

11 марта 2010

Содержание

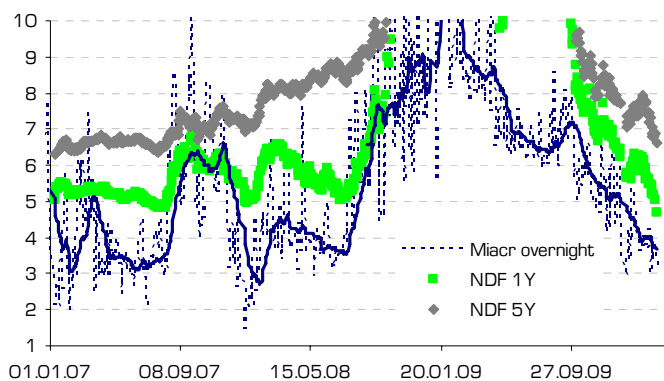
- **Неустойчивый минимум по NDF** Стр 1
- **Газпромнефть: результаты МСФО за 2009 год** Стр 2

Неустойчивый минимум по NDF

В последние три недели на валютном рынке установился устойчивый тренд на укрепление рубля. Стоимость бивалютной корзины раз за разом пробивала нижнюю границу плавающего коридора ЦБ, снизившись за это время на 60 коп. На фоне подобной динамики рубля, падали ставки NDF, что в свою очередь потянуло вниз доходность на рынке облигаций. Вчера ставки NDF достигли минимума последних трех лет: годовые опустились до 4.7%, пятилетние до 6.6%.

Ставки NDF достигли минимума последних трех лет

Динамика рублевых процентных ставок



Таким образом, кривая NDF достигла (а годовые ставки опустились ниже) уровня первой половины 2007 года, когда ситуация на валютном и денежном рынке была очень благоприятной. В ряде аспектов сегодняшняя конъюнктура может показаться еще более позитивной. Во-первых, в 2007 году для борьбы с инфляцией ЦБ повышал ставки по депозитам, а сейчас происходит обратное. Во-вторых, в тот момент Стабилизационный фонд стерилизовал большой объем рублевой ликвидности, что приводило к временным всплескам краткосрочных ставок в налоговые дни. А в настоящий момент бюджет тратит Резервный фонд, увеличивая объем ликвидности. В целом, с точки зрения внутренних факторов ситуация с краткосрочными ставками и банковской ликвидностью в 2010 году более комфортная, чем в первой половине 2007 года.

С точки зрения внутренних факторов ситуация с краткосрочными ставками и банковской ликвидностью сейчас более комфортная, чем в первой половине 2007 года

Однако мы считаем, что с точки зрения внешних факторов ситуация не такая благоприятная. При цене на нефть \$75 за баррель сальдо текущего счета в 2010 году будет на уровне 2007. Но риски снижения нефтяных котировок в настоящий момент выше. Любой сигнал, указывающий на double dip recession - плохие статданные в США, Европе или Китае – могут вызвать серьезное падение цен на нефть, как это не раз уже происходило в последние месяцы. Кроме того, иностранные инвесторы сейчас более осторожны и не готовы открывать длинные позиции по рублю в таком же объеме, как в 2007 году. А это значит, что наступление на рубль, продавливание беда ЦБ может быстро выдохнуться.

Однако внешние риски выше

Но что еще более важно, Банк России сейчас намного активнее проводит свою курсовую политику, чем в 2007 году. У него есть возможность увеличить объемы плановых покупок, вызвав искусственное ослабление рубля. Объективно это не должно пугать спекулянтов, так как, если эти покупки заметно меньше сальдо текущего счета, курс все равно должен опуститься к нижней границе. Однако, как показал опыт ноября, тренд на укрепление рубля может резко развернуться и не в последнюю очередь за счет увеличения плановых интервенций ЦБ. Как заявлял Алексей Улюкаев, Банк России может ужесточить параметры плавающего коридора. Такие действия также должны охладить спекулянтов.

Кроме того, ЦБ может напугать спекулянтов, изменив параметры курсовой политики

Как только давление на рубль прекращается, плановые интервенции ЦБ вызывают ослабление рубля, а спекулянты усиливают этот эффект, закрывая свои позиции. И ослабление рубля может быть достаточно значительным – не стоит забывать, что Банк России начинает продажи валюты, только после того, как бивалютная корзина отступит на 2 рубля от нижней границы ЦБ. Подобная ситуация может изменить курсовые ожидания участников рынка и вызвать повышение ставок NDF.

Таким образом, хотя наш базовый сценарий предполагает дальнейшее укрепление рубля в среднесрочной перспективе, ставки NDF сейчас являются неадекватно низкими с точки зрения тех курсовых рисков, которые присутствуют на валютном рынке. В какой-то момент укрепление рубля остановится (поводом может послужить действия ЦБ или падение цен на нефть) действия и ставки NDF начнут повышаться. В такой ситуации на рынке облигаций также возможна определенная коррекция.

Газпромнефть: результаты МСФО за 2009 год

Вчера компания Газпромнефть отчиталась по МСФО за четвертый квартал и весь 2009 год. Вполне ожидаемо, что на фоне падения цен на нефть в 2009 году EBITDA компании снизилась на 30% к предыдущему году, однако рентабельность по EBITDA продемонстрировала лишь незначительное сокращение с 25.4% в 2008–м до 24.7% в 2009–м году. Мы отмечаем, что, несмотря на сокращение рентабельности по EBITDA, Газпромнефть остается одной из наиболее эффективных отечественных нефтяных компаний.

С точки зрения долговой нагрузки компании ситуация также весьма комфортна для держателей облигаций: на конец 2009 года соотношение Чистый Долг/EBITDA находилось на уровне 1.06x. Инвестиционная программа Газпромнефти на 2010 год запланирована на уровне US\$3.9 млрд и будет полностью профинансирована за счет операционного денежного потока. Таким образом, мы не ожидаем, что в текущем году компания может существенно приблизиться к собственному ограничению по долговой нагрузке в 1.5x Долг/EBITDA.

Рублевые облигации Газпромнефти на сегодняшний день торгуются на вполне адекватных, по нашему мнению, уровнях и предлагают премию к бумагам Газпрома (контролирующего акционера) на уровне 30–35 б.п. Мы не ожидаем увидеть реакцию в бумагах Газпромнефти на опубликованные результаты.

Плановые интервенции могут привести к резкому ослаблению рубля в краткосрочной перспективе и повышению ставок NDF

Текущий уровень ставок NDF неадекватен курсовым рискам, после того как укрепление остановится, ставки начнут повышаться

Газпромнефть отчиталась по МСФО за 2009 год

Кредитное качество компании остается на высоком уровне,...

...что полностью отражено в ценах ее облигаций

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес 119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Константин Сорин konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2893
Антон Плетенев anton.pletenev@raiffeisen.ru (+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева sales@raiffeisen.ru (+7 495) 721 3609
Андрей Бойко (+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева (+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин (+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев alosev@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9976
Александр Глебов aglebov@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко semen.gavrilenko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2834

Выпуск облигаций
Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2845
Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич emikhalevich@raiffeisen.ru (+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев droumiantsev@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова abaikova@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9114
Татьяна Костина tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин tfaizullin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.