

Ежедневный обзор долговых рынков от 1 марта 2011 г.

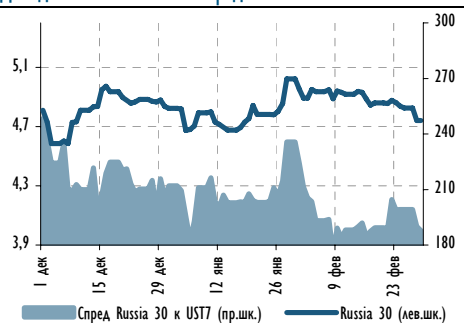


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	
		День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,381	▲ 0,4%	3,2%
USD/RUB	28,87	▼ -0,1%	-5,5%
Корзина валют/RUB	33,81	▲ 0,1%	-3,8%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	517,7	▼ -116,9	-370,6
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	642,3	▼ -41,8	72,8
MOSPRIME о/п	3,3	▲ 0,3	1,6
3М-MOSPRIME	4,0	▲ 0,0	0,0
3М-LIBOR	0,31	▼ 0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,68	▼ 0,0	0,1
UST-10	3,43	▲ 0,0	0,1
Russia 30	4,74	▼ -0,1	-0,1
Russia 5Y CDS	139	▼ -5,4	-6,2
EMBI+	272	▼ -4	24
EMBI+ Russia	183	▼ -7	-16
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	109,68	▼ -0,3%	19,2%
Золото, долл./унц.	1411,5	▲ 0,1%	-0,7%
Фондовый рынок			
ТС	1 970	▲ 1,9%	11,3%
Dow Jones	12 226	▲ 0,8%	5,6%
Nikkei	10 729	▲ 1,0%	4,9%

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.** Российские евробонды медленно, неуверенно, но дорожают, подчиняясь глобальному позитиву. В лидерах роста Russia30, которая вчера выросла почти на полфигуры – последние сделки поздно вечером шли в районе 115,9375%. 5-летний CDS-спред на Россию сузился до 140 б. п.

► Тем не менее корпоративные выпуски растут куда менее охотно. В пределах 1/4 п. п. прибавили котировки новых выпусков Вымпелкома, ТМК18, Alrosa 20. Остальные ликвидные корпоративные инструменты пока уверенного ценового движения наверх не демонстрируют.

► Сегодня конъюнктура для российского внешнего долга остается благоприятной, и мы ожидаем более уверенной восходящей динамики в корпоративных бумагах.

► **Рублевый долговой рынок** начал новую торговую неделю без существенных ценовых подвижек. Уровень рублевой ликвидности (корсчета+депозиты) практически не изменился при переходе в новый месяц (1,155 трлн. руб.), и избыточная ликвидность по-прежнему уравнивает эффект от повышения ставок ЦБ.

► Стоит отметить, что со вступлением в силу новых депозитных ставок ЦБ overnight сместился ближе к 3,0%, однако более долгосрочные ставки на повышение практически не отреагировали. В частности, трехмесячный MOSPRIME остается в районе 4,0%.

► Офшорные ставки к сегодняшнему утру, наоборот чуть снизились. В частности, годовой NDF, понизился почти на 10 б. п. до 4,52%, однако пятилетний контракт остается в районе 6,70%, что в совокупности с завтрашним аукционом по размещению ОФЗ26203 может оказывать давление на среднесрочные ОФЗ и длинные корпоративные бумаги.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Глобальный оптимизм и российская переменная бета
- Пересмотр данных ТС – повод для оптимизма

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Еврохим (ВВ/ – /ВВ): сильные результаты за 2010 год по МСФО

ТЕКУЩИЕ СДЕЛКИ

Сегодня закрывается книга по облигациям РУСАЛ Братск 07 объемом 15 млрд руб.

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Депозитный аукцион Минфина на 20 млрд руб.
- США: Индекс ISM Manufacturing за февраль



Глобальный оптимизм и российская переменная бета

Настрой на глобальных рынках продолжает оставаться благоприятным для котировок российских еврооблигаций, да и в целом для курса рубля и широкого списка российских активов.

В понедельник ключевые фондовые индексы мира продолжили расти на фоне растущей уверенности в том, что ОПЕК и США обеспечат стабильность поставок нефти из Ливии. Кроме того, довольно благоприятной оказалась вчерашняя порция экономической статистики. Индекс Chicago PMI показал в январе рост с 68,8 до 71,2 п., доходы американских потребителей выросли на 1,0%, расходы – на 0,2%, при этом инфляционное давление (Core PCE +0,1% м/м, +0,8% г/г) остается низким.

Стоит отметить, что доходность долгосрочных Treasuries на этом фоне продемонстрировала лишь умеренный рост. В частности, ставка UST10 выросла с 3,39% до 4,44%. Снижение цен на нефть также пока не выглядит угрожающим для России. В частности, баррель WTI торгуется в районе 97,5 долл. Brent по-прежнему выше 110 долл.

На наш взгляд, ситуация, складывающаяся на сегодняшнее утро, продолжает способствовать уверенному росту котировок российских еврооблигаций, однако уже очевидно, что российский рынок в очередной раз демонстрирует свою переменную «бету». На наш взгляд, в тех рыночных условиях, которые наблюдаются в последние дни, рост котировок на рынке внешнего долга мог быть куда более заметным. Тем не менее Россия опять явно отстает от рынка. Мы сохраняем позитивный взгляд на российский внешний долг, однако опасаемся, что в случае ухудшения рыночной конъюнктуры чувствительность российских бондов к внешним факторам может оказаться более высокой, чем наблюдается сейчас.

Пересмотр данных ТИС – повод для оптимизма

Вчера Казначейство США внесло очередную корректировку в данные ТИС по состоянию на декабрь 2010 года. Согласно опросу портфельных держателей, который проводится, чтобы уточнить конечных владельцев Treasuries, вложения Китая в Treasuries были пересмотрены вверх на 268,4 млрд долл. до рекордных 1,16 трлн долл. При этом вложения Великобритании в Treasuries, которые в последние два года росли рекордными темпами, были пересмотрены вниз почти на схожую величину – на 269,2 млрд долл. до 272 млрд долл. Пересмотр отражает тот факт, что в последнее время Китай покупал Treasuries через британских финансовых посредников. Что любопытно, также резко были пересмотрены и российские вложения в Treasuries – со 106,2 млрд долл. до 151 млрд долл. Это также говорит о том, что Россия увеличила не прямые покупки американского госдолга.

Мы считаем, что пересмотренные данные ТИС позитивны для российского внешнего долга. Опрос Казначейства показывает, что риски, связанные с возможным резким ростом волатильности Treasuries и угрозой роста американских долгосрочных ставок в связи с большим бюджетным дефицитом США, гораздо меньше, чем мы думали.

Напомним: мы неоднократно выражали опасения, что в условиях, когда все большая часть держателей американского долга находится «за ширмой» британских и карибских посредников, увеличивается риск того, что рынок Treasuries в какой-то момент может пострадать от стадного поведения инвесторов, чьи интересы непрозрачны. В свою очередь, Китай как держатель Treasuries в этом плане безопасен. С одной стороны, он обречен покупать Treasuries, пока осуществляет привязку юаня к доллару, с другой стороны, он не заинтересован раскачивать лодку своими продажами, так как сам может пострадать от негативной переоценки портфеля.

Если взглянуть на проблему чуть шире, то можно прийти к выводу, что в условиях, когда три участника (ФРС, Китай и Япония) держат в совокупности Treasuries на сумму 3,255 трлн долл. или 34,3% всего американского долга, этот рынок гораздо более устойчив перед лицом возможных неблагоприятных спекуляций по поводу ухудшения американской кредитоспособности, чем когда база инвесторов более диверсифицирована.



Мы полагаем, что, несмотря на колоссальные бюджетный дефицит и госдолг США, ожидания по темпам инфляции и экономического роста в ближайшее время будут иметь определяющее значение для рынка Treasuries. Соответственно, вероятность, что в ближайшие месяцы ставка UST10 от своих нынешних уровней пойдет скорее к 3,0%, чем к 4,0%, увеличивается.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Еврохим
S&P/Moody's/Fitch BB / – / BB

Еврохим: сильные результаты за 2010 год по МСФО

Новость: Вчера Еврохим представил довольно позитивные финансовые результаты по МСФО за 4К10 и весь 2010 г., в полной мере отразившие заметное улучшение ценовой конъюнктуры на ключевых рынках сбыта компании (азотные, фосфатные удобрения), начавшееся в 2Г10.

Выручка Еврохима в прошлом году выросла более чем на треть, норма прибыли EBITDA составила 30% (+12 п. п. к уровню 2009 года). При этом порядка трети годовой выручки и 35% годовой EBITDA Еврохим заработал в 4К10: рентабельность по EBITDA в последние 3 месяца прошлого года выросла до 37% (+8 п. п. к уровню 3К10). Наиболее впечатляющее улучшение прибыльности было зафиксировано в азотном сегменте бизнеса: норма прибыли EBITDA выросла с 17% в 3К10 до 37% в 4К10. Последний раз азотный бизнес Еврохима показывал такие результаты в 4К08. В фосфатном сегменте рост цен на удобрения был менее существенным; тем не менее благодаря позитивному ценовому тренду по железной руде (отражается в продажах фосфатного сегмента) норма прибыли выросла до 40%.

В пресс-релизе компания поделилась своими ожиданиями на 2011 г.: по мнению Еврохима, средние цены на азотные и фосфатные удобрения в текущем году будут существенно выше, чем в 2010 г., несмотря на возможную сезонную коррекцию после окончания весеннего посевного периода. Поддержку ценам будут оказывать возросший спрос со стороны фермеров на фоне высоких цен на сельскохозяйственную продукцию, переносы ввода некоторых крупных мощностей на более поздний срок (2012 г.), а также увеличение срока действия повышенных экспортных пошлин в Китае.

Долг Еврохима в абсолютном выражении практически не изменился по сравнению с уровнем 9М10, составив около 49 млрд руб.: средства, полученные от размещения облигаций, компания направила на рефинансирование. При этом кредитные метрики заметно улучшились за счет роста денежных потоков в 4К10: показатель «Чистый долг/EBITDA» по итогам года снизился до 1.2x (1.6x по состоянию на 9М10).

Несмотря на довольно интенсивную инвестиционную программу по развитию калийного бизнеса, в 4К10 Еврохиму удалось получить существенный положительный свободный денежный поток (более 2 млрд руб.), благодаря чему по году величина выросла до 5,7 млрд руб. (в 2009 г. свободный денежный поток был отрицательным). Отметим, что в 4К10 компания также реализовала часть финансовых вложений (пакет акций K+S), получив дополнительно порядка 5 млрд руб. Это позволило в том числе профинансировать дивидендные выплаты в размере около 4,2 млрд руб. (в 4К10).

Сегодня компания проведет телефонную конференцию по опубликованным результатам.

Комментарий: В целом мы позитивно оцениваем заметное улучшение кредитного профиля Еврохима. Улучшение рыночной конъюнктуры и рост денежных потоков должны позволить компании создать определенный резерв для реализации масштабной долгосрочной инвестиционной программы (3,8–3,9 млрд долл. в 2011–2014 гг.).



В то же время мы не ожидаем заметной реакции в котировках торгуемых рублевых выпусков компании (рост которых, на наш взгляд, возможен лишь «вместе с рынком»), а также в ценах короткого выпуска еврооблигаций Eurochem 12.

Еврохим: ключевые финансовые показатели по МСФО, 2007-2010, млн руб.

	2007	2008	2010	г/г	2009
Выручка	73 821	112 174	97 788	33%	73 577
ЕБИТДА**	23 036	44 215	29 416	122%	13 274
ЕБИТДА рентабельность, %	31%	39%	30%	+12 п.п.	18%
Операционный денежный поток	16 840	26 755	26 194	49%	17 539
Капитальные вложения	-7 609	-18 818	-20 464	9%	-18 702
Свободный денежный поток	9 231	7 937	5 730	-	-1 163
Всего активов	65 011	122 275	149 468	16%	128 776
Собственный капитал	40 100	61 037	94 505	29%	73 195
Совокупный долг, в том числе	12 907	51 965	42 827	-10%	47 772
доля краткосрочного долга, %	36%	17%	29%	-3 п.п.	26%
Денежные средства и эквиваленты	15 428	26 707	8 934	-20%	11 227
Показатели					
Долг/Капитал, х	0,3	0,9	0,5	—	0,7
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	41,8	73,1	15,6	—	8,4
Чистый долг/ЕБИТДА, х	-0,1	0,6	1,2	—	2,8
Долг/Свободный денежный поток	1,4	6,5	7,5	—	отр.

Источник: данные Газпромбанка, расчеты Газпромбанка

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
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	
03.03.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
	Закрытие книги Банк Национальный стандарт, 1	1 500
	Закрытие книги ММК БО-4	5 000
04.03.2011	Погашение Куйбышевгазот-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

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



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	ВОСА 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 Туинов
+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 Голодинкина
+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 Пещименти**
+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.