

Ежедневный обзор долговых рынков от 27 июня 2011 г.

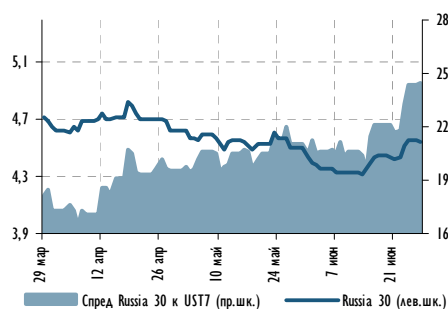


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,419	▼ -0,5%	6,0%
USD/RUB	28,25	▼ -0,1%	-7,5%
Корзина валют/RUB	33,59	▼ -0,2%	-4,5%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	716,9	▼ -68,3	-171,4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	582,3	▲ 74,8	12,8
MOSPRIME о/п	3,8	▼ 0,0	2,0
3М-MOSPRIME	4,3	▲ 0,0	0,2
3М-LIBOR	0,25	▼ 0,0	-0,1
Долговой рынок			
UST-2	0,33	▼ 0,0	-0,3
UST-10	2,86	▼ 0,0	-0,4
Russia 30	4,55	▲ 0,0	-0,3
Russia 5Y CDS	161	▲ 3,7	15,4
EMBI+	304	▲ 5	56
EMBI+ Russia	221	▲ 7	22
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	103,78	▼ -2,1%	12,7%
Золото, долл./унц.	1502,7	▼ -1,2%	5,8%
Фондовый рынок			
PTC	1 857	▲ 1,5%	4,9%
Dow Jones	11 935	▼ -1,0%	3,1%
Nikkei	9 611	▼ -0,7%	-6,0%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Прошлая неделя закончилась на минорной ноте: на фоне волны бегства в качество доходность UST10 снизилась до 2,85%, российский пятилетний CDS-спред расширился до 160 б. п., максимального с начала декабря 2010 г. уровня. Russia-30 закончила неделю на уровне 116,625–116,750%, с которого в прошлый раз начался отскок.
- ▶ Греция по-прежнему будет основным источником волатильности (см. *Темы глобальных рынков*).
- ▶ WSJ: время покупать HY бонды!? (подробнее см. *Темы глобальных рынков*).
- ▶ В пятницу российский долговой рынок проявил устойчивость к внешнему негативу: котировки ОФЗ потеряли всего на 10–20 б. п. Продолжение налоговых платежей рынок встречает комфортным уровнем ликвидности (сегодня утром сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ составила 1,26 трлн руб.). Корзина подешевела на 6 коп. до 33,66 руб. на фоне укрепления доллара (рубль потерял около 0,7%); это должно оказать негативное влияние на котировки рублевых облигаций.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Текущая неделя: сюрпризы больше не нужны!
- ▶ WSJ: время покупать HY облигации
- ▶ Еврооблигации Банка Москвы и ВТБ как главные «жертвы» пятничной распродажи

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Регуляторы попытаются сохранить баланс ликвидности на денежном рынке

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ ММК (-/Ba3/BB+) публикует результаты по МСФО за 1К11. Ждем нового предложения долга от компании на публичном рынке

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ Россия: платежи по акцизам и НДС
- ▶ США: потребительские расходы и доходы
- ▶ Греция: начало 3-дневного заседания парламента по рассмотрению антикризисной программы и условий выделения помощи

Текущая неделя: сюрпризы больше не нужны!

Прошлая неделя преподнесла рынку несколько сюрпризов (например, интервенции на нефтяном рынке, пересмотр прогнозов роста американской экономики), и динамика ряда финансовых и сырьевых рынков была одной из худших, начиная с осени 2008 г.

На фоне волны бегства в качество котировки американских казначейских обязательств установили очередные рекорды. В результате доходность UST10 снизилась до минимального за последние почти 7 месяцев значения 2,85%. Спреды на развивающихся рынках расширились до своих локальных максимумов, в частности российский пятилетний CDS-спред расширился до 160 б. п. – максимального значения с начала декабря 2010 г., что на 38 б. п. шире минимумов, достигнутых в апреле 2011 г. и на 26 б. п. – июньских минимумов.

Похоже, что на текущей неделе можно ожидать решений как от парламента Греции (28–29 июня), так и от министерств финансов ЕС (3 июня), которые могут позволить перевести проблему греческого кризиса из острой фазы в вялотекущую, как это было в прошлом году после принятия решения ЕС и МВФ о выделении пакета помощи Греции в размере 110 млрд евро.

На наш взгляд, будет нелогично, если греческие парламентарии не поддержат пакет жестких мер и антикризисную программу, после того как на прошлой неделе они проголосовали в поддержку правительства Георгиоса Папандреу. Также мы полагаем, что министры финансов ЕС выберут меньшее из зол и не допустят второго Lehman Brothers – дешевле спасти одну Грецию («купить время»), чем всю европейскую финансовую систему, не готовую к таким потрясениям.

Если все пойдет не так, как задумано, то пока никто не понимает, по какому апокалиптическому сценарию будет все развиваться.

WSJ: время покупать HY облигации

В уикенд американское издание Wall Street Journal опубликовало статью «Назревает ли ралли в мусорных облигациях?» (“Is a rally brewing in junk bonds?”) на тему того, что сейчас, возможно, самое время задуматься о начале покупки высокодоходных бумаг. В качестве одного из аргументов автор статьи приводит проведенный Barclay’s Capital анализ поведения «мусорных» облигаций после длительного падения (в данном случае – 13 дней подряд по состоянию на 20 июня) и последующей динамикой котировок бондов. В частности, с 2001 г. таких длительных периодов падения рынка (свыше 10 дней) наблюдалось 8, после которых инвесторы в среднем зарабатывали 6,3% в течение 3 месяцев и 14,1% в течение 6 месяцев.

Еврооблигации Банка Москвы и ВТБ как главные «жертвы» пятничной распродажи

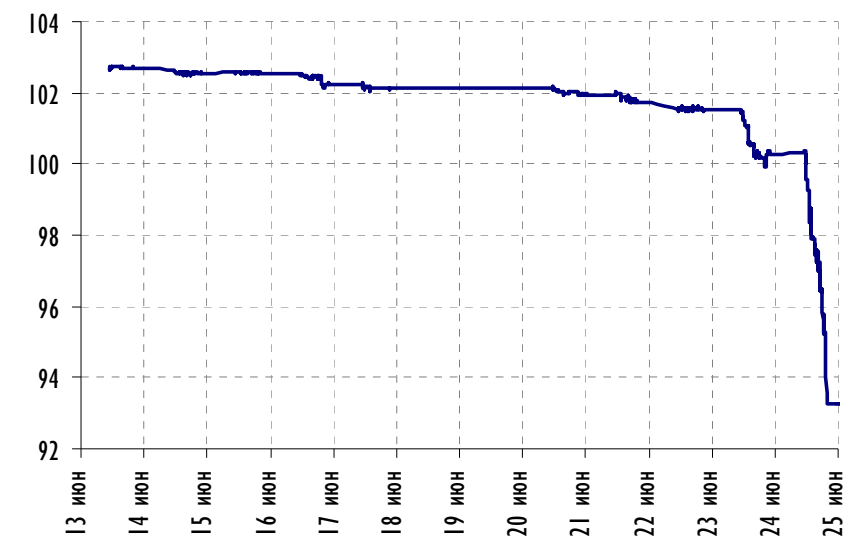
Пятничное бегство глобальных инвесторов в качестве по-разному отразилось на ценах еврооблигаций российских эмитентов. По данным Bloomberg, бумаги наиболее надежных корпоративных заемщиков – с рейтингами инвестиционного уровня – снизились в цене в пределах 0,25–0,50 п. п. (единственным исключением стали евробонды Транснефти, просевшие на 0,75–1,00 п. п.). Длинные бумаги эмитентов 2-го эшелона также потеряли в цене до 1,00 п. п. Вместе с тем наиболее серьезный удар приняли на себя ликвидные евробонды банковских заемщиков.

Наиболее «красочным» было пятничное снижение цен длинных еврооблигаций ВТБ (по данным Bloomberg, около 1,5–2,0 п. п. для ВТБ 18 и ВТБ 20), а также субординированных выпусков Банка Москвы (см. график ниже). Насколько мы понимаем, таким образом инвесторы с некоторым запозданием отреагировали на опасения относительно кредитного качества Банка Москвы в свете появившихся некоторое время назад «скелетов в шкафу» (в частности, появившихся в СМИ сообщений относительно активного кредитования организацией проектов бывшего руководства).



Вместе с тем, насколько нам известно, в пятницу же представители службы связей с инвесторами ВТБ пытались успокоить инвесторов уверениями в том, что кредитное качество портфеля Банка Москвы под контролем – необходимо лишь урегулировать споры относительно стоимости кредитуемых активов. В общем и целом многие инвесторы уже на нынешних уровнях могут счесть евробонды Банка Москвы и ВТБ привлекательными для открытия длинных позиций.

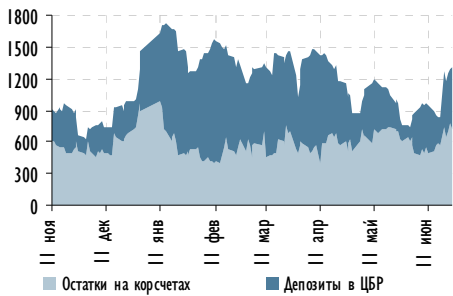
Цена субординированных еврооблигаций ВКМОС 17 в последние 2 недели



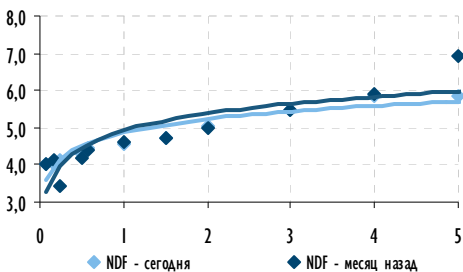
Источник: Bloomberg

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

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

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК
Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР


Источник: Bloomberg

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


Источник: Bloomberg

Регуляторы попытаются сохранить баланс ликвидности на денежном рынке

Прошедшая неделя на российском денежном рынке оказалась довольно спокойной: стоимость заимствования колебалась в диапазоне 3,0–3,8% (ставки по кредитам o/n для банков первого круга), а суммарный объем ликвидности на банковских балансах по итогам недели практически не изменился и по состоянию на утро понедельника сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ составила 1,26 трлн руб.

Предстоящая неделя, в отличие от предыдущей, будет богатой на события. Тем не менее банки сегодня выставляют котировки на уровне 3,4–4,05%, что не предполагает существенного роста к уровням предыдущей недели. В то же время мы не исключаем непродолжительного подъема стоимости заимствования в связи с налоговыми выплатами, хотя запас ликвидности и действия регуляторов, скорее всего, позволят избежать резкого сокращения ликвидности на рынке.

Сегодня банкам предстоит перечислить в бюджет платежи по акцизам и НДС/ПИ. Мы полагаем, что связанный с этим отток средств из банковской системы может составить до 200 млрд руб. Возможно, чтобы частично компенсировать возникновение дефицита ликвидности, Минфин сегодня проведет дополнительный депозитный аукцион, на котором предложит кредитным организациям 70 млрд руб. В рамках традиционного аукциона во вторник банки смогут привлечь еще 50 млрд руб. временно свободных средств федерального бюджета на свои депозиты. Отметим, что условия размещения средств Минфином, на наш взгляд, довольно привлекательны: 4,0% на 3 месяца и 4,05% на 140 дней. В этой связи спрос на данный инструмент может оказаться довольно высоким.

В среду, 29 июня, ликвидность на денежном рынке пополнится на 70 млрд руб. от погашения ОФЗ325074, однако ее мгновенно попытаются абсорбировать за счет размещения другого выпуска. Отметим также, что, несмотря на существенное сокращение прогнозов дефицита бюджета по итогам 2011 г. в связи с высокими ценами на нефть, Минфин не планирует сокращать программу заимствований. По итогам года планируется привлечь 1,7 трлн руб. на внутреннем рынке, при этом в первом полугодии Минфин выполнил менее половины плана (разместив ОФЗ на сумму 550 млрд руб., ГСО на сумму 50 млрд руб., и выпустив рублевые еврооблигации на 90 млрд руб.). Однако мы не ожидаем, что в отсутствие острой потребности в средствах для финансирования дефицита бюджета ведомство готово будет предлагать премии при размещении.

В четверг, 30 июня, состоится заседание совета директоров ЦБ по процентной политике. Учитывая риторику последнего пресс-релиза (опубликованного в конце мая по итогам заседания), а также заявления представителей ЦБ о том, что потенциал для изменения ключевых ставок в настоящий момент отсутствует, мы не ожидаем каких-либо изменений в параметрах денежно-кредитной политики, несмотря на то, что инфляционные риски, на наш взгляд, остаются довольно высокими.

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



ММК
S&P/Moody's/Fitch – / Ba3 / BB+

ММК публикует результаты по МСФО за 1К11. Ждем нового предложения долга от компании на публичном рынке

Новость: В пятницу ММК представил финансовые результаты по МСФО за 1К11. Мы не видим какого-либо потенциала роста в торгуемых выпусках ММК на текущих уровнях доходности. При этом мы ожидаем нового предложения от ММК на публичном долговом рынке в этом году – компания ранее говорила о планах разместить еврооблигации, а также имеет запас зарегистрированных рублевых выпусков.

Наши основные выводы из представленных цифр мы приводим ниже:

- ▶ Выручка компании увеличилась на 14% к уровню предыдущего квартала на фоне 8%-ного роста объемов производства в стальном сегменте и роста средней цены реализации на 14% до 760 долл./т. При этом рентабельность по EBITDA, по нашим оценкам, осталась на уровне 4К10 (18%): позитивный эффект от роста продаж высокомаржинальной продукции (толстый лист) был нивелирован существенным ростом денежной себестоимости производства слябов (на 24% до 450 долл./т.). Цены на железную руду и окатыши в 1К11 выросли на 20–30%, а цены на покупаемый коксующийся уголь – на 12% к уровню 4К10.
- ▶ В 2К11, по словам менеджмента, рост цен на сырье продолжился: железная руда и коксующийся уголь подорожали еще на 20% и 21%, соответственно, при этом цены реализации металлопродукции существенно не изменились, что, очевидно, может оказать давление на рентабельность бизнеса. Стоит отметить, что в третьем квартале текущего года компания не ожидает существенного изменения цен на железную руду и уголь по сравнению с уровнями 2К11.
- ▶ Несмотря на сокращение инвестиционных расходов в 1К11 (на 30% ниже по сравнению с 4К10) ММК по-прежнему «в минусе» по показателю свободного денежного потока: -183 млн долл. Кроме того, компания потратила 243 млн долл. на приобретение – выкуп доли турецких партнеров в ММК Атакаш. ММК должна закрыть сделку по консолидации 100% ММК Атакаш до 1 ноября, оставшиеся расходы по сделке составляют 243 млн долл. В итоге в 1К11 компании пришлось наращивать долг: совокупный долг вырос на 11%, в том числе за счет размещения рублевых облигаций, коэффициент «Чистый долг/EBITDA» составил 2,2х. Мы отмечаем, что помимо денежных средств ММК располагает довольно существенными ликвидными активами в виде вложений в ценные бумаги – наиболее существенным является пакет акций австралийской компании Fortesque Metals – 1,03 млрд долл. на 31 марта 2011 г.
- ▶ Мы полагаем, что по итогам года большая часть капитальных расходов будет обеспечена собственным операционным денежным потоком ММК: план инвестиций на 2011 г. составляет 1,2 млрд долл., что существенно меньше, чем в 2010 г., при этом в 1К11 компания уже профинансировала чуть более 30%. В то же время, учитывая расходы на выкуп доли в ММК Атакаш, планируемую выплату дивидендов за 2010 г. (132 млн долл.), а также довольно внушительный объем короткого долга ММК (почти 40% портфеля), мы ожидаем роста предложения нового долга от компании на публичных рынках. Кроме того, дополнительные средства также могут потребоваться, если ММК решится на новые крупные сделки (потенциальная покупка доли в Распадской) и реализацию крупного инвестиционного проекта – Приоскольского месторождения железной руды (в настоящий момент проект на стадии ТЭО). «В запасе» у ММК есть 10 зарегистрированных выпусков рублевых облигаций общим объемом 50 млрд руб. Кроме того, ранее информагентства сообщали о том, что компания рассматривает возможность выпуска еврооблигаций.

См. таблицу на следующей странице.

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



ММК: финансовые показатели по МСФО за 2009-1К11 гг., млн долл.

млн. долл.	2009	2010	1К11	г/г	1К10	кв/кв	4К10
Выручка	5 081	7 719	2 216	34%	1 652	14%	1 944
ЕВИТДА	1 028	1 510	394	16%	340	15%	343
Рентаб. по ЕВИТДА	20%	20%	18%	-3 п. п.	21%	0 п. п.	18%
Операц. денежный поток	865	1 173	198	-38%	321	-52%	413
Капвложения	-1 613	-2 209	-381	-39%	-620	-30%	-543
Своб. денежный поток	-748	-1 036	-183	—	-299	—	-130
Всего активов	14 833	16 738	18 082	14%	15 822	8%	16 738
Собственный капитал	10 325	10 325	11 129	3%	10 802	8%	10 325
Совокупный долг, в том числе	2 118	3 548	3 951	62%	2 438	11%	3 548
Доля краткосрочного долга	39%	31%	38%	2 п. п.	36%	38 п. п.	0%
Ден. средства и эквиваленты	165	515	460	166%	173	-11%	515
Показатели долговой нагрузки							
Долг/Капитал, х	0,21	0,34	0,36	—	0,23	—	0,34
ЕВИТДА/Чистые проц. расходы, х	14	11	25	—	13	—	11
Чистый долг/ЕВИТДА, х	1,90	2,01	2,23	—	1,81	—	2,01
Долг/Своб. денежный поток, х	отр.	отр.	отр.	—	отр.	—	отр.

Источник: компания, расчеты Газпромбанка



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
27.06.2011	Уплата акцизов, НДС	
28.06.2011	Погашение Золото Селигдара, 1	30С
	Погашение Кредит Европа Банк, 2	4 00С
	Оферта Газпром, 11	5 00С
	Уплата налога на прибыль	
	Ломбардный аукцион ЦБР сроком 1 неделя	
29.06.2011	Закрытие книги КБ Держава, 2	1 00С
	Погашение ОФЗ-25074	70 00С
	Погашение УК ГидроОГК, 1	5 00С
	Аукцион 3-летних и 5-летних ОФЗ	70 00С
30.06.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
29.08.2011	РУСАЛ: финансовые результаты по МСФО	2К11 и 1П11

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

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@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 Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принса

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб.

21455

Трейдинг

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

Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (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 ПБ (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 ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (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.