

Ежедневный обзор долговых рынков от 4 мая 2011 г.

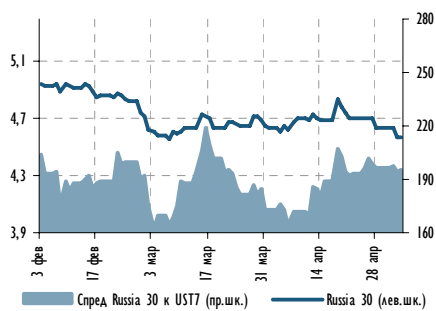


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,483	▼ 0,0%	10,8%	
USD/RUB	27,30	▲ 0,1%	-10,6%	
Корзина валют/RUB	33,29	▼ 0,0%	-5,3%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	615,2	▲ 101,7	-273,1	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	264,2	▼ -86,8	-305,3	
MOSPRIME o/n	4,6	▲ 0,1	2,9	
3M-MOSPRIME	4,1	▲ 0,2	0,0	
3M-LIBOR	0,27	▼ 0,0	0,0	
Долговой рынок				
UST-2	0,61	■ 0,0	0,0	
UST-10	3,25	▼ 0,0	0,0	
Russia 30	4,58	▼ -0,1	-0,2	
Russia 5Y CDS	128	▼ -1,2	-18,1	
EMBI+	276	▲ 3	28	
EMBI+ Russia	186	▲ 1	-13	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	118,35	▼ -1,9%	28,6%	
Золото, долл./унц.	1536,0	▼ -0,6%	8,1%	
Фондовый рынок				
PTC	1 977	▼ -2,8%	11,7%	
Dow Jones	12 808	▲ 0,0%	10,6%	
Nikkei	-	-	-	

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.** Во вторник рынок российских евробондов смотрелся прямо как островок благополучия на фоне динамики других российских активов, особенно, рынка акций. С учетом того, как складывалась ситуация на глобальных рынках, это даже удивляет.

► Котировки «Тридцатки» выросли примерно на 1/4 п. п. и закрепились выше отметки 117% от номинала. Доминировали покупки и в негосударственных бумагах.

► Продолжается пересмотр рыночного консенсуса относительно будущей динамики рынка Treasuries. Все меньше игроков верит в рост ставок. Мы полагаем, что на этом фоне сохраняется потенциал дальнейшего снижения доходности UST 10, от которого в наибольшей степени выиграет выпуск Russia30. Корпоративные евробонды, на наш взгляд, покажут отстающую динамику (см. Темы глобального рынка).

► **Рублевый долговой рынок** был крайне низколиквиден, что неудивительно для периода праздничного межсезонья. Кроме того, инвесторы не спешат предпринимать активные действия пока не разрешится ситуация с банковской ликвидностью. Пока дефицит считают временным, поэтому активных продаж нет, наблюдается только неагрессивное сползание котировок, однако, покупать на всякий случай тоже никто не спешит. Сегодня этот фактор может сыграть против аукциона по размещению ОФЗ 25077.

► Как и следовало ожидать, офшорные ставки проявили свою традиционную большую чувствительность ко всяческому негативу. Временная доходность по годовому NDF вчера достигала уровня 4,50% (+30 б. п.). Ставка по пятилетнему контракту – отметки 6,30% (+30 б. п.). На этом фоне спреды рублевых бумаг к CCS/NDF резко сузились, а разница между кредитными спредами на рынке локального долга и еврооблигаций вновь начала расти. Сейчас, по нашим оценкам, в среднем локальные кредитные спреды по бондам первого-второго эшелона на 60–70 б. п. уже, чем аналогичные спреды по евробондам.

► Курс рубля держится у локальных максимумов против корзины (ниже 33,30 RUB/Bkt) на фоне дефицита ликвидности и из-за неожиданного повышения ставок ЦБ. На наш взгляд, возможно его дальнейшее укрепление, если не будет серьезного внешнего негатива.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Рынки теряют оптимизм, начинают замечать негатив
- «Медвежий» консенсус по рынку Treasuries рушится, «Тридцатка» в выигрыше

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Ситуация на рынке МБК немного стабилизировалась

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ФСК ЕЭС (BBB/Baa2/-) отчиталась по МСФО за 2010 г.

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Размещение ОФЗ 25077 на 40 млрд руб.



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Рынки теряют оптимизм, начинают замечать негатив

Складывается впечатление, что тот позитивный заряд энергии, который толкал вверх котировки рискованных активов все последнее время, начинает истощаться. Инвесторы все чаще замечают негативные новости, приходящие как из Европы, так и из США и из Азии. В результате основные фондовые индексы развитых стран завершили прошедшие сутки снижением в пределах 0,3–0,8%, индикаторы развивающихся рынков в среднем потеряли 1–2%. Начали корректироваться товарные рынки, в том числе цены на нефть. В частности, баррель WTI подешевел чуть более чем на доллар до 110,8 дол.

Несмотря на то что CDS-спреды на риск проблемных европейских стран в последние дни сохраняют стабильность, неразрешенный европейский долговой кризис вновь попал в поле зрения инвесторов. Большинство экономистов по-прежнему не верят, что Греции удастся избежать реструктуризации долга. Между тем, вчера стало известно, что Португалия договорилась о трехлетнем антикризисном пакете от ЕС и МВФ объемом 78 млрд евро.

Другим фактором беспокойства стал Китай. Инвесторы опасаются, что Народный Банк Китая продолжит ужесточение денежно-кредитной политики. Как сообщает Bloomberg, НБК в ежеквартальном обзоре монетарной политики отметил растущее давление со стороны импортируемой инфляции и указал, что у повышения нормы отчисления в обязательные резервы, которая и так уже превышает 20%, нет абсолютного потолка.

Третьим фактором беспокойства стала американская экономика. По информации того же Bloomberg, индекс экономических «сюрпризов» Citigroup упал до минус 6,7 пунктов – минимум с декабря прошлого года. Таким образом, экономическая статистика в последнее время существенно недотягивает до радужных ожиданий, что заставляет инвесторов переосмысливать свои прогнозы и по американской экономике.

Тем не менее, несмотря на все факторы риска, пока непохоже, что рынки готовы к немедленному обвалу.

«Медвежий» консенсус по рынку Treasuries рухнет, «Тридцатка» в выигрыше

От всех указанных выше факторов продолжают выигрывать долгосрочные Treasuries. В частности, ставка UST10 вчера опустилась до минимального с середины марта уровня – 3,25%. На этом фоне, все больше инвестиционных домов отказываются от «медвежьих» прогнозов по рынку Treasuries. В частности, Bloomberg сообщает о том, что от негативных прогнозов по Treasuries отказались Morgan Stanley, Goldman Sachs и Citigroup. При этом, насколько мы понимаем, многие участники рынка Treasuries по-прежнему занимают короткие позиции, что оставляет потенциал для дальнейшего снижения ставок.

Мы полагаем, что от возможного дальнейшего падения доходности UST10 наиболее всего из российских евробондов выиграет выпуск Russia30 и суверенная кривая в целом. С учетом устойчивости нынешнего аппетита к риску, не похоже, что падение доходности UST будет проходить на фоне снижения котировок Emerging Debt.

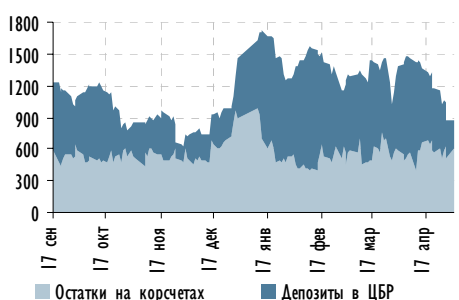
В то же время, с учетом того, насколько сейчас перекуплен рынок корпоративных евробондов, мы не думаем, что негосударственные еврооблигации смогут продемонстрировать рост, сопоставимый с динамикой суверенных бумаг. Более вероятным сценарием нам кажется расширение спредов между корпоративными и банковскими бондами и суверенной кривой.

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



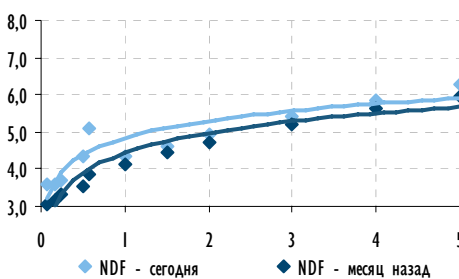
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Ситуация на рынке МБК немного стабилизировалась

Первый рабочий день на текущей неделе был ознаменован долгожданным пополнением ликвидности на балансах у банков. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ во вторник возросла на 104 млрд руб., поднявшись до отметки 983,6 млрд руб. Хотя ситуация начала постепенно улучшаться, напряженность сохраняется, о чем свидетельствует уровень ставок на рынке МБК. Стоимость заимствования о/п для банков первого круга вчера колебалась в диапазоне 3,3–4,3%, а сегодня утром участники рынка выставляют котировки на уровне 3,75–4,75%.

Отметим, однако, что вчерашний аукцион по размещению временно свободных средств федерального бюджета на банковские депозиты был признан несостоявшимся по причине отсутствия заявок со стороны кредитных организаций, несмотря на довольно привлекательные условия (4,25% годовых на срок 21 неделя). Это, на наш взгляд, указывает на то, что банки ждут пополнения ликвидности извне (не исключено, что за счет валютных интервенций ЦБ).

Сегодня будет погашен выпуск ОФЗ25062 на сумму 45 млрд руб., что станет одним из источников пополнения ликвидности банковской системы. В то же время спрос на новый выпуск (сегодня Минфин предложит банкам ОФЗ25077 на сумму 40 млрд руб.), несмотря на высвобождение средств от предыдущего выпуска, может оказаться сдержанным. Во-первых, определенные ограничения накладывает отсутствие избытка свободных средств, а во-вторых, Минфин опять не предлагает премии (ориентиры УТМ 7,30–7,40%) и инвесторы могут счесть риски участия в аукционе в условиях неопределенности относительно дальнейшего направления политики ЦБ по ставкам слишком высокими.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

ФСК ЭЭС
S&P/Moody's/Fitch BBB / Baa2 / –

ФСК ЭЭС отчиталась по МСФО за 2010 г.

Комментарий: Консолидированная выручка компании в 2010 г. составила 113,3 млрд руб. (+29,4%), в том числе выручка от передачи электроэнергии выросла на 36,3% до 109,4 млрд руб. В результате доля последней в общей выручке выросла до 96,5% с 91,6% годом ранее. В целом показатели оказались выше прогнозных значений.

Показатель EBITDA, по нашим оценкам, увеличился на 56,1% до 59,7 млрд руб. Среди основных факторов роста переход компании на RAB-регулирование, сдержанный рост операционных издержек, а также увеличение амортизационных отчислений (+75%) за счет ввода новых мощностей и переоценки стоимости основных средств. В результате рентабельность по EBITDA достигла своего рекордного значения за последние пять лет и составила, по нашим оценкам, 52,7%.

В 2010 г. операционный денежный поток увеличился на 73% до 52,7 млрд руб. Из-за крупномасштабной инвестиционной программы свободный денежный поток традиционно был отрицательным и составил 89 млрд руб. Рост капитальных вложений по итогам 2010 г. оценивается на уровне 55,9% к 2009 г. до 141,8 млрд руб.

Кроме операционного денежного потока для финансирования инвестиционной программы компания использовала заемные средства, которые выросли за год более чем в 4 раза до 57,3 млрд руб., а также остатки денежных средств и эквивалентов (за год сократились более чем в два раза до 18 млрд руб.).

На конец 2010 г. мы оценивали чистый финансовый долг на уровне 39,2 млрд руб. (год назад значение чистого долга было отрицательным), а соотношение «Чистый долг/EBITDA» на уровне 0,66х.

реализации инвестиционной программы. На 2011 г. инвестиционная программа запланирована на уровне 190 млрд руб. (с НДС). Для финансирования инвестиций компания намерена привлечь по меньшей мере 94,2 млрд руб. (до снижения темпов роста тарифов на 2011 г.), что приведет к дальнейшему увеличению показателя «Долг/ЕБИТДА», который на конец года может составить порядка 1,8–2,0х.

В конце апреля правление компании рассмотрело вопрос привлечения заемного финансирования на 2011–2014 гг. Кроме ставших традиционными инструментами заимствования (банковские кредиты и рублевые облигационные займы), компания не исключает выхода на зарубежные рынки заемного капитала.

Основные финансовые показатели ОАО «ФСК ЕЭС», МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	2010	г/г
Выручка	61 087	69 251	87 580	113 330	29,4%
ЕБИТДА	26 679	27 690	38 261	59 741	56,1%
Рентабельность по ЕБИТДА, %	43,7%	40,0%	43,7%	52,7%	+ 9 п. п.
Операционный денежный поток	20 612	17 043	30 333	52 724	73,8%
Капитальные вложения	72 166	117 695	90 934	141 800	55,9%
Свободный денежный поток	-51 554	-100 652	-60 601	-89 076	47,0%
Всего активов	424 925	695 759	977 146	1 071 648	9,7%
Собственный капитал	282 926	590 477	800 525	874 104	9,2%
Совокупный долг	36 035	36 462	16 984	61 703	263,3%
Финансовый долг, в том числе	33 427	33 529	13 545	57 385	323,7%
доля краткосрочного долга, %	100%	48%	56%	13%	-43 п. п.
Денежные средства и эквиваленты	18 625	18 071	43 886	18 179	-58,6%
Показатели					
Долг/Собственный капитал, х	0,13	0,06	0,02	0,07	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	7,70	9,97	33,83	157,21	
Чистый финансовый долг/ЕБИТДА, х	0,55	0,56	-0,79	0,66	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

В свете ранее опубликованной отчетности по РСБУ, показатели не стали для участников рынка большой новостью. В целом консолидированные данные нейтральны для облигаций ФСК. Из обращающихся выпусков электроэнергетики мы обращаем внимание на рублевые еврооблигации RUSHYDR 15 (YTM8,01%), которые торгуются с премией в 30–35 б. п. к кривой доходности ФСК. На наш взгляд, эта премия не должна превышать 25 б. п.

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
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
10.05.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
11.05.2011	Аукцион 3-летних ОФЗ	20 000
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	7 300
12.05.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
	Аукцион ОБР-19	750 000
16.05.2011	Оферта Росбанк, 3 и Росбанк, 5	10 000
	Уплата страховых взносов в фонды	
17.05.2011	Погашение Мособлгаз, 1	2 500
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
18.05.2011	Погашение ИНПРОМ, 3	1 300
	Аукцион 7-летних ОФЗ	20 000
19.05.2011	Оферта МТС, 4	15 000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
20.05.2011	Погашение Национальный капитал, 2	3 000
	Оферта Авангард, 3	1 500
	Оферта Белон-Финанс, 2	2 000
	Оферта РЖД, 9	15 000
	Уплата 1/3 НДС за 1-й квартал 2011 г.	
24.05.2011	Погашение Атомстройэкспорт-Финанс, 1	1 500
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
25.05.2011	Погашение НС-Финанс, 1	2 000
	Уплата акцизов, НДСПИ	
	Аукцион 3-летних ОФЗ	20 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
май	МДМ Банк: финансовые результаты по МСФО	4К10 и 2010 г.
11.05.2011	Магнит: финансовые результаты по МСФО	1К11
12.05.2011	РУСАЛ: финансовые результаты по МСФО	1К11
13.05.2011	НОВАТЭК: финансовые результаты по МСФО	1К11

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

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

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

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 Пикунев

+7 (495) 983 18 00 доб. 21426

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Туминов

+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 Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

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

Трејдинг

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

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

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 Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

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 — 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.