

Ежедневный обзор долговых рынков от 25 июля 2011 г.

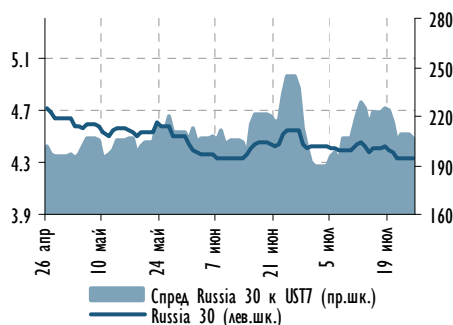


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1.436	▼ -0.5%	7.3%
USD/RUB	27.77	▲ 0.1%	-9.1%
Корзина валют/RUB	33.22	▲ 0.1%	-5.5%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	647.1	▲ 14.7	-241.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	463.8	▼ -22.5	-105.8
MOSPRIME о/п	3.8	▲ 0.0	2.0
3М-MOSPRIME	4.3	▲ 0.0	0.2
3М-LIBOR	0.25	■ 0.0	0.0
Долговой рынок			
UST-2	0.39	▼ 0.0	-0.2
UST-10	2.96	▼ -0.1	-0.3
Russia 30	4.32	▼ 0.0	-0.5
Russia 5Y CDS	143	▼ -0.1	-2.3
EMBI+	275	▲ 3	27
EMBI+ Russia	192	▲ 1	-7
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	116.92	▲ 0.5%	27.0%
Золото, долл./унц.	1601.3	▲ 0.7%	12.7%
Фондовый рынок			
PTC	1,977	▲ 0.2%	11.7%
Dow Jones	12,681	▼ -0.3%	9.5%
Nikkei	10,064	▼ -0.7%	-1.6%

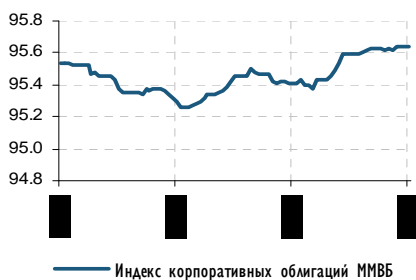
Источник: Bloomberg

Доходность Russia 30 и спреда к UST 7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Российский рынок еврооблигаций продолжает лихорадить. В пятницу с утра инвесторы попытались отыграть видимый (кажущийся?) прогресс в ситуации с греческим и американским госдолгом, что почти стало триггером для долгожданного ралли. Так, «Тридцатка» за первые полдня прибавила полфигуры до 118 11/16% от номинала, новая CHMFRU 2016 доросла до 100 13/16%, да и в целом спрос на российский корпоративный кредитный риск был высок.
- ▶ Однако после обеда ситуация развернулась – на волне новых негативных сообщений из США Russia-30 стали «подхитовывать» – и к концу пятницы котировки вернулись к 118 3/16%. Стоимость 5-летнего CDS на российский суверенный риск по итогам дня осталась на уровне чуть выше 143 б. п.
- ▶ Сегодня с утра фьючерсы на американские индексы падают, что повышает шансы на то, что глобальные инвесторы захотят продолжить умеренную фиксацию прибыли. Вместе с тем нельзя не заметить, что рынки по-прежнему рассматривают возможный дефолт по долгам США – событие, которое по своему потенциалу разрушительности для финансовых рынков имеет все шансы перекрыть «успех» Lehman Brothers – чуть ли не как non-event. К слову, доходность UST10 в течение пятницы и сегодняшнего утра по большей части колебалась в диапазоне 2,95–3,00%.
- ▶ По всей видимости, рынки по-прежнему не верят, что дефолт случится, – пусть даже конкретный механизм, который разрубит образовавшийся гордиев узел, кажется, не до конца ясен пока ни для президента Обамы, ни для республиканцев.

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ ММК (-/Ba3/BB-) завтра разместит новый выпуск биржевых облигаций: ориентир доходности смотрится справедливо по нижней границе

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Ликвидность сужается, но ставки пока стабильно низкие

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Норильский никель (BBB-/Baa2/BBB-) опубликовал результаты по МСФО за 2010: нейтрально



ММК
S&P/Moody's/Fitch – / Ba3 / BB-

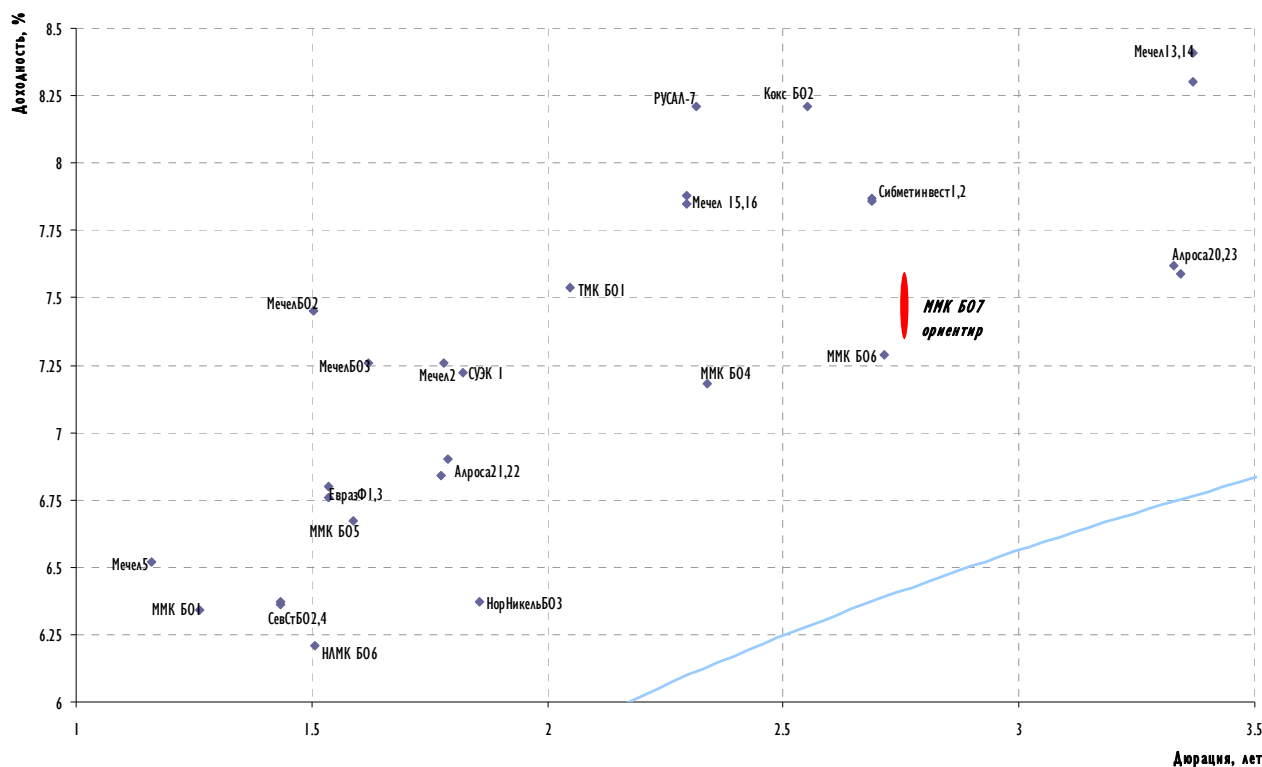
ММК завтра разместит новый выпуск биржевых облигаций: ориентир доходности смотрится справедливо по нижней границе

ММК (–/Ba3/BB-) завтра разместит на аукционе очередной выпуск биржевых облигаций – БО7, объемом 5 млрд руб. и сроком погашения через 3 года. Ориентир по купону составляет 7,25–7,45%, что соответствует доходности 7,38–7,59%.

Напомним, что 14 июля компания разместила выпуск ММК БО-6 с такими же параметрами (5 млрд руб. на 3 года), однако под более низкую ставку по сравнению с ориентиром размещаемой на этой неделе бумаги: купон 7,2%. Последние сделки по ММК БО6 проходили по 100,1% номинала, что соответствует доходности 7,29%: исходя из этих уровней, новая бумага предлагает небольшую премию по доходности даже по нижней границе диапазона.

Относительно бумаг других эмитентов из металлургической отрасли новый выпуск в целом оценен справедливо: дисконт к выпускам Сибметинвест 1,2 (Евраз) по нижней границе диапазона составляет порядка 50 б.п., при существующей разнице в рейтингах в одну (Moody's) – две (Fitch) ступени. В то же время мы обращаем внимание на тот факт, что кредитные метрики ММК и Евраза в течение 2010–1К11 заметно сблизились на фоне сокращения кредитного плеча Евраза и роста долговой нагрузки ММК: по итогам 1К11 коэффициент «Чистый долг/ЕБИТДА» у ММК составлял 2,2х, у Евраза – 2,7х. При текущем уровне премии рублевых бондов Евраза к кривой ММК мы предпочитаем выпуски Евраза, так как ожидаем дальнейшего снижения долговой нагрузки. Между тем ММК может потребоваться новый заемный капитал, если компания решится на крупные покупки (один из вариантов – покупка доли в Распадской) или реализацию крупного инвестиционного проекта (разработка Приоскольского месторождения железной руды).

Рублевые облигации компаний металлургической и добывающей отрасли, 22/07/2011



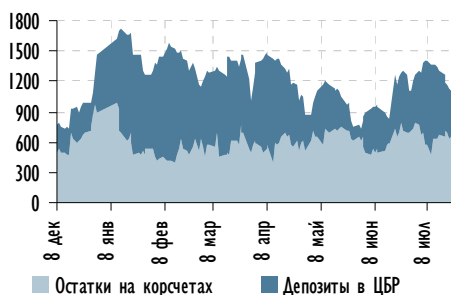
Источник: Bloomberg, Газпромбанк

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



МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Ликвидность сужается, но ставки пока стабильно низкие

Объем накопленной ликвидности на банковских балансах к концу предыдущей недели опустился ниже 1,1 трлн долл. (сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ) в результате налоговых выплат. Тем не менее отток средств в размере 175 млрд руб. за неделю практически не отразился на стоимости заимствования на рынке МБК. Ставки по кредитам о/п для банков первого круга находились в привычном диапазоне 3,25–3,75%, что указывает на отсутствие дефицита ликвидности. Сегодня участники рынка выставляют котировки на уровне 3,40–3,65%.

В то же время мы не исключаем вероятности повышения ставок в течение недели в связи с предстоящими выплатами. В частности, сегодня банкам предстоит перечислить в бюджет платежи по акцизам и НДС/ПИ. Суммарный объем выплат может составить 150–200 млрд руб. Помимо этого, в среду наступает срок возврата бюджетных средств Минфину с депозитов на общую сумму 78,9 млрд руб. В тот же день предстоит возврат 7,0 млрд руб. фонду ЖКХ. При этом в рамках завтрашнего депозитного аукциона Минфина банкам будет предложено всего 20 млрд на срок 5 месяцев. Мы полагаем, что будет востребован весь предложенный объем временно свободных бюджетных средств, причем средневзвешенная ставка может существенно превысить минимально допустимую (4,15%) в связи с конкуренцией со стороны банков в рамках аукциона.

В конце недели банкам также предстоит перечислить в бюджет платежи по налогу на прибыль (28 июля). Хотя связанный с этим отток ликвидности будет значительно меньше, чем платежи по НДС и НДС/ПИ, предыдущие налоговые выплаты успеют заметно истощить запасы ликвидности на балансах банков. Остается надежда на то, что бюджетные расходы смогут отчасти компенсировать отток ликвидности на предстоящей неделе, однако полностью свести его на «нет», скорее всего, не смогут. Отметим, что по итогам первого полугодия бюджет был исполнен с профицитом в размере 640,2 млрд руб., т. е. по сути являлся инструментом абсорбирования ликвидности.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Норильский никель
S&P/Moody's/Fitch BVB- / Baa2 / BVB-

Норильский никель опубликовал результаты по МСФО за 2010: нейтрально

Новость: Норникель опубликовал неаудированные результаты по МСФО за 2010 год. Изменением в отчетности по сравнению с предыдущими публикациями стало отражение деятельности ОГК-3 и Stillwater Mining как «прекращенной в течение года»: Норникель зафиксировал в отчетности убыток от прекращенной деятельности в размере 2,145 млрд долл.

В целом результаты выглядят довольно сильно: компания показала рост денежных потоков и рентабельности бизнеса, при этом долговая нагрузка в 2010 году сокращалась, и к 31.12.2010 чистый долг опустился в зону отрицательных значений. Позитивные итоги года несколько омрачаются существенной задержкой с публикацией результатов и отсутствием заключения аудиторов, что не с лучшей стороны характеризует уровень корпоративного управления в компании. Как пишут Коммерсант и Ведомости, ссылаясь на источники в РУСАЛе, крупном акционере НорНикеля, отсутствие аудиторского заключения «свидетельствует о разногласии с аудиторами в отношении отдельных сделок». По словам представителя рейтингового агентства S&P (приводит Коммерсант), это напрямую не повлияет на судьбу рейтинга компании, однако в целом «усугубляет ситуацию».

На наш взгляд, новость нейтральна для котировок обращающегося выпуска рублевых облигаций НорНикеля, торгующегося на сопоставимом уровне доходности (6,4% к погашению в июле 2013 г.) с другими выпусками компаний, имеющих инвестиционный рейтинг и близкую дюрацию.

Комментарий: Выручка в 2010 году выросла на 26%, главным образом за счет существенного роста цен на металлы, тогда как рост физических объемов реализации был довольно скромным – продажи никеля по группе увеличились на 4%, палладия и платины – на 3% и 5%, продажи меди сократились на 6%.

ЕБИТДА Норникеля выросла в 2010 г. на 74%, рентабельность по ЕБИТДА достигла 57% (+8 п.п. к уровню 2009 г., с учетом изменений в отчетности). Позитивный эффект от роста цен, а также от деконсолидации менее рентабельных непрофильных сегментов бизнеса (ОГК-3) нивелировал давление со стороны растущих операционных издержек. В частности, денежные операционные расходы в 2010 г. возросли на 24% г/г, в том числе оплата коммунальных услуг (главным образом электроэнергия) – на 33%, расходы на приобретение металлов, лома и прочих полуфабрикатов – на 128% (на фоне роста цен на металлы).

С точки зрения структуры капитала НорНикель остается компанией, практически не использующей кредитное плечо: в прошлом году совокупный долг сократился почти вдвое до 2,8 млрд долл., при этом чистый долг на конец 2010 г. был отрицательным. Мы также отмечаем, что весь долг компании на конец прошлого года был меньше величины свободного денежного потока за 2010 г.

Норникель: основные финансовые показатели, 2009-2010 гг., млн долл.

	2009	2010	г/г
Выручка	8 542	12 775	50%
ЕБИТДА	4 191	7 289	74%
Рентабельность ЕБИТДА	49%	57%	8 п.п.
Операционный денежный поток	3 401	5 514	62%
Инвестиционный денежный поток	-468	-1 443	208%
Свободный денежный поток	2 933	4 071	39%
Всего активов	22 760	23 909	5%
Собственный капитал	14 755	17 974	22%
Совокупный долг	5 317	2 797	-47%
Доля краткосрочного долга	56%	44%	-12 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	3 632	5 405	49%
Показатели			
Долг/Капитал, х	0,4	0,2	–
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	23,5	77,5	–
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,5	Отр.	–
Долг/Свободный денежный поток, х	1,8	0,7	–

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
25.07.2011	Оферта СИБУР Холдинг, 2, 3, 4 и 5	120,000
	Оферта ТрансФин-М, 3	1,500
	Уплата акцизов, НДС	
26.07.2011	Аукцион по размещению ММК БО-7	5,000
	Оферта Нижне-Ленское-Инвест, 3	1,000
27.07.2011	Заккрытие книги КБ Стройкредит БО-1, БО-2	2,000
	Оферта РЖД, 19	10,000
	Размещение 4-летних ОФЗ	25,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	10,845
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	78,900
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	7,000
28.07.2011	Аукцион по размещению Группа ЛСР БО-5	2,000
	Уплата налога на прибыль	
29.07.2011	Заккрытие книги Мираторг-Финанс, БО-1	3,000
	Заккрытие книги Абсолют Банк, 5	1,800
	Заккрытие книги Глобэкс Банк БО-4, БО-6	5,000
	Погашение Банк Москвы, 1	10,000
	Оферта Интурист, 2	2,000
01.08.2011	Погашение КБ Стройкредит, 1	1,000
	Оферта Промтрактор-Финанс, 3	5,000
02.08.2011	Аукцион по размещению Меткомбанк БО-1	1,500
03.08.2011	Заккрытие книги КБ Ренессанс Капитал БО-3	3,000
	Размещение 7-летних ОФЗ	20,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	5,124
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	7,733
04.08.2011	Оферта ЛОКО-Банк, 5	2,500
05.08.2011	Погашение Крайинвестбанк, 1	600
	Оферта Мираторг-Финанс, 1	2,500
10.08.2011	Размещение 10-летних ОФЗ	20,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	16,991
	Частичное погашение ОФЗ 46002	15,500
11.08.2011	Оферта ВТБ-Лизинг Финанс, 9	5,000
	Оферта МОЭК, 1	6,000
12.08.2011	Погашение ОБР-04019	29,235
	Оферта Фортум, 2	5,000
15.08.2011	Уплата страховых взносов в фонды	
16.08.2011	Погашение М-Индустрия, 1	1,000
	Оферта РТК-Лизинг, БО-1	1,500
17.08.2011	Размещение 6-летних ОФЗ	25,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	3,734
18.08.2011	Оферта Ростелеком, 1	2,000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
27.07.2012	Северсталь: операционные результаты	2К11
30.07.2011	Норильский никель: предварительные результаты производственной деятельности	1П11
июль 2011	Газпром: финансовые результаты по МСФО	1К11
13.08.2011	НОВАТЭК: финансовые результаты по МСФО	2К11
25.08.2011	X5 Retail Group: финансовые результаты по МСФО	2К11 и 1П11
26.08.2011	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	1П11
29.08.2011	РУСАЛ: финансовые результаты по МСФО	2К11 и 1П11
29.08-02.09.2011	НЛМК: объявление промежуточных финансовых результатов по US GAAP	1П11
конец августа	Газпром нефть: финансовая отчетность по US GAAP	2К11
конец августа	Лукойл: финансовая отчетность по US GAAP	2К11
сентябрь 2011	ММК: публикация финансовой отчетности	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

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

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

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

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+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

Алексей Семенов, CFA

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. 21455

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

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 Мионов

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 — 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.