

Ежедневный обзор долговых рынков от 18 ноября 2011 г.

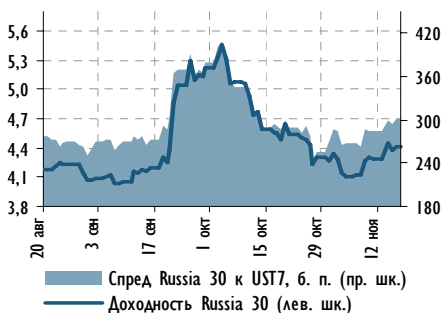


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,346	▼ 0,0%		0,6%
USD/RUB	30,82	▲ 0,3%		0,9%
Корзина валют/RUB	35,71	▲ 0,5%		1,6%
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	707,5	▼ -224,6		-180,8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	113,2	▼ -11,7		-456,4
MOSPRIME o/n	5,1	▼ -0,4		3,4
3M-MOSPRIME	6,8	▼ 0,0		2,8
3M-LIBOR	0,48	▲ 0,0		0,2
Долговой рынок				
UST-2	0,26	▲ 0,0		-0,3
UST-10	1,96	▼ 0,0		-1,3
Russia 30	4,41	▲ 0,0		-0,4
Russia 5Y CDS	246	▲ 5,8		100,5
EMBI+	375	▲ 11		127
EMBI+ Russia	294	▲ 9		95
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	108,12	▼ -2,5%		17,5%
Золото, долл./унц.	1721,8	▼ -2,4%		21,2%
Фондовый рынок				
PTC	1 513	▼ -0,5%		-14,6%
Dow Jones	11 771	▼ -1,1%		1,7%
Nikkei	8 384	▼ -1,1%		-18,0%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Вчера продажи рискованных активов продолжились на фоне отсутствия решительных действий со стороны европейских властей. В течение дня спреда облигаций ряда европейских стран – в частности, Франции и Испании – к Bund10 достигали исторических максимумов. Вчера две эти страны провели далеко не лучшие размещения своих еврооблигаций. Только вмешательство ЕЦБ позволило несколько сократить спреды.
- ▶ В фокусе вновь оказались разногласия Франции и Германии касательно роли ЕЦБ в стабилизации ситуации в еврозоне.
- ▶ Встреча представителей Греции с представителями частных кредиторов (IIS) прошла вчера без сюрпризов.
- ▶ Очередная порция хорошей статистики за октябрь (сокращение числа получающих пособия и рост количества выданных разрешений) и заявления У. Дадли (член FOMC, «голубь») о необходимости стимулирования экономики осталась незамеченной рынками в свете негативного влияния европейского долгового кризиса и отсутствия прогресса в работе Суперкомитета Конгресса по управлению бюджетом, который к 23 ноября должен предложить меры по сокращению бюджетного дефицита на 1,2 трлн долл. в течение 10 лет.
- ▶ По итогам дня основные фондовые индексы потеряли 1–2%. Доходность UST10 (УТМ 1,96%) снизилась до минимального с 5-го октября уровня, потеряв 4 б.п.
- ▶ S&P повысило кредитный рейтинг Бразилии (BBB/Baa2/BBB) на одну ступень до BBB. Повод инвесторам обратить внимание на долги развивающихся стран.
- ▶ Вчера котировки **российских еврооблигаций** находились под негативным давлением. В частности RUSSIA 30 (УТМ 4,42%) подешевела примерно на 0,25–0,5 п.п., завершив день в районе 117,6%, российский 5-летний CDS-спред расширился до 249 б.п. (+9 б.п.).
- ▶ Настроения участников **рублевого долгового рынка** вчера были преимущественно негативными. Котировки ОФЗ в среднем и длинном конце кривой просели до 30 б.п., котировки недавно вышедших на вторичные торги ФСК ЕЭС-15 и НЛМК БО-7 потеряли порядка 20 б.п. по цене. Активность была в целом невысокой – похоже, инвесторы занимают выжидательные позиции в отсутствие какой-то конкретики относительно сроков нормализации ситуации в западных финансах.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Ослабление спроса на ликвидность – временное явление

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Еврохим (BB-/BB)**: сильные результаты по МСФО за 9М11
- ▶ **ОАО «Терминал»** будет присоединено к Шереметьево до конца года. Позитивно для **Аэрофлота (-/BB+)**

ТЕКУЩИЕ СДЕЛКИ

- ▶ **ГК «Российские автомобильные дороги»** открыла до 1 декабря книгу по размещению облигаций серии 01 объемом 3,0 млрд руб.; ориентир доходности УТМ 9,47-9,99% к погашению через 5 лет. По выпуску предусмотрена государственная гарантия РФ

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **США**: опережающие индикаторы в октябре (19:00 мск), выступления членов FOMC Р. Фишера и У. Дадли

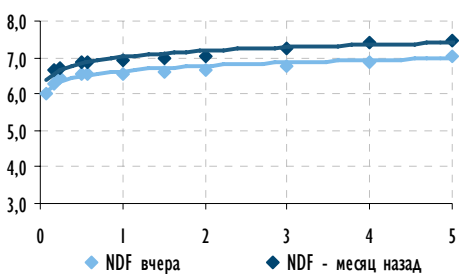
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Ослабление спроса на ликвидность – временное явление

Спрос на инструменты рефинансирования ЦБ остается нестабильным. Так, вчера банки рефинансировали лишь 178,5 млрд руб. из совокупной задолженности в размере 387,4 млрд руб. по операциям однодневного прямого РЕПО с Банком России. В результате сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ вчера резко сократилась и на утро пятницы составила 820,7 млрд руб.

Несмотря на временное ослабление спроса на ликвидность (о чем свидетельствуют итоги депозитного аукциона Минфина во вторник и снижение задолженности по операциям прямого РЕПО), пик обострения дефицита, по всей видимости, еще не пройден. На следующей неделе банкам предстоит довольно существенные налоговые платежи (прежде всего, по НДС – 21 ноября, и НДСПИ – 25 ноября), а также возврат Минфину 95 млрд руб. с депозитов, в связи с чем спрос на инструменты рефинансирования может вновь возрасти. При этом первый зампред ЦБ Сергей Швецов накануне заявил о том, что ЦБ будет тесно координировать политику предоставления ликвидности с Минфином, и в случае необходимости будет замещать истекающие бюджетные депозиты. Он также отметил, что в случае обострения ситуации на денежном рынке Банк России может понизить требования к бумагам, принимаемым в обеспечение по сделкам с ЦБ, что расширит возможности банков по привлечению средств. Однако пока необходимости в подобных действиях С. Швецова не видит.

Стоимость заимствования на рынке МБК в четверг находилась в диапазоне 4,5–5,25%, а сегодня утром кредитные организации выставляют котировки на уровне 4,75–5,25% (ставки по кредитам о/п для банков первого круга).

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Еврохим
S&P/Moody's/Fitch

BB-/BB

Еврохим: сильные результаты по МСФО за 9М11

Новость: Еврохим вчера раскрыл финансовые результаты за 3К11 и 9М11 по МСФО, показавшие сильную динамику выручки и EBITDA.

Мы обращаем внимание на возросший объем операций со связанными сторонами – в 3К11 Еврохим продолжил выкупать собственные акции у материнской компании, финансируя эти расходы из заемных средств. В то же время благодаря росту денежных потоков левверидж Группы пока остается умеренным – 1,2х «Чистый долг/EBITDA».

Результаты нейтральны для торгующихся выпусков рублевых бондов Еврохим, ликвидность в которых в последнее время практически отсутствует.

Комментарий: Наши основные выводы из представленных цифр мы приводим ниже:

- ▶ Выручка Еврохим в 3К11 выросла на 17% кв/кв, EBITDA – на 22% кв/кв на фоне позитивной конъюнктуры на рынках удобрений, в особенности в азотном сегменте: средние цены на карбамид в 3К11 выросли на 17%, средняя экспортная цена на диаммоний фосфат прибавила 9% кв/кв. EBITDA по сегменту азотных удобрений выросла на 46% кв/кв, норма прибыли по сегменту увеличилась с 35% до 45% кв/кв (в фосфатном сегменте рентабельность по EBITDA осталась около уровня 2К11, 39%). В целом данный показатель вырос на 1 п.п. кв/кв – позитивный эффект от роста прибыльности в азотном сегменте был нивелирован убытком по сегменту «прочая деятельность».
- ▶ Компания поделилась позитивными ожиданиями в отношении спроса на удобрения в следующем году, а также в краткосрочной перспективе.

- ▶ На фоне роста EBITDA Еврохим получил почти 5 млрд руб. свободного денежного потока в 3К11 (во 2К11 – отрицательная величина) и 9,8 млрд руб. – за 9М11.
- ▶ В 3К11 Еврохим продолжил выкупать собственные акции у материнской компании Eurochem Group S.E., направив на эти цели 18,4 млрд руб. Всего за 9М11 компания выкупила 9,04% акций на 27 млрд руб. В 3К11 выкуп был профинансирован собственным свободным денежным потоком, а также новыми заемными средствами – в частности, привлеченным в июле новым синдицированным кредитом.
- ▶ В 3К11 Еврохим заметно увеличил кредитный портфель: совокупный долг вырос на 25 млрд руб. (+60% кв/кв) после привлечения нового синдицированного кредита на 1,3 млрд долл. в июле, часть которого была направлена на замещение оставшихся 558 млн долл. существовавшего кредита на 1,5 млрд долл. При этом, благодаря росту EBITDA, левэридж остался на вполне умеренном уровне – 1,2х в терминах «Чистый долг/EBITDA».
- ▶ Мы обращаем внимание, что до конца года определенное давление на кредитные метрики может оказать объявленная в сентябре сделка по покупке азотных активов BASF в Европе (завод в Антверпене и 50% доля в СП во Франции). Общая приблизительная стоимость активов составляет 705 млн евро, компания рассчитывает закрыть сделку в 1К12. Для финансирования расходов Еврохим может использовать подписанную с сентября пятилетнюю кредитную линию в Сбербанке на 20 млрд руб.

Основные финансовые показатели Группы Еврохим, млн руб, МСФО

млн руб.	2009	2010	9М11	г/г	9М10	3К11	кв/кв	2К11
Выручка	73 577	97 788	98 270	41%	69 652	36 185	17%	30 866
EBITDA	13 274	29 416	37 249	95%	19 125	13 838	22%	11 360
EBITDA margin, %	18%	30%	38%	+11 п.п.	27%	38%	-2 п.п.	37%
Операционный денежный поток	15 760	24 522	26 289	66%	15 860	11 600	112%	5 480
Капитальные вложения	-18 702	-20 464	-16 470	21%	-13 587	-6 616	10%	-6 000
Свободный денежный поток	-2 942	4 058	9 819	332%	2 273	4 984	-	-520
Всего активов	128 776	149 468	163 762	20%	136 376	163 762	4%	157 010
Собственный капитал	73 195	94 505	80 686	-4%	84 014	80 686	-20%	101 176
Совокупный долг, в том числе	47 221	42 827	67 781	60%	42 440	67 781	60%	42 489
доля краткосрочного долга, %	26%	29%	20%	+26 п.п.	30%	20%	+11 п.п.	63%
Денежные средства и эквиваленты	10 676	8 897	11 727	92%	6 122	11 727	37%	8 540
Показатели								
Долг/Капитал, х	0,6	0,5	0,8	-	0,5	0,8	-	0,4
EBITDA/Чистые процентные расходы, х	8,4	15,6	19,4	-	14,6	19,4	-	10,1
Чистый долг/EBITDA, х	2,75	1,15	1,18	-	1,64	1,18	-	0,83
Долг/Свободный денежный поток	отр	10,6	5,8	-	-63,5	5,8	-	7,4

Источник: Данные компании, расчеты ГПБ

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92Аэрофлот
S&P/Moody's/Fitch

-/-/BB+

ОАО «Терминал» будет присоединено к Шереметьево до конца года

Новость: В среду в Минэкономразвития под председательством министра экономического развития Эльвиры Набиуллиной прошло совещание по вопросу консолидации активов ОАО «Международный аэропорт "Шереметьево"» (МАШ) и ОАО «Терминал» (управляет терминалом D). На совещании был одобрен план-график осуществления необходимых мероприятий, позволяющий завершить процесс консолидации до конца 2011 года. Об этом сообщило агентство «Интерфакс».

Комментарий: Присоединение Терминала к МАШ было одобрено еще в конце 2010 года, и консолидация должна была состояться в 1П11, однако разногласия сторон по поводу оценки стоимости Терминала, а следовательно о доли в консолидированном МАШ, не позволили завершить процедуру в установленный срок.

В начале июня совет директоров Шереметьево утвердил окончательную оценку аэропортового комплекса и Терминала на уровне 63,8 млрд руб., при



этом имущество терминала D было оценено в 10,8 млрд руб. Таким образом, после объединения основным акционером нового комплекса останется государство, доля которого снизится до 83%, пакет Аэрофлота составит 9%, а ВЭБ и ВТБ сохраняют за собой по 4%. В пользу акционеров Терминала будет проведена допэмиссия в размере 17% акций от уставного капитала МАШ. Предполагается, что после объединения терминала D и Шереметьево будет выбрана управляющая компания для новой структуры.

Объединение Терминала и МАШ в первую очередь необходимо Аэрофлоту, который владеет контрольным пакетом акций Терминала и консолидирует долг последнего на своем балансе. На текущий момент чистый долг Терминала превышает 900 млн долл., а смена контролирующего акционера позволит Аэрофлоту деконсолидировать долги последнего.

С учетом присоединенных авиационных активов государственной корпорации Ростехнологии консолидированный долг дочерних структур Аэрофлота вплотную приблизился к 2 млрд долл. (чистый долг авиактивов Ростехнологий оценивается в 800 млн долл.), что существенно ухудшает кредитные метрики авиаперевозчика, и, как следствие, может привести к снижению кредитных рейтингов и удорожанию кредитных ресурсов.

Алексей Астапов
Alesei.Astapov@gazprombank.ru
+7 (495) 428 49 33



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
21.11.11	Уплата 1/3 НДС за 3-й квартал 2011 г. Оферта Внешпромбанк, 1	1 500
23.11.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков Аукцион 10-летних ОФЗ	95 000 10 000
25.11.11	Уплата акцизов, НДС	
28.11.11	Уплата налога на прибыль Оферта РЖД, 12	15 000
29.11.11	Погашение Интегра-Финанс, 2	3 000
30.11.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков Купонные выплаты по ОФЗ	38 000 3 231
01.12.11	Оферта МОЭК, 1 Оферта ТКС Банк БО-2 Оферта Меткомбанк, 1	6 000 1 500 900
05.12.11	Оферта Внешпромбанк БО-1	3 000
07.12.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков Аукцион 6-летних ОФЗ Купонные выплаты по ОФЗ	73 210 10 000 2 572
08.12.11	Оферта Россельхозбанк, 5 Оферта Райффайзенбанк, 4 Оферта ЧТПЗ БО-1	10 000 10 000 5 000
09.12.11	Оферта ВТБ-Лизинг Финанс, 7	5 000
14.12.11	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов Возврат Минфину средств с депозитов банков	5 000 226 950
15.12.11	Уплата страховых взносов в фонды	

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
21.11.11	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3К11
29.11.11	ТМК: финансовые результаты по МСФО	9М11
30.11.11	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	3К11
08.12.11	Башнефть: финансовые результаты по МСФО	3К11
декабрь 2011	Русгидро: финансовые результаты по МСФО	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) 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 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 Голодкинская

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

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

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

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, CFA

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

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

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

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.