проведет аукционы по продаже долгосрочных ОФЗ на общую сумму 30 млрд руб. (подробнее см. Темы российского рынка). Несмотря на наличие достаточного объема ликвидности на банковских балансах, мы не ожидаем большого ажиотажа в связи с тем, что ориентиры доходности близки к рыночным, а большого желания вкладываться на длительную перспективу у банков пока нет.

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

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Татнефть  
S&P/Moody's/Fitch – / Ba2 / BB

## Татнефть: хорошие результаты по US GAAP за 1K11

**Новость:** Татнефть отчиталась за 1K11 по US GAAP. Результаты хороши; показатели EBITDA и чистой прибыли оказались лучше прогнозов.

**Комментарий:** Выручка Татнефти в 1K11 составила 132 млрд руб., увеличившись на 25% к уровню предыдущего года, чуть ниже ожиданий аналитиков. Рост выручки был полностью обусловлен подорожанием нефти: среднегодовая цена Urals выросла в 2010 г. на 38%. Добыча нефти осталась на уровне 1K10. Рост выручки был меньше темпов роста цены на нефть и ожиданий аналитиков, так как Татнефть очень сильно снизила экспорт в страны СНГ – на 56% к уровню годичной давности.

Снижение объемов экспорта также обусловило серьезный рост прибыльности, так как компания сократила объем уплачиваемых экспортных пошлин, которые выросли всего на 21%.

Татнефти удалось удержать рост операционных затрат на уровне 15% до 15 млрд руб. Удельные расходы на добычу нефти выросли на 13% к уровню 1K10 до 172 руб. на баррель. Важно, что эти расходы остались неизменными по сравнению со средним уровнем 2010 г.

Опережающий рост выручки обусловил рост EBITDA на 56,6% к уровню годичной давности и оценивается нами на уровне 30 млрд руб. Рентабельность по EBITDA выросла до 22,9% с 18,3% годом ранее.

Отметим, что впервые за три года Татнефть сгенерировала положительный свободный денежный поток в размере 9,6 млрд руб. Капвложения компании упали на 27% до 13 млрд руб., что связано с



почти двукратным падением вложений в завод ТАНЕКО.

По итогам 1 квартала чистый долг снизился на 22,4% до 75,9 млрд руб. Соотношение «Чистый долг/EBITDA» на конец марта 2011 г. оценивается нами на уровне 0,87х.

В настоящее время на рублевом рынке облигаций обращается единственный выпуск биржевых облигаций Татнефти БО-1 (YTM6,71%), который котируется практически на одной кривой доходности с выпусками Газпромнефти (BBB-/Baa3/-) и Лукойла (BBB-/Baa2/BBB-), эмитенты которых характеризуются более сильными кредитными метриками. Мы считаем, что выпуск должен торговаться с премией не менее 20–30 б. п.

#### Основные финансовые показатели ОАО «Татнефть», млн руб., US GAAP

|                                     | 2008    | 2009    | 2010    | 1К2011  | 1К2010  | г/г    |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| Выручка                             | 444 332 | 380 648 | 468 032 | 131 726 | 105 152 | 25,3%  |
| EBITDA                              | 46 026  | 81 910  | 76 235  | 30 135  | 19 239  | 56,6%  |
| Рентабельность по EBITDA            | 10,4%   | 21,5%   | 16,3%   | 22,9%   | 18,3%   | 11,4%  |
| Операционный денежный поток         | 47 852  | 66 603  | 55 877  | 22 584  | 13 252  | 70,4%  |
| Капитальные вложения                | 60 441  | 89 254  | 77 901  | 13 033  | 17 900  | -27,2% |
| Свободный денежный поток            | -12 589 | -22 651 | -22 024 | 9 551   | -4 648  | —      |
| Всего активов                       | 392 980 | 495 742 | 567 179 | 583 264 | 513 241 | 13,6%  |
| Собственный капитал                 | 264 859 | 313 507 | 350 546 | 375 406 | 327 135 | 14,8%  |
| Финансовый долг                     | 51 973  | 89 504  | 115 108 | 96 695  | 94 514  | 2,3%   |
| Доля краткосрочного долга           | 13,5%   | 81,4%   | 34,3%   | 35,6%   | 74,5%   | —      |
| Денежные средства и эквиваленты     | 23 161  | 23 455  | 17 276  | 20 777  | 38 319  | -45,8% |
| <b>Показатели долговой нагрузки</b> |         |         |         |         |         |        |
| Долг/Собственный капитал, х         | 0,20    | 0,29    | 0,33    | 0,26    | 0,29    | —      |
| EBITDA/Процентные расходы, х        | 79,4    | 130,8   | 157,8   | 124,5   | 164,4   | —      |
| Чистый долг/EBITDA, х               | 0,63    | 0,81    | 1,28    | 0,87    | 0,66    | —      |

Источник: компания, Газпромбанк

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

Александр Назаров  
Alexander.Nazarov@gazprombank.ru  
+7 495 980 43 89

Иван Хромушин  
Ivan.Khormushin@gazprombank.ru  
+7 495 980 43 8



## Календарь событий долгового и денежного рынка

| Дата       | Событие                                        | Объем, млн руб. |
|------------|------------------------------------------------|-----------------|
| 22.06.2011 | Закрытие книги <b>Теле2-Санкт-Петербург, 1</b> | 5 000           |
|            | Закрытие книги <b>Обувьрус, 1</b>              | 700             |
|            | Оферта <b>Номос-Банк, 9</b>                    | 5 000           |
|            | Аукцион 4-летних и 7-летних ОФЗ                | 30 000          |
|            | Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов          | 6 000           |
| 23.06.2011 | Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц              |                 |
| 27.06.2011 | Уплата акцизов, НДС/ПИ                         |                 |
| 28.06.2011 | Погашение <b>Золото Селигдара, 1</b>           | 300             |
|            | Погашение <b>Кредит Европа Банк, 2</b>         | 4 000           |
|            | Оферта <b>Газпром, 11</b>                      | 5 000           |
|            | Уплата налога на прибыль                       |                 |
|            | Ломбардный аукцион ЦБР сроком 1 неделя         |                 |
| 29.06.2011 | Закрытие книги <b>КБ Держжава, 2</b>           | 1 000           |
|            | Погашение <b>ОФЗ-25074</b>                     | 70 000          |
|            | Погашение <b>УК ГидроОГК, 1</b>                | 5 000           |
|            | Аукцион 3-летних и 5-летних ОФЗ                | 70 000          |
| 30.06.2011 | Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц              |                 |

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

22.06.2011

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



ГАЗПРОМБАНК

## Календарь основных корпоративных событий

| Дата       | Событие                              | Период      |
|------------|--------------------------------------|-------------|
| 29.08.2011 | РУСАЛ: финансовые результаты по МСФО | 2К11 и 1П11 |

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

#### Технический анализ рынков и акций

**Владимир Кравчук, к. ф.-м. н**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

#### 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

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

**Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

#### 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 Демкин, CFA**

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Кредитный анализ

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

### 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

#### Трейдинг

**Денис Войниконис**

+7 (495) 983 74 19

### 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. 21455

#### Трейдинг

**Денис Филиппов**

+7 (495) 428 49 64

**Дамир Терентьев**

+7 (495) 983 18 89

**Тимур Зубайраев**

+7 (495) 913 78 57

#### Региональные продажи

**Александр Погодин**

+7 (495) 989 91 35

### 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 Мионов**

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**

+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**

+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**

+7 (495) 989 91 28

**Роберто Пещименти**

+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

**Елена Капица**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Рябчук**

+7 (495) 719 17 74

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.