

# Ежедневный обзор долговых рынков от 27 июля 2011 г.

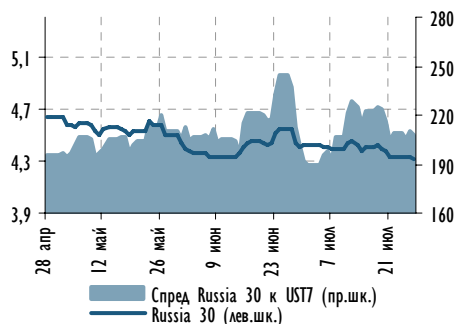


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,451	▲ 0,9%	8,4%	
USD/RUB	27,51	▼ -0,7%	-9,9%	
Корзина валют/RUB	33,08	▼ -0,2%	-5,9%	
<b>Денежный рынок</b>				
Корсчета, млрд руб.	579,6	▼ -115,9	-308,7	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	317,0	▼ -69,3	-252,5	
MOSPRIME o/n	4,1	▲ 0,0	2,3	
3M-MOSPRIME	4,3	▼ 0,0	0,2	
3M-LIBOR	0,25	▲ 0,0	-0,1	
<b>Долговой рынок</b>				
UST-2	0,39	▼ 0,0	-0,2	
UST-10	2,95	▼ 0,0	-0,3	
Russia 30	4,32	▼ 0,0	-0,5	
Russia 5Y CDS	144	▼ -1,6	-1,7	
EMBI+	274	▲ 1	26	
EMBI+ Russia	194	▲ 3	-5	
<b>Товарный рынок</b>				
Urals, долл./барр.	116,31	▲ 0,0%	26,4%	
Золото, долл./унц.	1619,3	▲ 0,3%	14,0%	
<b>Фондовый рынок</b>				
RTS	1 988	▲ 0,4%	12,3%	
Dow Jones	12 501	▼ -0,7%	8,0%	
Nikkei	10 043	▼ -0,5%	-1,8%	

Источник: Bloomberg

## Доходность Russia 30 и спред к UST 7



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций MMBB



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Российские еврооблигации** вчера – в условиях сохраняющейся неопределенности и нервозности на рынках – так и не смогли найти повода для рами. Покупки перемежались с продажами, последние сделки в Russia 30 проходили вчера по 118,25% от номинала, новый CHMFRU 16 под вечер «хитовали» по 100,375%. Суверенный пятилетний CDS-спред на российский риск ужался минимально – на 2 б.п. до 144 б.п.
- ▶ Уже набивший оскомину «черный вторник» – 2 августа – все ближе, а воз американских республиканцев и демократов, судя по всему, и ныне там. Участники рынка до сих пор не верят, что технический дефолт по американскому долгу все-таки случится, называя самые разные источники возможного «спасения»: от больших, чем ожидалось, доходов бюджета до использования ресурсов Казначейства. Вместе с тем, пока ситуация остается неразрешенной, найти стимул для покупок действительно не так просто.
- ▶ **Внутреннему долговому рынку** все, по большому счету, нипочем: котировки продолжают демонстрировать умеренно позитивную динамику. Из знаковых событий можно обратить внимание на то, что 10-летний выпуск ОФЗ-26205 уже почти достиг номинала (УТМ 7,75%). В подобных условиях, безусловно, Минфину грех давать премию при первичных размещениях (см. *Денежный рынок*).

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Утечка ликвидности продолжается

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Транснефть (BBB-/Baa1/-)**: хорошие результаты 1K11 по МСФО
- ▶ **ТНК-ВР (BBB-/Baa2/BBB-)** публикует выборочные финансовые показатели за 2K11: нейтрально

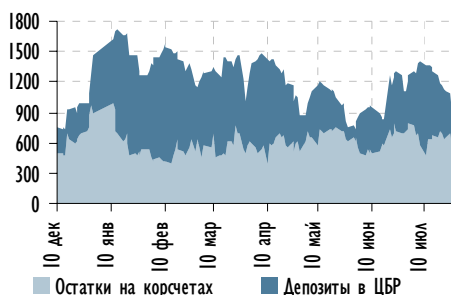
## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Россия:** аукцион ОФЗ-25079 объемом 25 млрд руб.
- ▶ **США:** публикация Бежевой книги ФРС



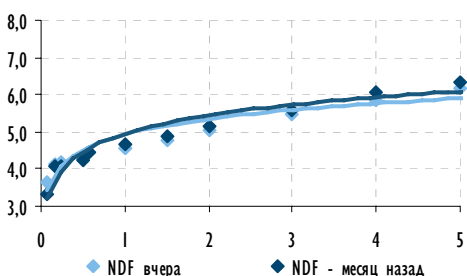
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Утечка ликвидности продолжается

Банкам выдалась непростая неделя: выплаты по НДС уже в понедельник заметно «иссушили» запас ликвидности на банковских балансах, однако на этом обязательные платежи не закончились. В частности, сегодня банкам предстоит вернуть Минфину 78,9 млрд руб. бюджетных средств, ранее размещенных на депозитах. Еще 7,0 млрд руб. – фонду ЖКХ. При том, что сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ по состоянию на утро среды составила 921 млрд руб., спрос на межбанковские кредиты до конца недели может заметно возрасти, в результате чего вероятно повышение стоимости заимствования. Уже вчера границы диапазона колебания ставок o/n для банков первого круга поползли вверх к 3,5–4,0%, а сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 3,6–4,1%.

Вчера банки ухватились за соломинку, протянутую Минфином: спрос в рамках депозитного аукциона в 3,2 раза превысил предложение, а число участников возросло до 11. Однако совокупный объем размещения (20 млрд руб.) в текущих условиях не станет панацеей от сжатия ликвидности и позволит лишь немного ослабить напряженность на рынке.

Снижение объема ликвидных активов на балансах банков может стать определенным сдерживающим фактором для спроса в рамках сегодняшнего аукциона ОФЗ. Минфин предложит рынку бумаги выпуска 25079 с погашением в 2015 г. на сумму 25 млрд руб. При этом ориентир доходности (6,8–6,85%) фактически не предполагает премии ко вторичному рынку: вчера утром, до момента объявления диапазона Минфина, бумагу покупали по 6,89%, к вечеру котировки подтянулись до 6,84%. Вместе с тем ситуация на внутреннем долговом рынке в целом – и на рынке ОФЗ в частности – достаточно позитивна, чтобы спрос как минимум на половину заявленного объема нашелся по верхней границе заявленного ориентира доходности.

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

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

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Транснефть  
S&P/Moody's/Fitch **BBB/Baa1/–**

## Транснефть: хорошие результаты 1К11 по МСФО

**Новость:** Вчера группа Транснефти опубликовала консолидированную финансовую отчетность за 1К11 по международным стандартам.

**Комментарий:** Представленные результаты выглядят весьма сильно. Обращает на себя внимание колоссальный объем заработанной компанией квартальной чистой прибыли – 85,5 млрд руб. (соответствует чистой рентабельности в 57%) – пусть и связанный в том числе с единовременным доходом от продажи Приморского торгового порта (29,0 млрд руб.). EBITDA компании в целом совпала с нашими ожиданиями, рентабельность по EBITDA продолжила свою умеренную просадку – до 47,3% в 1К11 (для сравнения, годом ранее было 56,5%).

Несмотря на то, что величина генерируемого компанией свободного денежного потока остается маргинально отрицательной, ее долговая нагрузка по-прежнему умеренна – 1,24х в терминах «Чистый долг/EBITDA». Мы напоминаем, что большая часть долга компании приходится на привлеченные у Банка развития Китая долгосрочные ресурсы с амортизационным погашением, начиная с 2014 года.

К еврооблигациям Транснефти, котирующимся на одном уровне с бумагами Газпрома, мы относимся нейтрально.

## Основные финансовые результаты группы Транснефти по МСФО, млрд руб.

	2009	2010	1К11
Выручка	351	448	149
ЕБИТДА	216	239	71
Рентабельность EBITDA, %	61,6%	53,5%	47,3%
Операционный денежный поток	163	194	41
Капитальные вложения	(203)	(225)	(49)
Свободный денежный поток	(40)	(31)	(8)
Всего активов	1 420	1 652	1 727
Собственный капитал	681	806	892
Совокупный долг*, в том числе	560	591	563
доля краткосрочного долга*, %	2,0%	1,8%	1,8%
Денежные средства и эквиваленты	284	284	250
<b>Показатели</b>			
Долг/Собственный капитал, х	0,82	0,73	0,63
ЕБИТДА/Процентные расходы**, х	5,58	5,37	6,75
Чистый долг*/ЕБИТДА, х	1,27	1,28	1,24
Долг*/Свободный денежный поток, х	отриц.	отриц.	отриц.

\* долг включает в себя пенсионные обязательства

\*\* используется величина процентных расходов, включая капитализированную часть

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

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

ТНК-ВР  
S&P/Moody's/Fitch **BBB-/Baa2/BBB-**

## ТНК-ВР публикует выборочные финансовые показатели за 2К11: нейтрально

**Новость:** ТНК-ВР International первой из российских нефтяных компаний опубликовала ключевые показатели за 2К11 по US GAAP.

Выручка достигла 15,382 млрд долл., что на 11,3% превышает аналогичный показатель 1К11 и на 46,4% – уровень 2К10; EBITDA составила 3,469 млрд долл. – на 12% ниже в квартальном сравнении, но на 45,4% выше – в годовом.

Негативный эффект на EBITDA оказало ухудшение общих условий работы для российских ВИНК: экспортные пошлины выросли на 22% кв/кв, а НДС/ПИ и акцизы – на 19%, что нивелировало положительное влияние роста цен (нефть марки Urals подорожала на 12% во 2К11 по

сравнению к среднему уровню в 1К11). Существенным фактором для ТНК-ВР стала отмена льгот по экспортным пошлинам для нефти с Верхнеконского месторождения с 1 мая 2011 г. Кроме того, во 2-м квартале 2011 г. компания испытывала давление со стороны растущих денежных издержек (операционные, транспортные, коммерческие и управленческие расходы), которые выросли на 15% кв/кв, в основном в связи с укреплением рубля. Прочие расходы выросли на 21% на фоне увеличения стоимости закупок нефти и нефтепродуктов.

Несмотря на сокращение EBITDA, операционный денежный поток увеличился на 54,7% в квартальном сравнении и на 84,5% – в годовом. Основная причина – значительное сокращение оборотного капитала во 2К11 на фоне роста цены Urals. В итоге свободный денежный поток вырос более чем на 60% кв/кв.

Долговая нагрузка в терминах «Чистый долг / 12М EBITDA» несколько увеличилась по сравнению с 1К11 (с 0.3х до 0.4х) за счет снижения EBITDA во 2К11 и сокращения запаса ликвидности на балансе (компания выплатила 3.4 млрд долл. дивидендов за 1П11, а также потратила 0.8 млрд долл. на приобретение активов). При этом общий долг сократился на 0.2 млн долл. В настоящий момент компания рассматривает возможность привлечения нового синдицированного кредита: по данным Reuters, сумма может составить 1.5 млрд долл., ставка – LIBOR+130 б.п. Более половины средств, вероятно, будет направлено на рефинансирование: до конца года ТНК-ВР необходимо погасить чуть более 800 млн долл. В ходе телеконференции менеджмент уточнил, что компания не планирует выходить на рынок публичного долга в текущем году.

**Комментарий:** С точки зрения кредитного профиля ТНК-ВР, который, на наш взгляд, остается довольно сильным, результаты нейтральны. Из числа обращающихся еврообондов компании мы рекомендуем обратить внимание на TMENRU 18, торгующийся с наиболее высоким Z-спредом по сравнению с другими выпусками (307 бп).

#### TNK BP International: ключевые финансовые показатели по US GAAP

млн долл	2009	2010	2К11	кв/кв	1К11
Выручка	34 753	44 646	15 382	11,3%	13 821
EBITDA	8 774	10 399	3 469	-12,0%	3 943
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	25,2%	23,3%	22,6%	-5,9 п.п.	28,5%
Операционный денежный поток	6 581	9 682	3 608	54,7%	2 333
Капитальные вложения	2 538	3 459	1 297	43,5%	904
Свободный денежный поток до финансирования	4 043	6 223	2 311	61,7%	1 429
Всего активов	29 448	33 126	-	-	-
Собственный капитал	16 431	18 863	-	-	-
Совокупный долг, в том числе	7 018	7 129	-	-	-
<i>доля краткосрочного долга, %</i>	20,3%	16,0%	-	-	-
Денежные средства и эквиваленты	1 040	2 444	-	-	-
Чистый долг	5 978	4 685	5 266	36,5%	3 857
<b>Показатели</b>					
Долг/Собственный капитал, х	0,4	0,4	-	-	-
EBITDA/Процентные расходы, х	33,6	43,1	-	-	-
Чистый долг/EBITDA, х	0,7	0,5	0,4	-	0,3
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	1,7	1,1	-	-	-

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

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

Иван Хромушин  
Ivan.Khormushin@gazprombank.ru  
+7 495 980 438



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
27.07.2011	Закрытие книги <b>КБ Стройкредит БО-1, БО-2</b>	2 000
	Оферта <b>РЖД, 19</b>	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 <b>Группа ЛСР БО-5</b>	2 000
	Уплата налога на прибыль	
29.07.2011	Закрытие книги <b>Мираторг-Финанс, БО-1</b>	3 000
	Закрытие книги <b>Абсолют Банк, 5</b>	1 800
	Закрытие книги <b>Глобэкс Банк БО-4, БО-6</b>	5 000
	Погашение <b>Банк Москвы, 1</b>	10 000
	Оферта <b>Интурист, 2</b>	2 000
01.08.2011	Погашение <b>КБ Стройкредит, 1</b>	1 000
	Оферта <b>Промтрактор-Финанс, 3</b>	5 000
02.08.2011	Аукцион по размещению <b>Меткомбанк БО-1</b>	1 500
03.08.2011	Закрытие книги <b>КБ Ренессанс Капитал БО-3</b>	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 <b>ЛОКО-Банк, 5</b>	2 500
05.08.2011	Погашение <b>Крайинвестбанк, 1</b>	600
	Оферта <b>Мираторг-Финанс, 1</b>	2 500
10.08.2011	Размещение 10-летних ОФЗ	20 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	16 991
	Частичное погашение <b>ОФЗ 46002</b>	15 500
11.08.2011	Оферта <b>ВТБ-Лизинг Финанс, 9</b>	5 000
	Оферта <b>МОЭК, 1</b>	6 000
12.08.2011	Погашение <b>ОБР-04019</b>	29 235
	Оферта <b>Фортум, 2</b>	5 000
15.08.2011	Уплата страховых взносов в фонды	
16.08.2011	Погашение <b>М-Индустрия, 1</b>	1 000
	Оферта <b>РТК-Лизинг, БО-1</b>	1 500
17.08.2011	Размещение 6-летних ОФЗ	25 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	3 734
18.08.2011	Оферта <b>Ростелеком, 1</b>	2 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Календарь основных корпоративных событий

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

+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 Демкин, 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

#### Трейдинг

**Денис Войничков**

+7 (495) 983 74 19

### 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

#### Трейдинг

**Елена Капица**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Рябчук**

+7 (495) 719 17 74

### 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

#### 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 — 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.