

Ежедневный обзор долговых рынков от 22 апреля 2011 г.

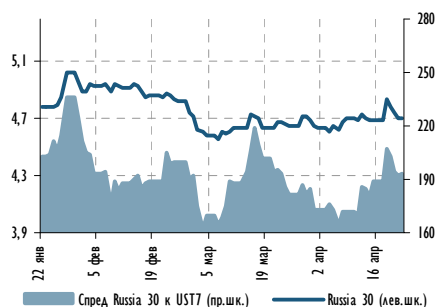


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, % День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,455	▲ 0,2%	8,7%
USD/RUB	27,96	▼ -0,5%	-8,4%
Корзина валют/RUB	33,73	▼ -0,2%	-4,1%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	579,8	▼ -98,1	-308,5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	594,1	▼ -53,6	24,5
MOSPRIME o/n	3,2	■ 0,0	1,4
3M-MOSPRIME	3,8	▼ 0,0	-0,3
3M-LIBOR	0,27	■ 0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,66	▼ 0,0	0,1
UST-10	3,40	▼ 0,0	0,1
Russia 30	4,71	▼ 0,0	-0,1
Russia 5Y CDS	130	▼ -1,1	-15,4
EMBI+	265	▼ -1	17
EMBI+ Russia	178	▼ -2	-21
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	120,11	▲ 0,1%	30,5%
Золото, долл./унц.	1506,3	▲ 0,2%	6,0%
Фондовый рынок			
PTC	2 041	▲ 0,5%	15,3%
Dow Jones	12 506	▲ 0,4%	8,0%
Nikkei	9 707	▼ 0,0%	-5,1%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMBB



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Рынок российских еврооблигаций.** Незначительная предпраздничная активность наблюдалась вчера на рынке внешнего долга. Котировки «Тридцатки» еще немного подросли (116,4375%).
- ▶ Сегодня западные площадки закрыты по случаю пасхальных каникул.
- ▶ **Рублевый долговой рынок.** Deja vu на валютном рынке. Корзина опять в районе 33.70, годовой NDF/CCS – около 4,20%, пятилетний – 5,90%. Очень похоже, что по итогам апреля волатильность курса рубля окажется минимальной для последнего времени.
- ▶ Котировки рублевых облигаций вчера еще немного подросли, и уже практически вернулись к недавним максимумам. Тем не менее, на рынке все еще ощущается некая настороженность среди инвесторов. Возможно, это связано с приближающимся налоговыми выплатами. Косвенное свидетельство – снижение спроса на ОБР.
- ▶ Мы сохраняем умеренно оптимистичный взгляд на рублевые облигации.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Рынки ушли на Пасху в рекордном оптимизме

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ Оба выпуска VTВ18 недооценены примерно на 15 б. п. по доходности

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Банки проявили разумную осторожность

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Черкизово (-/B2/-) объявляет о начале реализации крупномасштабного агропроекта стоимостью 19,5 млрд руб.; риски для держателей облигаций БО-3 минимальны
- ▶ Аэрофлот (- /BB+) представил операционные результаты за 1К11

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- ▶ Агентство Fitch поместило рейтинги ТрансКонтейнера (-/Ba2/BB+) и Первой Грузовой Компании (BBB-/BBB-) в список Rating Watch «Негативный»

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ Западные рынки закрыты по случаю Пасхи



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

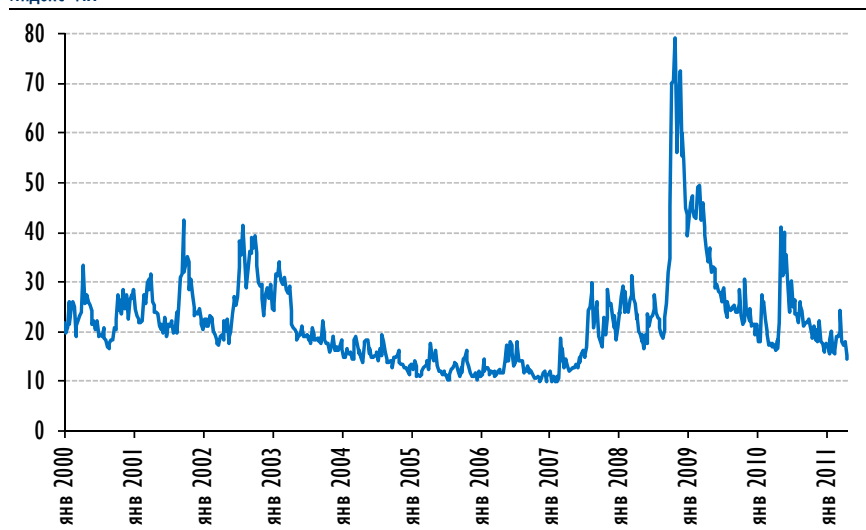
Рынки ушли на Пасху в рекордном оптимизме

В четверг рост мировых фондовых индексов, курса евро и цен на нефть замедлился, однако все эти индикаторы по-прежнему показывали высокую готовность инвестора добавлять в портфели всевозможные рискованные активы.

Фондовые индексы Европы и США выросли в среднем в пределах 0,5–1% на фоне сильной корпоративной отчетности, опубликованной накануне, при этом вчера инвесторы проигнорировали снижение индекса деловой активности ФРБ Филадельфии в апреле с 43,4 до 18,5. Также осталось без внимания снижение индекса цен на жилье в США (-1,6% в феврале).

Инвесторы продолжают демонстрировать поразительный оптимизм. Индекс ожидаемой волатильности VIX показывает, что все меньше инвесторов сейчас ждут коррекцию. Вчера значение этого индекса опустилось до 14,69 пунктов – минимум с лета 2007 года, то есть с еще докризисных времен. При этом меньшее значение VIX (чуть выше 10 б. п.) наблюдалось только на пике оптимизма на границе 2006–2007 гг.

Индекс VIX



Источник: Bloomberg

В этой связи хотелось бы отметить, что вопреки тому, что говорит традиционная теория финансов, когда волатильность находится на минимумах, риски на самом деле максимальны, а не минимальны. Именно этому научила нас недавняя «великая рецессия», которая завершила почти 2 десятилетия низкой волатильности экономических показателей, прозванных периодом «великой умеренности».

В настоящий момент мы не понимаем устойчивости рынков к негативу накануне завершения QE ФРС, ужесточения монетарной политики ЕЦБ, на фоне эскалации бюджетных проблем в США, обострения европейского кризиса и других рисков. В этой связи мы советуем пока сохранять осторожность и не наращивать агрессивно позиции в российских корпоративных еврообондах.

Соотношение возможной упущенной прибыли и потенциального убытка в случае коррекции, если все-таки рынки «осознают» имеющиеся риски, на наш взгляд, говорит о том, что сейчас лучше оставаться в стороне.

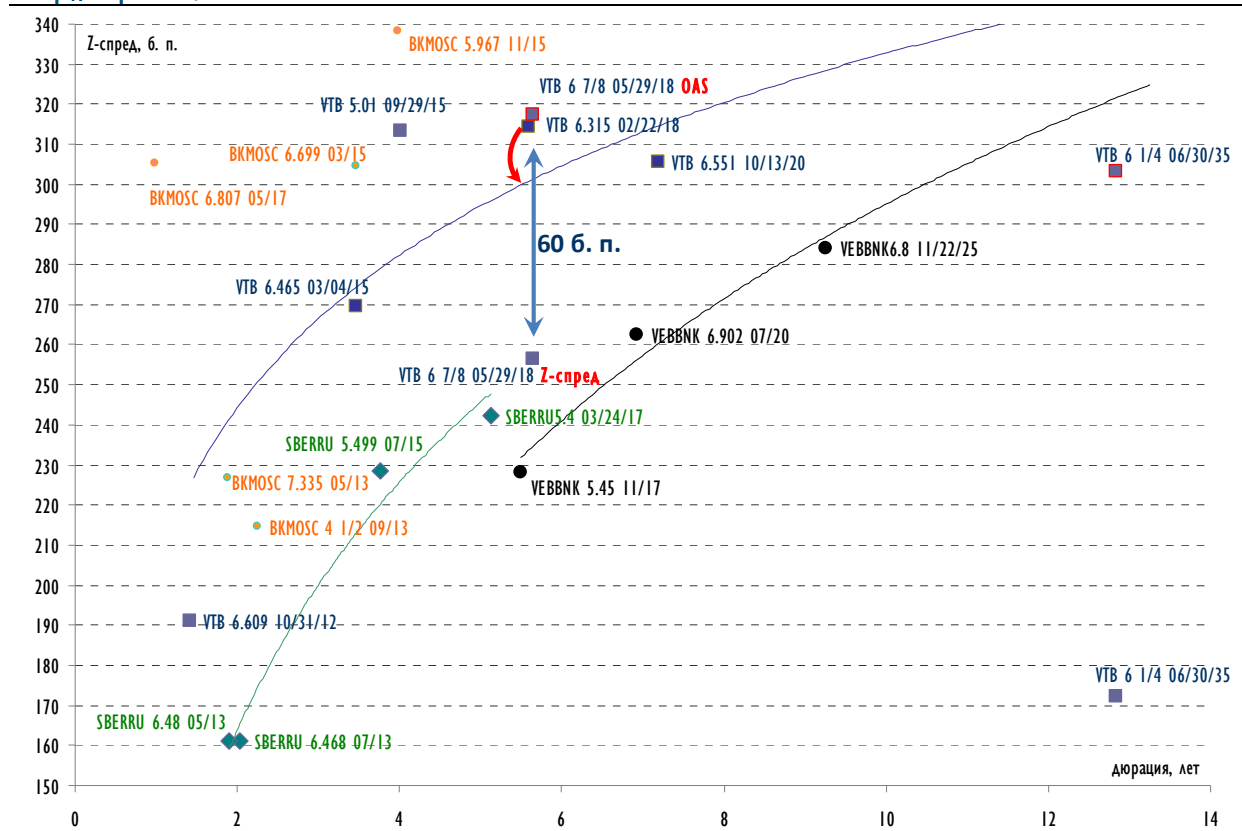
Между тем, CDS-спреды на риск Греции, Ирландии, Португалии и Испании вчера продолжили расширяться.

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

**Оба выпуска VTB18 недооценены примерно на 15 б. п. по доходности**

Старый выпуск VTB18 с путом в 2013-м году и новый выпуск VTB18 без пута в последнее время торгуются довольно справедливо относительно друг друга. Об этом говорит тот факт, что Z-spread по выпуску без пута примерно равен Option-Adjusted Spread (OAS) по выпуску с путом. Таким образом, стоимость пута рынок сейчас оценивает примерно в 60 б. п. по доходности.

Тем не менее, оба этих бонда кажутся нам несколько недооцененными относительно соседних «нормальных» выпусков ВТБ с погашением в 2015-м (купон 6,465%) и 2020-м годах. Для того, чтобы эти выпуски смотрелись нормально на кривой, Z-спред по выпуску VTB18 без пута и OAS по выпуску с путом, на наш взгляд, не должны превышать 300 б. п., что подразумевает потенциал их сокращения в районе 15 б. п. В то же время выпуск VTB35 смотрится дорогим, даже если смотреть на OAS.

Z-спреды еврооблигаций госбанков

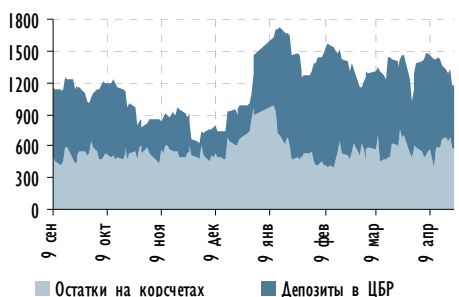
Источник: Bloomberg, Газпромбанк

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



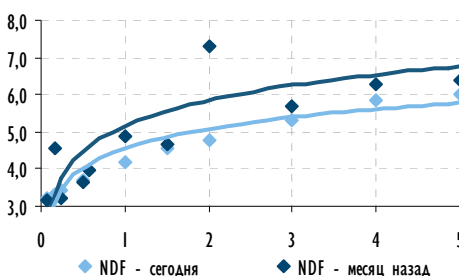
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Банки проявили разумную осторожность

Вчерашний аукцион по продаже ОБР-18, как мы и полагали, не привлек большого спроса со стороны банков: объем размещения по номиналу составил 8,5% от предложенного «пакета» в 25 млрд руб. Подобный результат, на наш взгляд, свидетельствует об осторожности банков в преддверии налоговых выплат, запланированных на начало следующей недели: серьезным испытанием для банковской системы может стать перечисление акцизов и НДС/ПИ в бюджет.

Отметим, что потенциальным источником пополнения баланса ликвидных активов остается политика ЦБ на валютном рынке. В четверг укрепление рубля к основным валютам продолжилось (доллар закрепился ниже отметки в 28 руб., евро снизился на 4,24 коп.), в результате чего стоимость бивалютной корзины опустилась на 10 коп. – до 33,7 руб., что повышает вероятность внеплановых покупок валюты со стороны ЦБ.

Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ вчера практически не изменилась и составила 1,18 трлн руб. Однако при этом стоимость заимствования на рынке МБК остается низкой: ставки о/п для банков первого круга вчера колебались в диапазоне 2,5–2,8%, а сегодня банки хоть и выставляют котировки на уровне 2,7–3,15%, мы полагаем, что сделки в основном будут проходить по ставкам ближе к нижней границе коридора. Ставки однодневного РЕПО на ММВБ находятся на уровне 3,0–3,4% (в зависимости от типа базового актива), однако объемы сделок в целом находятся ниже среднемесячных значений.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Черкизово
S&P/Moody's/Fitch – / B2 / –

Черкизово объявляет о начале реализации крупномасштабного агропроекта стоимостью 19,5 млрд руб.; риски для держателей облигаций БО-3 минимальны

Новость: Вчера группа «Черкизово» объявила о начале реализации проекта по строительству комплекса по производству и переработке мяса птицы в г. Елец Липецкой области. Как сообщается в пресс-релизе компании, производство начнется в 2013 г., а на полную мощность проект выйдет в конце 2015 г. Предполагается, что реализация данного проекта позволит группе к 2015 г. нарастить объемы производства птицы в живом весе до 500 тыс. т, а также увеличить объемы производства инкубационного яйца до 315 млн т, что позволит Черкизово достичь полной самообеспеченности.

Общая стоимость инвестиций в проект должна составить порядка 19,5 млрд руб. (включая НДС). 80% данной суммы придется на долю длинных заемных ресурсов (10-летний кредит), 20% будут профинансированы за счет собственных средств.

Комментарий. Со стороны новости о привлечении 15,6 млрд руб. кредитных ресурсов могут показатьсястораживающими для инвесторов в долговые бумаги компании с годовой выручкой в 36,1 млрд руб. (US GAAP, 2010 год) и чистым долгом 17,7 млрд руб., что соответствует 2,7х EBITDA. Вместе с тем мы видим сразу несколько факторов, в силу которых реализация данного проекта группой «Черкизово» не несет существенных рисков для держателей ее облигаций серии БО-3.

- ▶ **Длинный срок:** кредитные ресурсы предоставлены на 10 лет, следовательно, выплаты по телу долга будут осуществляться существенно позднее погашения облигаций БО-3 (ноябрь 2013 г.).
- ▶ **Субсидирование процентов:** согласно вчерашним заявлениям руководства (см. Ведомости), эффективная процентная ставка по данным кредитным ресурсам с учетом субсидий составит менее 1,0%

годовых, что означает минимальный отток ликвидности из компании на покрытие чистых процентных расходов.

- ▶ **Рост долговой нагрузки обещает быть умеренным:** насколько мы понимаем, выборка ресурсов будет осуществляться не одновременно, а по мере возникновения инвестиционных потребностей, что автоматически снизит вероятность резкого одновременного роста объема задолженности группы. Как сообщают Ведомости, по ожиданиям руководства Черкизово даже на пике реализации проекта соотношение «Долг/EBITDA» не превысит отметку 4,0х.

Таким образом, на протяжении ближайших 2,5 лет – периода обращения облигаций БО-3 – держатели бумаг будут наблюдать рост долговой нагрузки на компанию, однако он не будет сопровождаться существенным оттоком денежных средств. Вместе с тем нельзя исключать негативную реакцию агентства Moody's, которое, присваивая группе кредитный рейтинг в мае прошлого года (сейчас – «В2/стабильный»), предупреждало, что рейтинг может оказаться под давлением, если показатели долговой нагрузки устремятся к отметке в 4,0х.

На нынешних уровнях мы по-прежнему нейтрально относимся к бумагам Черкизово БО-3 (УТМ 8,10% @ ноябрь 2013 г.), предлагающим премию порядка 150 б. п. к облигациям компаний 1-го эшелона (ФСК, РЖД) сопоставимой дюрации.

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

Аэрофлот представил операционные результаты за 1К11

Аэрофлот
S&P/Moody's/Fitch – / – / BB+

Новость: Вчера крупнейший российский авиаперевозчик Аэрофлот представил операционные результаты деятельности за 1К11. В отчетном периоде пассажирооборот компании (с учетом дочек) увеличился на 18,4% (к уровню 1К10) до 9,2 млрд пассажирокилометров к уров. Количество перевезенных пассажиров в отчетном периоде выросло на 16,6% (к уровню 1К10) до 3,2 млн. чел. Процент занятости кресел составил 73,3% против 72,6% в 1К10.

Комментарий: К сожалению, представленные результаты невозможно сравнить со среднеотраслевой динамикой, т.к. традиционно операционные данные по всей отрасли Росавиация представит в конце месяца. Опираясь на статистику января-февраля, можно предположить, что показатели Аэрофлота будут несколько лучше, чем в целом по рынку, и примерно соответствовать динамике крупнейших конкурентов. На рынок продолжают оказывать позитивное влияние растущие доходы населения (а следовательно, и растущий спрос на туристические услуги), отсутствие альтернативы воздушному транспорту для перевозок между отдельными регионами страны и поддержка отрасли со стороны государства (субсидирование дальневосточных маршрутов). Существенное влияние на операционные показатели Аэрофлота оказал и запуск терминала D в декабре 2009 г., что позволило компании улучшить стыковку внутренних и зарубежных рейсов на базе одного терминала и нарастить поток транзитных пассажиров. Косвенно данный фактор подтверждается статистикой: Шереметьево показал самый большой рост пассажиропотока среди аэропортов Москвы как в 2010 г., так и за первый квартал 2011 г.

Несмотря на достаточно сильные операционные результаты Аэрофлота и усиление позиций компании на внутренних и международных направлениях, мы оцениваем их как нейтральные для низколиквидных выпусков Аэрофлота БО-1 и БО-2 (УТМ около 6,80%), которые в последнее время несколько сократили спред к кривой доходности РЖД (BBB/Baa1/BBB) и котируются с очень небольшой премией (30–40 б. п.), что не отражает разницу в кредитном качестве эмитентов. На наш взгляд, инвесторов на текущем этапе значительно больше беспокоят высокие цены на нефть, что, в свою очередь, давит на рентабельность всех без исключения авиакомпаний, а также неопределенность относительно деконсолидации.

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

Алексей Астапов
Alexey.Astapov@gazprombank.ru
+7 (495) 428 49 33



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
22.04.2011	Заккрытие книги ГСС БО-2 и ГСС БО-3	6 000
	Оферта Объединенные кондитеры-Финанс, 2	3 000
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
25.04.2011	Оферта Газпром нефть, 4	10 000
	Оферта Мой Банк, 5	5 000
	Оферта Моссельпром Финанс, 2	1 500
	Уплата акцизов, НДСПИ	
26.04.2011	Погашение Глобэкс-Финанс, 1	4 000
	Оферта Промтрактор-Финанс, 3	5 000
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
27.04.2011	Погашение Внешэкономбанк, 2	56 140
	Аукцион ОФЗ-26204	20 000
28.04.2011	Оферта ЧТПЗ, 3	8 000
	Уплата налога на прибыль	
29.04.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
	Оферта Каспийская Энергия Финанс, 1	1 000
	Оферта Первобанк, БО-1	1 500
	Оферта Разгуляй-Финанс, 5	2 000
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	18 300
02.05.2011	Погашение Банк Союз, 3	2 000
03.05.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
	Погашение Банк НФК, 3	2 000
04.05.2011	Аукцион 5-летних ОФЗ	40 000
	Погашение ОФЗ-25062	45 000
	Возврат ЦБР 3-месячных ломбардных кредитов	
05.05.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
	Оферта МКБ, 5	2 000
06.05.2011	Оферта БИНБАНК, 2	1 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
27.04.2011	ТНК-ВР: финансовые результаты по US GAAP	1К11
28.04.2011	АФК Система: финансовые результаты по US GAAP	4К10 и 2010 г.
29.04.2011	Газпром: финансовые результаты по МСФО	4К10 и 2010 г.
29.04.2011	Татнефть: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель	ВТБ: финансовые результаты по МСФО	4К10 и 2010 г.
апрель	МДМ Банк: финансовые результаты по МСФО	4К10 и 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

Александр Назаров

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

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 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

Трейддинг

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. 2 14 55

Трейддинг

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 торговлей 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 Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейддинг

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.