

Ежедневный обзор долговых рынков от 24 сентября 2012 г.

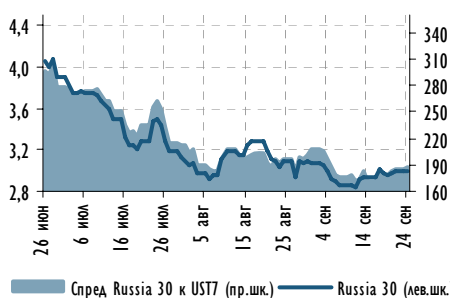


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,298 ▲	0,1%	0,1%
USD/RUB	31,02 ▼	-0,7%	-3,5%
Корзина валют/RUB	35,17 ▼	-0,4%	-3,5%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	812,9 ▲	42,7	-334,5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	67,4 ▼	-0,9	-141,3
MOSPRIME о/н	5,63% ▲	10 б.п.	0 б.п.
3М-MOSPRIME	7,16% ▼	-1 б.п.	-6 б.п.
3М-LIBOR	0,37% ▼	0 б.п.	-21 б.п.
Долговой рынок			
UST-2	0,26% ■	0 б.п.	2 б.п.
UST-10	1,75% ▼	-1 б.п.	-12 б.п.
Russia 30	2,99% ▲	1 б.п.	-158 б.п.
Russia 5Y CDS	141 б.п. ▼	-1 б.п.	-134 б.п.
EMBI+	283 б.п. ▼	0 б.п.	-94 б.п.
EMBI+ Russia	174 б.п. ▲	5 б.п.	-147 б.п.
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	110,60 ▲	1,0%	4,6%
Золото, долл./унц.	1773,1 ▲	0,3%	13,4%
Фондовый рынок			
ТС	1 523 ▲	0,4%	10,2%
Dow Jones	13 579 ▼	-0,1%	11,1%
Nikkei	9 110 ▲	0,3%	7,7%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Пятница, как и предыдущие дни, не добавила ясности в отношении дальнейшего направления движения рынков. И похоже, что участники рынка продолжают свыкаться с мыслью, что после объявления ОМТ и QE3 в ближайшее время надеяться на новую волну позитивных событий, которые могли бы поддержать оптимизм рынков, вряд ли стоит – в особенности до тех пор, пока слабые экономические данные. Возможный положительный импульс рынкам может придать в ближайшее время формальное обращение Испании за помощью.
- ▶ По итогам прошедшей недели DJIA и S&P 500 потеряли 0,1% (-0,1% в пятницу) и 0,4% (-0,01%) соответственно. Доходность UST10 (УТМ 1,75%) в пятницу продолжила снижаться (-1 б.п.). На текущей неделе рынки будут ждать данных по рынку недвижимости США, заказам товаров длительного пользования, по расходам и доходам населения.
- ▶ Европейские индексы, за исключением FTSE 100 (-0,03%), показали в основном позитивную динамику на спекуляциях о том, что правительство Испании близко к тому, чтобы официально обратиться за помощью в европейские стабилизационные фонды (ESM) и позволить ЕЦБ выкупать короткие испанские облигации. Однако существует и ряд весомых причин, по которым Испания в ближайшее время может не обратиться за помощью. Отдельно отметим, что в конце прошлой недели глава германского Минфина Вольфганг Шойбле заявил, что Испании нужна не программа помощи, а стабильность на финансовых рынках. Курс евро в пятницу немного укрепился до 1,298 долл. (+0,1%)
- ▶ **Российские еврооблигации** провели пятницу без существенных ценовых колебаний. RUSSIA30, по данным Bloomberg, завершила день в районе 125,3% от номинала, спред к UST10 по итогам последнего рабочего дня составил 124 б.п. (против 122 б.п. накануне).
- ▶ Котировки **рублевых бондов** в пятницу существенно не изменились на фоне отсутствия четкого тренда на валютном рынке. В ОФЗ единственным исключением стали семилетние бумаги (26208), которые пользовались относительным спросом – котировки прибавили 20 б.п.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ **Денежный рынок: относительно благоприятная ситуация**

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

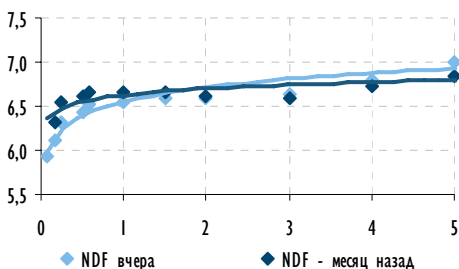
- ▶ **Промсвязьбанк (-/Ba2/BB-)** начинает премаркетинг накануне IPO
- ▶ **Отчетность Распадской (-/B1/B+)** по МСФО за 1П12: ожидаемое ухудшение. Кредитный профиль остается устойчивым

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Европа:** индекс делового климата института IFO в сентябре (12:00 мск)
- ▶ **США:** индекс производственной активности ФРБ Далласа в сентябре (18:30 мск)

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК
Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР


Источник: Bloomberg

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


Источник: Bloomberg

Денежный рынок: относительно благоприятная ситуация
► Чистая ликвидная позиция выросла на 71,4 млрд руб.

Остатки на корсчетах и депозитах по состоянию на утро 24 сентября выросли на 41,8 млрд руб. до 880,3 млрд руб., что является весьма комфортным уровнем для банков в период налоговых выплат. Совокупная задолженность банков перед ЦБ и Федеральным казначейством снизилась на 29,6 млрд руб. до 2,45 трлн руб. В итоге чистая ликвидная позиция отскочила вверх – до минус 1,57 трлн руб. (+71,4 млрд руб.).

► Операции рефинансирования: предложение регулятора оказалось недостаточным

В пятницу Банк России предложил на аукционе прямого 1-дневного РЕПО 30,0 млрд руб., однако спрос со стороны участников почти в два раза превысил предложение. Средневзвешенная ставка сложилась на уровне 5,84% (+9 б.п. к уровню четверга).

Завтра Федеральное казначейство предложит для размещения на банковские депозиты 50,0 млрд руб. сроком на 91 день по минимальной ставке 6,9%. Аналогичный аукцион запланирован на 27 сентября. Мы полагаем, что предложение «длинных» денег уже не будет так востребовано до конца года, как это было в летние месяцы.

► Ставки междилерского РЕПО упали на 7 б.п.

Ставки 1-дневного междилерского РЕПО упали на 7 б.п. до 5,82%. Оборот торгов был средним – 104,7 млрд руб.

Сегодня возможен рост ставок в связи с приближением очередной даты налогового периода (25 сентября) – уплата акцизов (около 80,0 млрд руб. – «внутренний» акциз) и НДС (около 190,0 млрд руб.).

► Валютный рынок: рубль укрепился, ЦБ не осуществлял интервенций

В пятницу рубль начал отыгрывать потери, понесенные с начала недели. Этому способствовали умеренно позитивные настроения на глобальных рынках.

Бивалютная корзина снизилась на 0,17 руб. до 35,24 руб. Доллар США подешевел на 0,22 руб., закрывшись на 31,03 руб. Евро терял позиции менее стремительно – падение составило всего 0,11 руб., курс закрытия – 40,38 руб./евро. Ставки NDF на ближнем участке кривой потеряли около 6–10 б.п., на среднем и дальнем сегментах – 9–14 б.п.

На прошлой неделе регулятор воздержался от валютных интервенций.

Иван Синельников
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ
Промсвязьбанк
S&P/Moody's/Fitch

–/Ba2/BB-

Промсвязьбанк начинает премаркетинг накануне IPO

Новость. Утренние газеты (Ведомости, Коммерсант) пишут о начинающемся сегодня премаркетинге накануне IPO Промсвязьбанка. Род-шоу должно последовать в период со 2 по 11 октября, размещение состоится до середины октября.

Согласно изданиям, инвесторам будут предложены около 30% существующих акций Промсвязьбанка, после чего нынешние акционеры выкупят допэмиссию. В итоге доля нынешних контролирующих акционеров – братьев Ананьевых – снизится с 88,3% до 63–68%, доля акций в свободном обращении составит 20–25%, доля ЕБРР (11,7%) при этом измениться не должна – банк планирует конвертировать в новые акции часть субординированного кредита на 3,5 млрд руб.,



предоставленного в 2011 г. От сделки планируется выручить 500 млн дол., банк ориентируется на мультипликатор 1,0–1,1х к капиталу.

Комментарий. Решение Промсвязьбанка размещать акции сейчас вряд ли выглядит удивительным. В последние годы банк проводил активную подготовку к IPO, вернувшись к росту бизнеса и «расчистив» баланс, при этом момент, при прочих равных, можно считать удачным – после объявленных недавно мировыми регуляторами стимулирующих мер и состоявшегося на прошлой неделе SPO Сбербанка. Вместе с тем, по состоянию на вечер пятницы, мультипликатор в 1,0–1,1х капитала выглядел несколько завышенным – так, средний показатель по российским банкам составлял 0,9х (для капитала на конец 2012 г.), а показатель выше 1,0х был только у Сбербанка (1,3х). Возможно, организаторы рассчитывают на рост финансовых рынков до момента завершения роад-шоу, что сделает желаемые мультипликаторы достижимыми.

С фундаментальной точки зрения участие в IPO Промсвязьбанка – 10-го по величине активов российского банка – может быть небезынтересно для инвесторов в акции финансовых институтов EM. При этом, однако, надо понимать, что в последние годы банк является далеко не лидером в России по рентабельности деятельности (ROAE в 10,8% и 13,5% по итогам 2011 г. и 1П12, МСФО), а некоторые бизнес-процессы еще нуждаются в отладке (к примеру, бурно развивающийся розничный бизнес пока все еще убыточен для банка).

Успешное IPO вполне может стать тем драйвером, который привлечет внимание к долговым инструментам Промсвязьбанка – даже несмотря на то, что точное распределение между «новым» капиталом, который получит сам банк, и продажей доли существующих акционеров пока не известно. Мы замечаем, что спред между старшими PROMBK17 и ALFARU17 по-прежнему близок к своим локальным максимумам – 270 б.п. в терминах Z-спреда – при справедливом уровне не более 200 б.п.

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

Отчетность Распадской по МСФО за 1П12: ожидаемое ухудшение. Кредитный профиль остается устойчивым

Новость. Распадская в пятницу опубликовала финансовые результаты за 1П12, показавшие снижение выручки и ухудшение рентабельности на фоне слабого рынка угля и роста издержек, а также рост леввериджа. На наш взгляд, ухудшение финансовых показателей было ожидаемым. При этом кредитные метрики остаются в зоне комфортных значений, компания генерирует положительный свободный денежный поток, а риски ликвидности, учитывая запас наличности и график погашения долга, представляются нам минимальными. В целом мы по-прежнему считаем кредитный профиль Распадской достаточно устойчивым к негативным внешним шокам.

Евробонд RASPAD17 (YTM 7,06%, Z-спред 628 б.п.) сохраняет привлекательность с текущим спредом к кривой Евразия порядка 95 б.п. (в терминах Z-спреда, по отношению к EVRAZ17): на наш взгляд, справедливая премия должна составлять около 50 б.п.

Комментарий.

Снижение выручки на фоне падения цен. Выручка Распадской в 1П12 снизилась на 24% г/г на фоне негативной динамики цен на концентрат (-24% в России). Объемы реализации выросли на 9% кв/кв за счет возобновления экспорта на Украину (начиная с 4К11) и в Азию (со 2К12), что компенсировало падение продаж в России (-6% кв/кв). В то же время экспортные цены были ниже внутривнутрироссийских – на Украине «дисконт» к российской цене во 2-м квартале составил 21%, в Азии – 12%.

Распадская
S&P/Moody's/Fitch

–/B1/B+

Пересмотр прогноза по добыче. Проблемы со спросом на внутреннем рынке привели к заметному росту запасов готовой продукции (за 1П12 выросли с 213 тыс. тонн до 591 тыс. тонн.) и вынужденному сокращению добычи в июле: по данным Металлэксперта, они снизились на треть по сравнению с июнем, до 430 тыс. тонн (в июне и мае – 632 и 644 тыс. т). Учитывая этот факт, пересмотр прогноза по добыче на 2012 год был ожидаемым: Распадская понизила ориентир с 10,56 млн тонн до 7 млн тонн, что предполагает небольшой рост (+4%) во в 2-м полугодии к уровню 1П12. В 2013 году Распадская прогнозирует добычу на 10-15% ниже по сравнению с прежним ориентиром (13,4 млн тонн), что трансформируется в 11,4–12,1 млн тонн.

Рост издержек за счет расходов по ликвидации аварии на шахте «Распадская», а также по причине отставания объемов добычи от плана. Удельные издержки производства концентрата в 1П12 увеличились до 62 долл./т (по сравнению с 50 долл./т в 1П11 и 2011) на фоне заметного роста таких компонентов себестоимости, как фонд оплаты труда (+30% г/г) и страховые взносы (+29% г/г), а также материалы (+44% г/г). Рост объясняется как отнесенными на себестоимость расходами, связанными с окончанием основного этапа ликвидации аварии шахты «Распадская» (фактор, который, вероятно, уже не будет оказывать давление на издержки во 2-м полугодии), так и увеличением объемов работ по подготовке новых забоев. Комментируя высокий уровень затрат, компания отметила, что при условии достижения плановых объемов добычи и реализации себестоимость производства 1 т была бы не менее чем на 30% ниже (то есть порядка 42-43 долл./т) фактической за 1П12.

На фоне роста издержек, рентабельность EBITDA Распадской снизилась до 34% (-14 п.п. г/г)

Основные финансовые показатели Распадской по МСФО, млн долл.

	2008	2009	2010	2011	1П11	1П12	п/п
Выручка	1 200	497	706	726	377	285	-24%
EBITDA	873	254	342	327	181	96	-47%
EBITDA margin, %	73%	51%	48%	45%	48%	34%	-14 п.п.
Операционный денежный поток	571	210	299	226	155	65	-58%
Капитальные вложения	-284	-153	-138	-144	-78	-36	-54%
Свободный денежный поток	287	57	162	82	77	29	-63%
Всего активов	1 761	1 850	2 075	1 978	2 335	1 838	-21%
Собственный капитал	1 184	1 275	1 504	1 062	1 733	1 027	-41%
Совокупный долг, в том числе	351	332	311	305	307	554	81%
Доля краткосрочного долга, %	11%	9%	2%	100%	99%	10%	-88 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	187	178	323	260	415	148	-64%
Показатели							
Долг/Капитал, х	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,5	-
EBITDA/Чистые процентные расходы, х	61	20	34	29	32	6	-
Чистый долг/EBITDA, х	0,2	0,6	отр.	0,1	отр.	1,7	-
Долг/Свободный денежный поток, х	1,2	5,8	1,9	3,7	1,3	16,4	-

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Положительный свободный денежный поток, объем капитальных затрат пересмотрен в соответствии с прогнозом добычи. Несмотря на снижение рентабельности, Распадская продолжает стабильно генерировать положительный свободный денежный поток (порядка 30 млн долл. за 1П12) на фоне двукратного снижения инвестиционных расходов (до 36 млн долл.) после того, как основные работы по восстановлению шахты «Распадская» были завершены. Прогноз компании по объему капитальных вложений на 2П12 и 2013 – порядка 12 долл. на тонну добычи. Учитывая прогноз добычи на год, это соответствует значению 43 млн долл. во 2-м полугодии 2012 г., таким образом за весь 2012 г. Распадской будет потрачено около 80 млн долл. Это почти вдвое меньше прежнего прогноза (около 150 млн долл., по данным из проспекта еврооблигаций компании). На наш взгляд, гибкость инвестиционных расходов относительно планируемых объемов выпуска должна позволить компании остаться в зоне положительного свободного денежного потока и во 2-м полугодии.



Ожидаемый рост левериджа, низкие риски ликвидности. Леверидж Распадской ожидаемо вырос после финансирования выкупа акций в 1П12 на 396 млн долл.: совокупный долг на 30/06/12 составил 554 млн долл., соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» – 1,7х («Общий долг/ЕБИТДА – 2,3х). Отметим, что компания сохраняет довольно значительный запас ликвидности – порядка 150 млн долл. денежных средств и краткосрочных депозитов. Кредитный портфель Распадской в основном состоит из нового выпуска еврооблигаций с погашением в 2017 году и кредита Райффайзенбанка на 150 млн долл.: изначально условия кредита предполагали амортизацию и погашение в феврале 2014 г., однако компания достигла договоренности о переносе даты погашения на декабрь 2015 г. единовременным платежом. Кроме того, Распадская договорилась об изменении ковенанты по кредиту и 3х «Чистый долг/ЕБИТДА» (maintenance test) до 3х «Общий долг/ЕБИТДА» (incurrence test). Таким образом, первый существенный платеж по долгу предстоит в 2015 году.

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

Наталья Шевелева
Natalia.Sheveleva@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 48)



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
24.09.12	Оферта Русфинанс Банк, 8	2 000
25.09.12	Погашение Национальный капитал, 1	3 000
	Оферта ГСС, 1	5 000
	Оферта Русфинанс Банк, 9	2 000
	Оферта Транскапиталбанк, 2	1 800
	Уплата акцизов, НДС	
26.09.12	Оферта Банк Зенит БО-2	5 000
	Оферта РМБ, 3	1 100
	Аукцион ОФЗ-25080	25 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	6 068
28.09.12	Уплата налога на прибыль	
01.10.12	Оферта Восточный экспресс БО-2	2 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
20.11.12	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3К12
21.11.12	Alliance oil: финансовые результаты по МСФО	3К12

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, СГА

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

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

Редакторская группа

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

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

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговлей и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войникоис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, СГА

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

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 торговлей и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

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 Пещини

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление электронной торговлей

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, СГА

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2012. «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.