

Ежедневный обзор долговых рынков от 12 октября 2011 г.

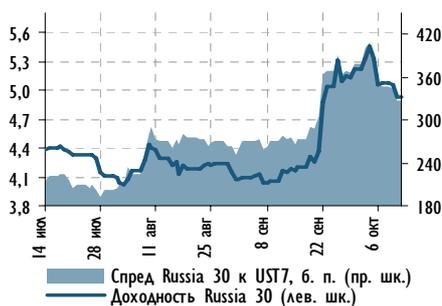


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,364 ▼	0,0%	1,9%
USD/RUB	31,55 ▼	-0,1%	3,3%
Корзина валют/RUB	36,73 ▲	0,1%	4,5%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	858,2 ▲	146,1	-30,1
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	123,7 ▼	-80,5	-445,9
MOSPRIME o/n	5,2 ▲	0,5	3,5
3M-MOSPRIME	6,4 ▲	0,0	2,4
3M-LIBOR	0,40 ▲	0,0	0,1
Долговой рынок			
UST-2	0,30 ▲	0,0	-0,3
UST-10	2,15 ▲	0,1	-1,1
Russia 30	4,94 ▼	-0,1	0,1
Russia 5Y CDS	270 ▼	-9,4	123,8
EMBI+	382 ▼	-21	134
EMBI+ Russia	328 ▼	-26	129
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	108,43 ▲	0,6%	17,8%
Золото, долл./унц.	1662,4 ▼	-0,8%	17,0%
Фондовый рынок			
PTC	1 355 ▼	-0,8%	-23,4%
Dow Jones	11 416 ▼	-0,1%	-1,4%
Nikkei	8 741 ▼	-0,4%	-14,5%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Сегодня должен состояться аукцион по предоставлению европейским банкам долларовой фондирования на 3 месяца в рамках согласованных действий 5 ведущих мировых ЦБ. Ожидаем постепенного улучшения ситуации на европейском денежном рынке.
- ▶ Вчера рынки немного скорректировались. Фондовые площадки закрылись в районе достигнутых накануне уровней, в частности DJIA снизился на 0,15%, S&P500 – потерял 0,05%. Стоимость нефти марки Brent превысила 110 долл. за барр. Курс евро по отношению к доллару практически не изменился – 1,36 долл. за евро. Индекс VIX также остался без изменений (33 п). Доходность UST10 (УТМ 2,15%) прибавила еще порядка 7 б.п.
- ▶ Представители «Тройка» после инспекции рекомендовали выделить очередной транш помощи Греции объемом 8 млрд евро. Деньги могут поступить в Грецию в начале ноября. Представители Германии говорят, что вопрос о предоставлении средств еще не решен.
- ▶ Парламент Словакии ожидаемо не поддержал расширение EFSF, после возможных перестановок в правительстве принятие решения ожидается в течение «ближайших нескольких дней». Возможно, в ближайшие четверг-пятницу. Реакция рынков должна быть незначительной.
- ▶ Из-за Дня Колумба в США в понедельник, **российским еврооблигациям** пришлось отыгрывать рост рынков за предыдущий день. Российские евробонды смотрелись «лучше рынка»: EMBI+ Rus спред сократился на 26 б.п. до 328 б.п., тогда как EMBI+ – на 21 б.п. до 382 б.п. «Тридцатка» прибавила более 1 п.п., завершив день в районе 114,56%. В отличие от предыдущих дней, когда подбирали в основном выпуски с инвестиционным рейтингом, во вторник в поле зрения инвесторов попали выпуски категории ВВ: Вымпелкома, Северстали, Альфа-Банка и др., которые показали роста в районе 1,0-2,5 п.п.
- ▶ Вчерашние торги на российском валютном рынке были довольно волатильными – стоимость корзины доллар/евро с открытия опускалась ниже 36,5, при этом к закрытию курс вернулся на уровни понедельника. Несмотря на смешанные сигналы с валютного рынка, а также неожиданное ухудшение ситуации с денежной ликвидностью (см. «Денежный рынок»), инвесторы продолжили покупать ОФЗ. При этом масштабы роста котировок были меньше, чем в предыдущие дни, в пределах 30 б.п. по среднесрочным и длинным сериям. На фоне отсутствия ажиотажного спроса в рублевых бондах Минфин вчера ожидаемо отменил аукцион по размещению 10-летней бумаги, который должен был состояться сегодня.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Денежный рынок – снова под давлением

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Мечел (-/B1/-):** результаты за 2K11 по US GAAP
- ▶ Отчетность **Сбербанка (-/Baa1/BBB)** за 9M11 по РСБУ

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- ▶ Fitch подтвердило кредитный рейтинг **Совкомфлота (BBB-/Baa3/BBB-)** на уровне BBB-
- ▶ Fitch изменило прогноз рейтинга итальянской «дочки» Vimpelcom Ltd., Wind Telecomunicazioni Spa., на «негативный», сохранив рейтинг на уровне «BB»

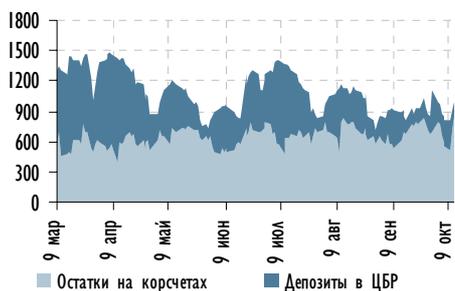
СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **США:** публикация стенограммы заседания FOMC (Minutes), выступления «ястребов» – Р. Фишера и Ч. Пlossера
- ▶ **Россия:** возврат Минфину средств с депозитов – 114,3 млрд руб.



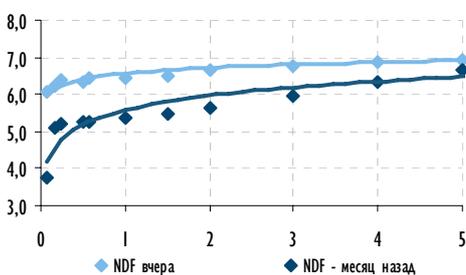
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Денежный рынок – снова под давлением

Ситуация на рублевом денежном рынке вчера выглядела весьма напряженной. Аукционы РЕПО с ЦБ пользовались огромной популярностью – на 1 день банки привлекли 246,9 млрд руб., на 7 дней – 78,0 млрд руб. Стоимость кредитов овернайт для банков 1-го круга вчера к обеду достигла 6% годовых, ставка РЕПО о/п на ММВБ под залог облигаций прибавила почти 30 б.п., достигнув 5,36%. Вверх сдвинулась и кривая вмененной доходности NDF (на 20–50 б.п.).

Фундаментальных обоснований столь высокой напряженности на денежном рынке до наступления налогового периода и в условиях, когда Минфин продолжает предоставлять банкам достаточно новых депозитов для рефинансирования старых, мы не видим. Мы допускаем, что имели место специфические («one-off») потребности кредитных организаций в ликвидности, также возможна корреляция с весьма волатильным поведением валютного рынка в течение вчерашней торговой сессии.

В любом случае сегодня – в отсутствие существенных внешних шоков – мы ожидаем некоторой стабилизации ситуации. Решение Минфина отменить сегодняшний аукцион ОФЗ было более чем ожидаемым.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Мечел
S&P/Moody's/Fitch

–/B1/–

Мечел: результаты за 2К11 по US GAAP

Новость: Мечел вчера представил свои результаты за 2К11 и 1П11 по US GAAP. С точки зрения кредитного качества цифры не добавили ничего существенно нового: компания по-прежнему покрывает дефицит собственных средств для финансирования инвестиционной программы за счет увеличения долга, при этом в относительном выражении леверидж остался на уровне 1К11. Мы отмечаем, что это не привело к нарушению ковенанта по кредитам, так как компании удалось заранее договориться с банками о послаблении условий.

Торгуемые выпуски Мечела не отличаются особой ликвидностью на фоне довольно широких bid/offer спредов: мы не видим особых торговых идей в бумагах компании.

Комментарий: Добывающий сегмент бизнеса показал в отчетном периоде ожидаемо хорошие результаты: выручка выросла более чем на треть по отношению к предыдущему кварталу, рентабельность EBITDA увеличилась на 7 п.п. до 40% на фоне восстановления объемов добычи и производства концентрата на Якутугле (в 1К11 объемы упали из-за аварии на обогатительной фабрике), а также роста цен на уголь и железную руду. Удельные затраты производства ЖРС и угля снизились по сравнению с 1К11 на всех предприятиях, кроме Якутугля. Здесь себестоимость тонны производства увеличилась на 12% кв/кв из-за последствий аварии, а также укреплению рубля за период.

В то же время позитивное впечатление было испорчено слабыми результатами стального сегмента, несмотря на 17%-ный рост продаж к уровню 1К11, EBITDA сократилась более чем вдвое, рентабельность EBITDA упала с 8% в 1К11 до 3% во 2К11, что компания объясняет удорожанием сырья. Дополнительное давление на расходы также оказали плановые ремонты на одной из печей Челябинского МК и укрепление рубля: удельные затраты на производство тонны билетов выросли на 10% кв/кв. В итоге рентабельность по EBITDA на консолидированном уровне во 2К11, по нашим оценкам, снизилась на 2,6 п.п. до 17,6%.



Основные финансовые показатели Мечела, млн долл., US GAAP

	2009	2010	1П11	г/г	1П10	2К11	кв/кв	1К11
Выручка	5 754	9 746	6 407	48%	4 331	3 472	18%	2 934
ЕБИТДА	673	2 018	1 206	51%	801	612	3%	594
Рентабельность ЕБИТДА, %	11,7%	20,7%	18,8%	0 п.п.	18,5%	17,6%	-3 п.п.	20,2%
Операционный денежный поток	562	-147	-34	-	-256	314	-	-347
Капитальные вложения	-613	-990	-758	49%	-508	-427	29%	-331
Свободный денежный поток	-51	-1 137	-792	-	-764	-113	-83%	-678
Всего активов	13 183	15 776	18 467	33%	13 903	18 467	5%	17 510
Собственный капитал	4 331	4 951	5 103	17%	4 344	5 103	-7%	5 467
Совокупный долг, в том числе	6 092	7 498	8 919	33%	6 682	8 919	6%	8 406
доля краткосрочного долга, %	32%	28%	24%	-3 п.п.	27%	24%	-18%	29%
Денежные средства и эквиваленты	415	341	356	30%	274	356	67%	213
Показатели, х								
Долг/Капитал, х	1,4	1,5	1,7	-	1,5	1,7	-	1,5
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	1,4	3,7	4,2	-	2,9	4,2	-	4,4
Чистый долг/LTM ЕБИТДА, х	8,4	3,5	3,5	-	4,8	3,5	-	3,5
Долг/Свободный денежный поток, х	отр.	отр.	отр.	-	отр.	отр.	-	отр.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

В отсутствие столь существенных, как в 1К11, инвестиций в оборотный капитал, операционный денежный поток Мечела во 2К11 вернулся к «плюсовым» значениям. В то же время на фоне роста капитальных вложений компания по-прежнему не генерировала положительного свободного денежного потока, и дефицит собственных средств вновь покрывался ростом левирджа: совокупный долг вырос на 6% кв/кв до 8,9 млрд долл., в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА», долговая нагрузка осталась на уровне 1К11 – 3,5х.

В ежегодной форме 20-F Мечел раскрывал ограничение предельного уровня долга по синдицированному \$2 млрд кредиту, начиная с 30 июня 2011 г. на уровне 3х «Чистый долг/ЕБИТДА» (тестируется каждые полгода). В то же время Мечел успел заранее договориться с банками о послаблении ковенанта до 3,5х по состоянию на 30.06.2011 г. При этом до уровня 3х чистый левирдж, в соответствии с новыми договоренностями, должен опуститься по состоянию на 30.06.2012 г. По другим крупным кредитам компания также добилась послаблений от банков.

На наш взгляд, перспективы сокращения левирджа в следующем году будут зависеть от дальнейшей ценовой конъюнктуры на рынках угля и стали: в случае негативного развития ситуации компании, возможно, придется вновь договариваться с кредиторами. Отметим, что следующий год также является пиковым в графике погашения долга Мечела – 2,8 млрд долл. (из которых, правда, почти 1,6 млрд долл. – краткосрочные возобновляемые линии на финансирование оборотного капитала и текущей деятельности).

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

Отчетность Сбербанка за 9М11 по РСБУ

Сбербанк
S&P/Moody's/Fitch

-/Baa1/BBB

Новость: Вчера Сбербанк опубликовал результаты деятельности за 9М11 по российским стандартам. Мы обращаем внимание на следующие моменты:

- ▶ Корпоративные кредиты / розничные кредиты / корпоративные депозиты / розничные депозиты выросли на 3,7% / 3,2% / 1,3% / 3,4% в сентябре (+16,6% / 20,5% / 8,2% / 5,5% с начала года).
- ▶ Уровень резервов на возможные потери по ссудам в сентябре снизился до 8,9% (9,2% в августе).
- ▶ Чистая прибыль за 9М11 достигла 254 млрд руб. (28,5 млрд руб. за сентябрь – на уровне среднемесячной прибыли в 2011 году). Рентабельность капитала (ROE) с начала года составила 29,3% (29,45% за 8М11).
- ▶ Чистая процентная маржа, по нашим расчетам, осталась неизменной на уровне 6,1%.



- ▶ Коэффициент «расходы/доходы» снизился до 40,5% (41,5% по итогам 8М11).

Комментарий: В целом результаты стоит признать сильными, особенно на фоне рыночной ситуации, наблюдавшейся в сентябре. Отчетность Сбербанка пока демонстрирует полный иммунитет к рыночным событиям как с позиции торгового дохода (который, напротив, вырос до 25 млрд с 17 млрд руб. за 8М11), так и с точки зрения основной деятельности. В частности, Сбербанку удается поддерживать исключительно высокий показатель месячной чистой прибыли свыше 28 млрд руб. на фоне стабильной маржи и хорошего контроля над издержками.

По словам представителей Сбербанка, прибыль по статье «торговый доход» была получена главным образом за счет конверсионных операций и включает валютную переоценку ряда активов. С другой стороны, данный торговый доход явно не отражает всей картины, так как объем торговых бумаг, которые переоцениваются через отчет о прибылях и убытках, у Сбербанка сравнительно небольшой (150 млрд руб.).

Учитывая же то, что на балансе Сбербанка по состоянию на 30 июня 2011 г. находилось инвестиционных ценных бумаг в наличии для продажи на 0,9 трлн руб., львиная доля из которых – ОФЗ (почти 430 млрд руб.), а также динамику последних за август-сентябрь, мы ожидаем не менее чем 20 млрд руб. убытков от их отрицательной переоценки по итогам третьего квартала. Вместе с тем эти убытки, согласно МСФО, не повлияют на чистую прибыль и отразятся в капитале через компоненты совокупного дохода.

Еврооблигации Сбербанка, предлагающие в среднем 100 б.п. премии к суверенной кривой, могут восприниматься как отличная инвестиция в крепкий квазисуверенный кредитный риск. Вместе с тем динамика бумаг в ближайшие недели скорее всего будет определяться общими настроениями инвесторов.

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 01

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
12.10.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	114 300
	Погашение ХКФ Банк, 4	3 000
13.10.11	Оферта Банк Санкт-Петербург БО-1	5 000
14.10.11	Погашение ОБР, 20	10 317
	Оферта Инвестторгбанк, 4	1 500
18.10.11	Погашение МДМ Банк, 5	3 000
	Погашение Промтрактор-Финанс, 2	3 000
19.10.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	20 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	4 131
	Аукцион 4-летних ОФЗ	10 000
	Оферта МКБ, 8	3 000
20.10.11	Погашение Ростелеком, 14	1 000
24.10.11	Оферта Ростелеком, 13	2 000
	Оферта ХКФ Банк, 5	4 000
25.10.11	Погашение Ак Барс Банк, 3	3 000
26.10.11	Аукцион 7-летних ОФЗ	10 000
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	64 760
27.10.11	Погашение Газпром, 8	5 000
	Оферта МБРР, 3	3 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
12.10.11	Евраз: финансовые результаты по МСФО	1П11
13.10.11	Ростелеком: финансовые результаты по МСФО	2К11
14.10.11	Ленэнерго: финансовые результаты по МСФО	1П11
19.10.11	ФСК ЭЭС: финансовые результаты по МСФО	1П11
октябрь 2011	Русгидро: финансовые результаты по РСБУ	9М11
14.11.11	РУСАЛ: финансовые результаты по МСФО	3К11 и 9М11
декабрь 2011	Русгидро: финансовые результаты по МСФО	9М11

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

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

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

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

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 Голодкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

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

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 Миронов

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 Пеццименти

+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 — 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.