

# Ежедневный обзор долговых рынков от 25 апреля 2011 г.

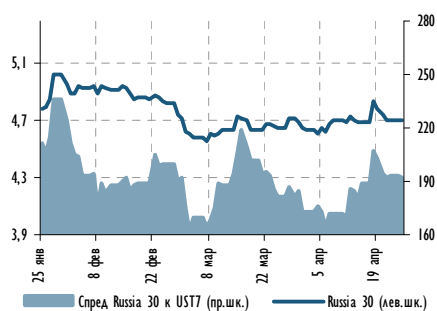


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %		
		▲	▼	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,456	▲	0,1%	8,8%
USD/RUB	28,01	▲	0,2%	-8,3%
Корзина валют/RUB	33,76	▲	0,1%	-4,0%
<b>Денежный рынок</b>				
Корсчета, млрд руб.	563,1	▼	-16,7	-325,2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	614,3	▲	20,2	44,7
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
<b>Долговой рынок</b>				
UST-2	0,66	▼	0,0	0,1
UST-10	3,39	▼	0,0	0,1
Russia 30	4,71	■	0,0	-0,1
Russia 5Y CDS	130	▲	0,1	-15,3
EMBI+	265	■	0	17
EMBI+ Russia	178	■	0	-21
<b>Товарный рынок</b>				
Urals, долл./барр.	120,30	▲	0,2%	30,7%
Золото, долл./унц.	1506,9	▲	0,0%	6,1%
<b>Фондовый рынок</b>				
PTS	2 049	▲	0,4%	15,7%
Dow Jones	12 506	■	0,0%	8,0%
Nikkei	9 671	▼	-0,1%	-5,5%

Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций MMBF



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Рынок российских еврооблигаций.** В пятницу рынки США и Европы были закрыты по случаю празднования Пасхи, соответственно ничего интересного на рынке внешнего долга не происходило.
- ▶ Сегодня рынки США будут открыты, однако Европа все еще празднует, поэтому активность торгов на рынке внешнего долга останется невысокой.
- ▶ Тем не менее праздники отнюдь не означают, что на глобальных рынках нет никаких интересных тем... (см. далее).
- ▶ **Рублевый долговой рынок.** Не слишком активен был и рынок локального долга, однако торги в целом проходили в позитивном ключе.
- ▶ Наши ожидания относительно этой недели довольно нейтральны. Можно было бы ожидать роста котировок рублевого долга с учетом оптимистичной внешней конъюнктуры, однако запас ликвидности на корсчетах и депозитах не очень велик, поэтому есть некоторые шансы, что в апреле банки могут несколько «не вписаться» в налоговый период, что ограничит спрос на облигации. Тем не менее в начале мае «межбанк», вероятно, нормализуется (см. Денежный рынок).
- ▶ На рынке FOREX и офшорных ставок – без перемен. Корзина остается в районе 33,70–33,80%. Ставка по годовому NDF 4,15–4,20%, по пятилетнему – чуть ниже 6%.

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Консенсус по рынку Treasuries остается умеренно «медвежьим»
- ▶ Инвесторы боятся, но покупают

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Банки проявили разумную осторожность

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **НОВАТЭК (BVB-/Ваа3/BVB-)** может получить льготы по НДС, что может позволить сэкономить порядка 13 млрд руб.
- ▶ **Башнефть (NR)** опубликовала часть финансовых показателей по МСФО за 2010 г.



### Консенсус по рынку Treasuries остается умеренно «медвежим»

Мы уже отмечали ранее, что консенсус рынка относительно дальнейшего движения долгосрочных долларовых ставок далее в этом году в последнее время стал меняться.

Практически весь первый квартал инвесторы были крайне негативно настроены по отношению американскому госдолгу, и наиболее активной в этом плане была компания PIMCO, которая не только объявила о том, что избавилась от всех Treasuries в своих основных фондах, но и встала в «шорт». В среднем же рынок ждал ставку UST10 на конец года на уровне выше 4,0%. В качестве основных аргументов приводились окончание QE, выпадающий спрос на Treasuries, сильный экономический рост и грядущее ужесточение денежно-кредитной политики.

В последнее время рынок переоценил многие из этих факторов. Во-первых, теперь инвесторы склоняются, к тому что прекращение «flow» покупок ФРС не вызовет рост ставок по долгосрочным Treasuries. Рынок признал статистические свидетельства того, что для уровня ставок важнее общий объем (stock) Treasuries на балансе ФРС, а не то, сколько ФРС покупает UST в месяц. Во-вторых, ожидания по экономическому росту уже не столь оптимистичны, чтобы ожидать повышения ставок в этом году. В третьих, американская бюджетная эпопея заставляет инвесторов полагать, что в ближайшее время американский бюджет будет играть рестриктивную роль для экономики, а следовательно, ФРС придется поддерживать длинные ставки ниже.

Тем не менее, даже несмотря на такую перемену в настроениях, нынешний консенсус по рынку Treasuries все еще остается «медвежим». Так, сегодня Bloomberg приводит ожидания первичных дилеров, согласно которым консенсус по ставке UST10 на 30 июня составляет 3,56%, а на конец года – 3,87%. Сегодня с утра фьючерс на UST10 показывал доходность около 3,40%, таким образом, преимущественно, рынок по-прежнему ждет роста ставок, пусть и не столь существенного.

На наш взгляд, такое положение дел открывает потенциал для дальнейшего падения доходности Treasuries в краткосрочной перспективе по мере перехода консенсуса в более нейтральное состояние. При этом мы по-прежнему не верим ни в то, что американская экономика способна показывать устойчивый рост в отсутствие стимулов, ни в то, что ФРС в ближайшее время сможет приступить к ужесточению.

На этой неделе состоится заседание ФРС, и мы ожидаем сигналов о том, что QE-2 будет завершено в плановых объемах в плановый срок (конец июня). Конечно, остается некоторый шанс, что ежемесячные объемы скупки будут несколько сокращены при неизменных сроках действия программы. Однако теперь, когда экономисты уверены, что «stock» важнее, чем «flow», шансы на подобный исход серьезно упали.

### Инвесторы боятся, но покупают

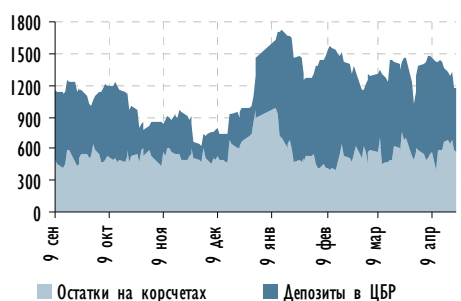
В Bloomberg сегодня можно найти интересную статью о том, что, несмотря на рост фондовых индексов, инвесторы агрессивно покупают «путы» на S&P500. В результате разница между вмененной волатильностью опционов «пут» и «колл» достигла уровня 1,86 раза. Это говорит о том, что инвесторы осознают необоснованность нынешнего роста цен с точки зрения имеющегося информационного фона и стараются застраховаться от рисков. Однако при всем при этом они продолжают покупать рискованные активы, не желая упускать возможности заработать, которые дает нынешнее rally.

Рынок вступил в классическую ситуацию «иррациональности», когда мощный тренд начинает подавлять рациональные ожидания. Тем не менее росту это не помеха. Как свидетельствуют данные того же Bloomberg, за последние 5 лет вмененная волатильность по «путам» более чем в 1,86 раза превышала волатильность по «коллам» в 17 эпизодах. При этом в 15 случаев из этих 17 рост индекса S&P500 после этого продолжался в течение последующих месяцев.

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

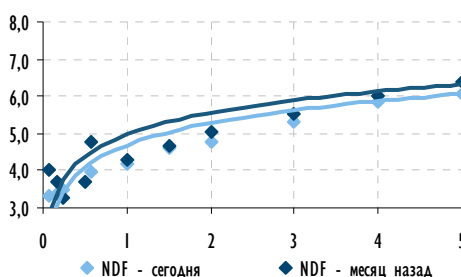
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Банки проявили разумную осторожность

Стоимость заимствования на рынке МБК в течение прошедшей недели находилась в диапазоне 2,25–3,35% (ставки по кредитам о/п для банков первого круга), несмотря на значительный отток ликвидности в связи с периодом налоговых выплат. В то же время банки проявили разумную осторожность в отношении средне- и долгосрочных вложений (на что указывал сравнительно невысокий спрос на ОБР и ОФЗ), однако отказались от возможности привлечь бюджетные средства, предложенные Минфином. За неделю сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ сократилась на 174 млрд руб. и составила на утро понедельника 1,16 трлн руб.

На предстоящей неделе баланс денежных потоков будет смещен в сторону абсорбирования ликвидности. Сегодня банки должны перечислить в бюджет платежи по акцизам и НДС, а в среду период налоговых выплат завершится перечислением в бюджет налога на прибыль. Отметим также, что в пятницу банкам предстоит вернуть ВЭБу 18,3 млрд руб. пенсионных средств, которые ранее были размещены на депозитах.

Минфин во вторник проведет депозитный аукцион на сумму 30 млрд руб., который в текущих условиях вполне может привлечь спрос со стороны банков. Помимо этого остаются лишь внешние источники пополнения ликвидности, а именно валютные интервенции ЦБ и бюджетные расходы. Однако последний фактор вряд ли сможет в одиночку перекрыть отток ликвидности, поскольку бюджет может быть сведен с профицитом на фоне высоких цен на нефть. В результате мы не исключаем вероятности роста ставок сегодня, и их последующего сохранения на высоком уровне до начала мая. Сегодня банки выставляют котировки на уровне 2,90–3,25% (по кредитам о/п для банков первого круга).

В пятницу состоится Совет директоров ЦБ, на котором будет обсуждаться вопрос об уровне ключевых ставок и дальнейшем направлении ДКП. Мы будем внимательно следить за итогами аукционов ОФЗ (20 млрд руб.) и ОБР (10 млрд руб.), однако даже в случае невысокого спроса сделать вывод об ожиданиях участников рынка в отношении ставок будет непросто, поскольку инвестиционная политика банков может быть ограничена сокращением баланса ликвидности.

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

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

**НОВАТЭК**  
S&P/Moody's/Fitch BBB- / Ваа3 / BBB-

**НОВАТЭК может получить льготы по НДС, что может позволить сэкономить порядка 13 млрд руб.**

**Новость:** Ведомости сообщают, что министерство финансов вместе с резким увеличением темпов роста НДС на газ планирует ввести дифференцированную шкалу налога. В частности, льготную ставку НДС предлагается ввести на газ, добываемый на газоконденсатных месторождениях.

**Комментарий:** Основным бенефициаром этой льготы может быть НОВАТЭК. Дело в том, что основное добывающее месторождение компании – Юрхаровское – газоконденсатное. В 2010 г. НОВАТЭК добыл на Юрхаровском месторождении 66% от своей общей добычи – 24,4 из 37 млрд куб. м. По нашим расчетам, в 2011 г. доля добычи на Юрхаровском месторождении может превысить 70% от общей добычи компании.

Хотя конкретных льгот раскрыто не было, по нашим расчетам, при условии ранее запланированного повышения НДС на «жирный» газ против предлагаемого 60% роста на «сухой» газ, НОВАТЭК может сэкономить 13 млрд руб. НДС уже в 2012 г. Это составит 7% от расчетной EBITDA за 2012 г.



Мы отмечаем, что предложение только обсуждается, и вполне возможно, что государство не станет резко поднимать НДС на газ, что сделает обсуждение предлагаемой дифференциации также бессмысленным. Тем не менее мы отмечаем, что данные новости могут оказать положительное влияние на информационный фон вокруг долговых облигаций НОВАТЭКа.

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

Александр Назаров  
Alexander.Nazarov@gazprombank.ru  
+7 495 983 18 00 доб. 21476

Башнефть  
S&P/Moody's/Fitch – / – / –

### Башнефть (NR) опубликовала часть финансовых показателей по МСФО за 2010 г.

**Новость:** В пятницу впервые в своей истории Башнефть опубликовала аудированные годовые консолидированные финансовые показатели и провела встречу с аналитиками. Полная отчетность с комментариями и анализ результатов деятельности компании руководством ожидаются на этой неделе.

За 2010 г. выручка Башнефти составила 13,3 млрд долл. (+96,9% г/г), EBITDA достигла 2,6 млрд долл. (+105,4%). Операционный денежный поток вырос всего на 12% до 1,4 млрд долл. Свободный денежный поток сократился почти в два раза до 304 млн долл.

Долг компании в течение 2010 г. вырос в 2,25 раза до 3,9 млрд долл., чистый долг вырос до 2,3 млрд долл. (+517%). Краткосрочный долг составил 795 млн долл. Остаток денежных средств и эквивалентов в течение года увеличился на 18,7% до 1,6 млрд долл.

**Комментарий:** Финансовые показатели компании оказались несколько ниже ожиданий рынка. Обратим внимание, что показатель EBITDA скорректирован на единовременный доход от переоценки 38,46% Белкамнефти, составившей около 416 млн долл.

Показатели долговой нагрузки компании несколько ухудшились на фоне роста инвестиционной программы и M&A активности. В частности соотношение Чистый долг/EBITDA составило 0,89х, по сравнению с 0,30 годом ранее.

#### Основные финансовые показатели ОАО «Башнефть», млн долл

	2009	2010	г/г
Выручка	6 775	13 341	+96,9%
EBITDA	1 249	2 565	+105,4%
Рентабельность по EBITDA	18,4%	22,3%	+3,9 п.п.
Операционный денежный поток	1 249	1 400	+12,1%
Капитальные вложения	589	1 096	+86,1%
Свободный денежный поток	660	304	-53,9%
Всего активов	Н.д.	Н.д.	–
Собственный капитал	Н.д.	Н.д.	–
Совокупный долг, в том числе	1 739	3 913	+125,0%
Доля краткосрочного долга	3,6%	20,3%	–
Денежные средства и эквиваленты	1 368	1 624	+18,7%
<b>Показатели долговой нагрузки</b>			
Долг/Собственный капитал, х	–	–	–
EBITDA/Процентные расходы, х	46,3	7,2	–
Чистый долг/EBITDA, х	0,30	0,89	–

Источник: компания, оценки Газпромбанка

В целом мы нейтрально оцениваем результаты для котировок рублевых облигаций, торгуемых с доходностью в районе 7,00 к оферте в декабре 2012 г., которые можно расценивать как хороший защитный инструмент.

К факторам, которые смогут оказать влияние на кредитный профиль компании в ближайшее время, мы хотели бы отнести продолжение роста добычи нефти, новые приобретения, подготовка к освоению месторождений им. Требса и Титова и возможность продажи 25%+1 акции компании индийской ONGC.

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



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
25.04.2011	Оферта <b>Газпром нефть, 4</b>	10 000
	Оферта <b>Мой Банк, 5</b>	5 000
	Оферта <b>Моссельпром Финанс, 2</b>	1 500
	Уплата акцизов, НДС	
26.04.2011	Погашение <b>Глобэкс-Финанс, 1</b>	4 000
	Оферта <b>Промтрактор-Финанс, 3</b>	5 000
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
27.04.2011	Погашение <b>Внешэкономбанк, 2</b>	56 140
	Аукцион <b>ОФЗ-26204</b>	20 000
28.04.2011	Оферта <b>ЧТПЗ, 3</b>	8 000
	Уплата налога на прибыль	
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
29.04.2011	Оферта <b>Каспийская Энергия Финанс, 1</b>	1 000
	Оферта <b>Первобанк, БО-1</b>	1 500
	Оферта <b>Разгуляй-Финанс, 5</b>	2 000
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	18 300
02.05.2011	Погашение <b>Банк Союз, 3</b>	2 000
03.05.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
	Погашение <b>Банк НФК, 3</b>	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 <b>МКБ, 5</b>	2 000
06.05.2011	Оферта <b>БИНБАНК, 2</b>	1 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Календарь основных корпоративных событий

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

#### 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. 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 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

#### 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.