

Ежедневный обзор долговых рынков от 21 сентября 2011 г.

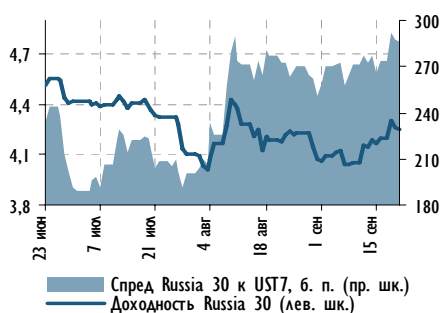


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,370	▲ 0,1%		2,4%
USD/RUB	31,38	▲ 0,3%		2,7%
Корзина валют/RUB	36,67	▲ 0,5%		4,3%
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	787,9	▲ 38,6		-100,4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	141,9	▲ 13,9		-427,7
MOSPRIME о/п	5,1	■ 0,0		3,4
3M-MOSPRIME	5,6	■ 0,0		1,6
3M-LIBOR	0,36	▲ 0,0		0,1
Долговой рынок				
UST-2	0,16	▲ 0,0		-0,4
UST-10	1,94	▼ 0,0		-1,4
Russia 30	4,26	▼ 0,0		-0,6
Russia 5Y CDS	231	▲ 2,1		85,7
EMBI+	377	▼ -2		129
EMBI+ Russia	285	▼ -3		86
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	111,73	▼ -4,6%		21,4%
Золото, долл./унц.	1803,6	▲ 1,4%		26,9%
Фондовый рынок				
ТСX	1 536	▲ 0,6%		-13,3%
Dow Jones	11 409	▲ 0,1%		-1,5%
Nikkei	8 756	▲ 0,4%		-14,4%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Настроение участникам рынка не смогли испортить ни снижение кредитного рейтинга Италии, ни даже отказ ряда китайских банков работать с некоторыми французскими банками и перевод счетов Siemens из Societe Generale в ЕЦБ.
- ▶ Поддержку рынку оказала вера в то, что у ФРС нет выбора, кроме как принять решение о дальнейшем стимулировании экономики – похоже, рынок безальтернативно ожидает «Operational Twist».
- ▶ Очередная телеконференция между Министром финансов Греции и представителями «тройки» вчера завершилась традиционно – соглашение о выделении 8 млрд евро в рамках пакета помощи (110 млрд евро) «почти достигнуто», тем не менее окончательное решение будет принято не ранее следующей недели.
- ▶ Заокеанские рынки к закрытию вторника растеряли весь внутрисуточный рост. DJIA прибавил менее 0,1%, S&P500 закрылся в минусе. Доходность UST10 (УТМ 1,94%) почти не изменилась. Ситуация на европейском денежном рынке сохранилась напряженной Euroibor-OIS спред остался в районе 80 б.п., в то же время LIBOR-OIS-спред немного сократился до 28,5 б.п.
- ▶ Ситуация на **рынке российских еврооблигаций** сохранилась достаточно волатильной и в целом была аналогична предыдущим дням – отмечено преобладание продавцов в бумагах с неинвестиционными рейтингами и выраженный интерес к российским суверенным выпускам и корпоративным бондам с инвестиционным рейтингом. По итогам дня котировки RUSSIA 30 (УТМ 4,26%) выросли, спред к UST10 сократился до 232 б.п. В свете ожидания результатов заседания ФРС мы не ожидаем сегодня высокой активности на рынках. **Мы полагаем, что принятие программы «Operational Twist» уже заложено в цене.**
- ▶ **Рублевый долговой рынок** оставался вчера во власти охвативших его в последние недели негативных факторов. Ценовые потери ОФЗ по итогам вторника составили в среднем 25–50 б.п., больше других, по данным ММВБ, пострадал ОФЗ-25065 (-1 п.п.). В корпоративных бумагах обращает на себя внимание существенный объем сделок в 6-летней МТС-7, которая также зафиксировала по итогам дня снижение котировок более чем на 50 б.п.
- ▶ Ожидаемый уровень доходности на сегодняшнем аукционе 10 млрд руб. 6-летнего выпуска ОФЗ-26206 был объявлен Минфином на уровне 8,0–8,1%. Вчера на оферах бумагу можно было приобрести по УТМ 8,2%, потому аукцион вряд ли имеет большие шансы на успех. Особенно когда ситуация с ликвидностью остается неопределенной (см. «Денежный рынок»).
- ▶ Рубль сегодня с утра продолжает котироваться возле локальных максимумов в 36,6 против корзины, вмененная доходность годового NDF все еще выше 6% годовых.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Эффективен ли «Operational Twist»?

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ РСХБ (–/Baa1/BBB) устанавливает купон по бондам серии 4 на уровне 7,5% на 2 года – еще один ориентир для вторичного рынка

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Высокий спрос на ликвидность: страховка от риска или попытка заработать?

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Транснефть (BBB/Baa1/–) опубликовала сильные результаты по МСФО за 1П11

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Россия:** аукцион ОФЗ-26206 (10 млрд руб.), возврат депозитов Минфину (40 млрд руб.)
- ▶ **США:** августовская статистика по рынку недвижимости (18:00 мск), итоги 2-дневного заседания FOMC (22:15 мск)



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Эффективен ли «Operational Twist»?

Возможно, скоро данный термин войдет в глобальный бизнес-лексикон, как в свое время вошел QE. В данный момент этот инструмент называется одним из наиболее вероятных. Однако его эффективность у критиков вызывает сомнения...

Суть данного термина – изменение формы кривой доходности US Treasuries за счет покупки средних и долгосрочных UST. Источниками средств для данной операции могут быть как средства от погашения бумаг, находящихся на балансе ФРС (UST, MBS), так и за счет продажи коротких выпусков ФРС. Снижение долгосрочных ставок должно оказать положительное влияние на настроения потребителей и инвесторов за счет того, что вложения в безопасные инструменты становятся неинтересными из-за низкой доходности, что должно стимулировать инвестиции в более рискованные активы, и, соответственно, рост их цены. Кроме того, вслед за ставками UST ожидается снижение ставок по ипотеке, что должно вызвать волну рефинансирования. Это, в свою очередь, через «эффект дохода», должно простимулировать рост потребительских расходов. Однако остается вопросом – будет ли работать данный механизм. Не исключено, что он был бы эффективен, если бы американская экономика находилась в другом состоянии – при безработице в 9,1% и высокой волатильности финансовых рынков на протяжении последних 4-х лет потребителям сложно вернуть уверенность. Кроме того, рост цен на сырьевые товары может привести к увеличению расходов домохозяйств...

Завершение программы («Operational Twist») некоторое время спустя (2012, 2013 и т.д.) будет болезненным для участников рынка. Иллюзий быть не должно: надо успеть избавиться от активов (в первую очередь облигаций), до того как произойдет сворачивание программы, и данный риск необходимо уже учитывать сегодня.

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

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

РСХБ (–/Baa1/BVV) устанавливает купон по бондам серии 4 на уровне 7,5% на 2 года – еще один ориентир для вторичного рынка

Вчера Россельхозбанк объявил, что ставка 9–12 полугодовых купонов по проходящим в начале октября через оферту облигациям серии 4 установлена на уровне 7,5% годовых, что соответствует YTP 7,64% @ октябрь 2013 г., или около 80 б.п. премии к не слишком ликвидному выпуску ОФЗ-26201 (YTM 6,85% @ октябрь 2013 г. по мид-маркету вчера).

В условиях неликвидных облигационных рынков с широкими бид/аск спредами данный уровень свидетельствует о том, где участники рынка видят справедливую доходность для рублевого долга одного из наиболее надежных отечественных банковских заемщиков с рейтингом инвестиционного уровня на 2 года. Мы полагаем, что всем организациям, в настоящее время рассматривающим вариант выхода на первичный облигационный рынок, следует принять это на заметку.

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

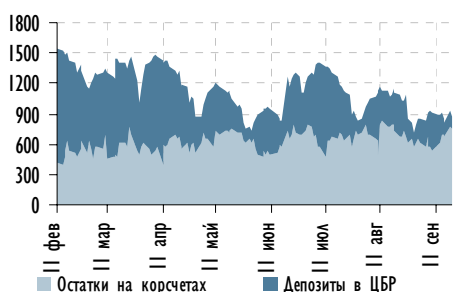
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Динамика чистой ликвидной позиции банков, млрд руб.



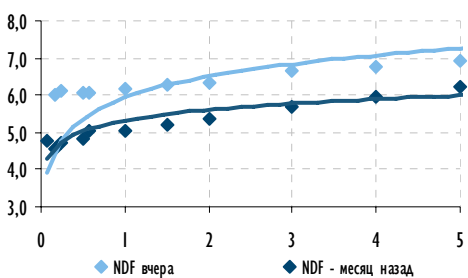
Источник: ЦБ РФ, Минфин, расчеты Газпромбанка

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Высокий спрос на ликвидность: страховка от риска или попытка заработать?

Вчера сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ пополнилась на 52,5 млрд руб., несмотря на выплату трети начисленного по итогам второго квартала НДС в бюджет, и составила на сегодняшнее утро чуть менее 930 млрд руб. Подобная динамика остатков была обусловлена поступлением средств от аукциона Минфина (проведенного в понедельник), а также от операций прямого РЕПО с ЦБ. В то же время необходимо отметить, что чистая ликвидная позиция банков (сумма ликвидных активов за вычетом краткосрочных обязательств перед ЦБ и Минфином) опустилась в зону отрицательных значений – впервые с ноября 2009 г.

Спрос на вчерашнем депозитном аукционе Минфина оказался предсказуемо высоким. За бюджетные средства во вторник конкурировали уже 17 банков (вероятно, к 10 кредитным организациям, которые не смогли привлечь финансирование в понедельник, добавились новые участники), а совокупный объем поданных заявок достиг почти 200 млрд руб. При этом повышенный спрос на ликвидность наблюдался не только на депозитном аукционе Минфина. По итогам утренней сессии прямого однодневного РЕПО банки привлекли еще 180 млрд руб., а также взяли около 12 млрд руб. в РЕПО на 7 дней.

Отметим, что действия ЦБ и Минфина по предоставлению банкам ликвидности помогли сгладить воздействие дефицита на стоимость заимствования на рынке МБК. Ставки по кредитам о/п для банков первого круга во вторник колебались в диапазоне 3,5–5,1%, и сегодня утром участники рынка выставляют котировки на уровне 5,0–5,25%. Сделки однодневного междилерского РЕПО на ММВБ заключались по ставкам 5,6–5,8%.

Тем не менее в сложившейся ситуации вызывает вопросы политика ЦБ в отношении обменного курса рубля. Российская валюта с начала сентября подешевела на 8,7% по отношению к доллару и на 5,8% по отношению к бивалютной корзине. При этом стоимость заимствования в рублях за этот период хоть и выросла на 100–120 бп, однако по-прежнему составляет около 5,5–5,6% годовых по двухнедельным и одномесячным межбанковским кредитам. Таким образом, создаются все предпосылки для спекуляций на валютном рынке, когда банки могут привлекать финансирование в рублях под низкий процент, покупать валюту (повышая таким образом ее стоимость), а затем, продав ее, расплатиться за кредит, при этом зафиксировав неплохую прибыль.

Ранее ЦБ не отличался большой терпимостью к действиям спекулянтов, и мы полагаем, что курс рубля приближается к отметкам, на которых Банк России может активизировать интервенции на валютном рынке. Стоимость бивалютной корзины 20 сентября обновила максимум с декабря 2009 г., поднявшись до уровня 36,56 руб. Однако продажа валюты ЦБ может негативно сказаться на уровне рублевой ликвидности, что, тем не менее, противоречит текущей политике по предоставлению рефинансирования банкам.

Сегодня банкам предстоит вернуть Минфину 40 млрд руб. с депозитов. Однако мы не ожидаем существенного влияния на баланс ликвидности на денежном рынке: привлеченных вчера у ведомства средств сполна хватит, чтобы рефинансировать эти обязательства. Кроме того, в четверг Минфин проведет третий за эту неделю аукцион по размещению на банковских депозитах временно свободных средств федерального бюджета. Ведомство предложит кредитным организациям 140 млрд руб. на срок 6 недель под минимальную ставку 5,05% – на 20 б.п. выше, чем вчера. Тем не менее мы полагаем, что спрос вновь превысит предложение – особенно если тенденция к ослаблению рубля сохранится.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 85)

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Транснефть
S&P/Moody's/Fitch BVB/Baa1/–

Транснефть опубликовала сильные результаты по МСФО за 1П11

Новость: Вчера Транснефть опубликовала отчетность по МСФО за 1П11. Выручка компании за отчетный период достигла 296,5 млрд руб. (+42,4% г/г), EBITDA составила 145,4 млрд руб. (+32,6% г/г). В течение первого полугодия величина совокупного долга сократилась на 5,5% и составила 558,6 млрд руб., в то же время чистый долг вырос на 24,2% до 382,1 млрд руб., в основном за счет уменьшения объема денежных средств из-за роста инвестиций в краткосрочные финансовые активы, а также финансирования инвестиционной программы.

Основные финансовые показатели ОАО «Транснефти», МСФО млн руб

	2008	2009	2010	1П11	1П10	г/г
Выручка	274 977	351 051	447 532	296 478	208 221	42,4%
EBITDA	160 798	216 419	239 465	145 362	109 640	32,6%
Рентабельность EBITDA, %	58,5%	61,6%	53,5%	49,0%	52,7%	-3,7 п.п.
Операционный денежный поток	119 657	163 176	194 465	69 039	112 525	-38,6%
Капитальные вложения	130 021	203 273	225 119	117 068	104 967	11,5%
Свободный денежный поток	-10 364	-40 097	-30 654	-48 029	7 558	-735,5%
Всего активов	963 129	1 419 747	1 651 635	1 728 905	1 520 162	13,7%
Собственный капитал	559 897	681 396	806 437	936 164	735 714	27,2%
Совокупный долг, в том числе	261 509	559 535	591 180	558 629	571 862	-2,3%
доля краткосрочного долга, %	24,5%	2,0%	1,8%	9,4%	2,6%	+ 6,8 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	60 565	283 658	283 653	176 531	275 973	-36,0%
ПОКАЗАТЕЛИ						
Долг/Собственный капитал, х	0,47	0,82	0,73	0,60	0,78	–
EBITDA/Процентные расходы, х	15,8	12,5	11,5	12,4	13,4	–
Чистый долг/EBITDA, х	1,25	1,27	1,28	1,39	1,34	–

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

В целом результаты оказались выше наших прогнозов.

- ▶ **Выручка.** Расхождения с нашими ожиданиями по выручке обусловлены более высокой выручкой от реализации нефти в Китай, прочих продаж и на 1,8% более высокой выручки от транспортировки нефти на внутренний рынок во 2К11.
- ▶ **EBITDA** превысила наши ожидания на 4,8% во 2К11 – в основном из-за более высокого уровня выручки, объем суммарных операционных затрат совпал с нашими прогнозами.
- ▶ **Контроль над затратами.** Мы отмечаем, что во 2К11 Транснефть достигла значительного прогресса в области контроля над затратами. Суммарные операционные расходы снизились на 6,7%, затраты на электроэнергию – на впечатляющие 15,3%, расходы на персонал сократились на 4,3%, а затраты на материалы – на 57,6%.

Мы напоминаем, что в апреле текущего года Президент РФ Дмитрий Медведев потребовал от контролируемых государством компаний добиться сокращения денежных расходов на закупку товаров и услуг на 10% ежегодно в течение ближайших 3-х лет, обозначив прогресс в данной проблеме как один из ключевых критериев для оценки эффективности деятельности менеджмента. Основным вопросом остается – насколько устойчивым будет этот тренд.

Капитальные вложения. В 1П11 Транснефть увеличила объем капитальных вложений на 11,58% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Рост объема инвестиций в основном носило сезонный характер.

На середину 2011 г. мы оцениваем показатель «Чистый долг/EBITDA» в 1,39х, что является вполне комфортным уровнем, принимая во внимание структуру краткосрочных активов.

Вчера в ходе встречи с аналитиками менеджмент заявил о намерениях оптимизировать структуру долга в первую очередь за счет погашения и рефинансирования долговых обязательств с высокими купонными/процентными ставками



В целом отчетность нейтральна для котировок долговых инструментов монополии, котировки которых сравнительно устойчивы к внешней волатильности

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

Иван Хромушин
Ivan.Khormushin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 89



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
21.09.11	Аукцион ОФЗ-26206	10 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	3 489
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	40 000
22.09.11	Оферта Северсталь, БО-1	15 000
	Депозитный аукцион Минфина сроком 7 недель	140 000
26.09.11	Уплата акцизов, НДС	
	Оферта Акрон, 2	3 500
27.09.11	Оферта ГСС, 1	5 000
	Оферта РМБ, 3	1 100
28.09.11	Уплата налога на прибыль	
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	70 000
	Аукцион 4-летних ОФЗ	10 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	4 775
	Погашение ОФЗ-25070	44 950
05.10.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	48 400
	Погашение ВТБ-24, 1	6 000
06.10.11	Погашение ФСК ЕЭС, 4	6 000
07.10.11	Оферта Россельхозбанк, 4	10 000
10.10.11	Погашение Газпромбанк, 3	10 000
	Оферта Ростелеком, 4	2 000
12.10.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	19 300
	Погашение ХКФ Банк, 4	3 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
21.09.11	Группа АСР: финансовые результаты по МСФО	1П11
29.09.11	Распадская: финансовые результаты по МСФО	1П11
сентябрь 2011	ММК: финансовые результаты по МСФО	2К11 и 1П11
сентябрь 2011	Синергия: финансовые результаты по МСФО	1П11
14.11.2011	РУСАЛ: финансовые результаты по МСФО	3К11 и 9М11

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

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

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) 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 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 Голодниккина

+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 Пеццименти

+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.