

# Ежедневный обзор долговых рынков от 26 апреля 2013 г.

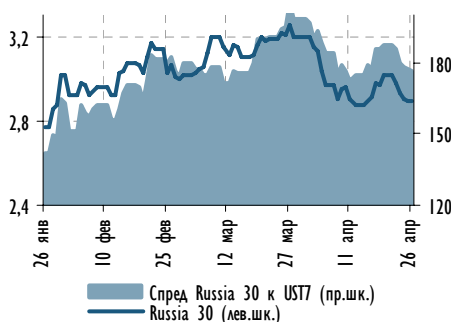


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>			
EUR/USD	1,301	▼ 0,0%	-1,6%
USD/RUB	31,14	▼ -1,1%	2,6%
Корзина валют/RUB	35,36	▼ -1,1%	1,6%
<b>Денежный рынок</b>			
Корсчета, млрд руб.	977,5	▼ -26,6	-169,9
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	104,3	▼ -4,0	-104,4
MOSPRIME о/н	6,50%	▲ 2 б.п.	3 б.п.
3М-MOSPRIME	7,16%	■ 0 б.п.	-31 б.п.
3М-LIBOR	0,28%	■ 0 б.п.	-3 б.п.
<b>Долговой рынок</b>			
UST-2	0,23%	▼ 0 б.п.	-2 б.п.
UST-10	1,71%	▲ 0 б.п.	1 б.п.
Russia 30	2,89%	▼ -1 б.п.	31 б.п.
Russia 5Y CDS	138 б.п.	▼ -1 б.п.	6 б.п.
EMBI+	281 б.п.	▲ 0 б.п.	26 б.п.
EMBI+ Russia	165 б.п.	▼ -3 б.п.	33 б.п.
<b>Товарный рынок</b>			
Urals, долл./барр.	102,36	▲ 1,4%	-6,6%
Золото, долл./унц.	1467,9	▲ 2,5%	-11,4%
<b>Фондовый рынок</b>			
PTC	1 388	▲ 0,9%	-9,1%
Dow Jones	14 701	▲ 0,2%	13,6%
Nikkei	13 926	▲ 0,6%	34,0%

Источник: Bloomberg

## Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ✓ Большой, чем ожидалось, рост ВВП Великобритании в 1К13, позитивные корпоративные отчеты и снижение заявок на пособие по безработице в США поддержали финансовые рынки в четверг. S&P 500 рос 5-ю сессию подряд (+0,4%), UST10 YTM осталась прежней – 1,70%.
- ✓ Инвесторы не готовы делать ставку на рост доходностей UST даже на фоне ожиданий 3% роста ВВП в 1К13: Минфин США накануне успешно провел аукцион по UST7, приток в облигации США подскочил на прошлой неделе более чем вдвое (до 4,5 млрд долл., +2,4 млрд долл.).
- ✓ Проблема потолка госдолга в США может сдвинуться на осень: в Bipartisan Policy Center полагают, что изменения в налоговом законодательстве и рост экономики позволят отложить решение проблемы до середины-конца сентября.
- ✓ Участники рынка по-прежнему ждут снижения ставки ЕЦБ, несмотря на неожиданно жесткую позицию Германии: Goldman Sachs накануне ухудшил прогноз по ВВП еврозоны на 2013 г. до -0,7% с -0,5%. Пара EUR/USD уходила ниже 1,30 и завершила день без изменений – 1,3011.
- ✓ Ликвидность от QE Банка Японии пока не пришла на рынок, но «переток» неизбежен, и долговые рынки EM, включая российский, могут стать его бенефициарами (см. «Темы глобального рынка»). Банк Японии по итогам сегодняшнего заседания подтвердил курс на QE.
- ✓ Спокойный день в **российских еврооблигациях**: RUSSIA30 (YTM 2,89%) стабильна – 125,69% (+0,06 п.п.), спред к UST10 сузился еще на 2 б.п. до 119 б.п. Вне суверенного сегмента рост котировок был отмечен в длинных выпусках Вымпелкома (+0,2-0,3 п.п.), а также в новом PGILLN20 (YTM 5,28%), подорожавшем на 0,4 п.п. до 102,01%.
- ✓ Притоки в облигации EM снова ускоряются: по данным EPFR Global, за неделю к 24 апреля в облигации EM было вложено 1,1 млрд долл. (+262 млн долл. WoW), в российские облигации было инвестировано 121 млн долл. (+26 млн долл. WoW). Вложения в DM подскочили на 3,3 млрд долл. до 5,6 млрд долл.
- ✓ На **локальном рынке** спрос вновь сконцентрировался на дальнем конце кривой, по итогам торгов доходности длинных выпусков снизились на 2-6 б.п. и сейчас находятся вблизи минимумов этого года. В сегменте средней дюрации снижение доходностей составило 0-2 б.п. Бенчмарк 26207 закрылся на уровне 6,89% (+0,55 п.п. в цене), 26212 – на 6,98% (+0,2 п.п. в цене).

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ QE Банка Японии: когда и куда пойдет «лавины» ликвидности?

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Ситуация стабильна, рубль укрепляется

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **МОЭСК (ВВ/Ва2/-)**: неплохая отчетность по МСФО за 2012 г. Нейтрально для облигаций

## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Европа**: данные по депозитам в банках еврозоны за март
- ▶ **США**: предварительная оценка ВВП за 1К13 (16:30 мск)

### QE Банка Японии: когда и куда пойдет «лавиная» ликвидности?

Запуск QE Банка Японии 4 апреля пока не привел к притоку японских денег на глобальные рынки: объем нетто-покупок иностранных облигаций сокращается с начала апреля (-8,7 млрд долл. за неделю к 20 апреля). Вероятно, локальные инвесторы предпочитают продавать иностранные облигации и вкладывать полученные средства в стремительно растущий фондовый рынок страны. Тем не менее мы не сомневаемся, что в самое ближайшее время направление денежных потоков от QE развернется, а его бенефициаром станут в том числе и долговые рынки EM, включая российский.

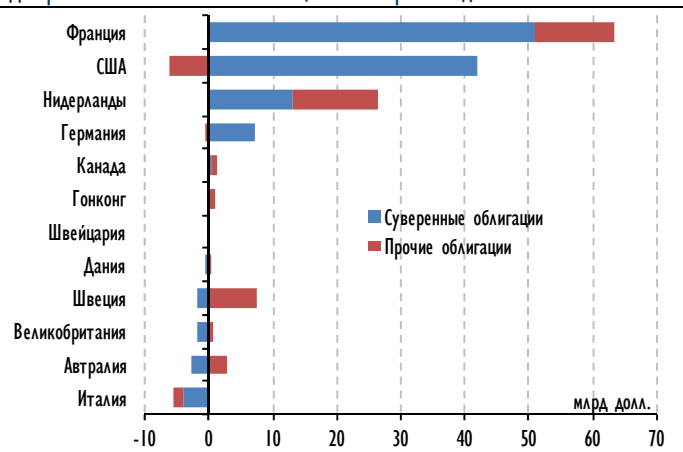
Напомним, Банк Японии ежемесячно выкупает активы, включая прежде всего гособлигации страны на 70 млрд долл. При этом около 75% гособлигаций Японии находятся во владении частных японских инвесторов (доля зарубежных держателей – 4%). В этом свете определяющей является именно динамика вложений «внутренних» инвесторов, которые получают значительные объемы «высвобожденной» в рамках QE ликвидности.

Диаграмма 1. Из иностранных облигаций – в Nikkei?



Источник: Минфин Японии, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 2. Нетто-вложения японцев в иностранный долг в 2012 г.



Источник: Минфин Японии, Bloomberg, расчеты Газпромбанка

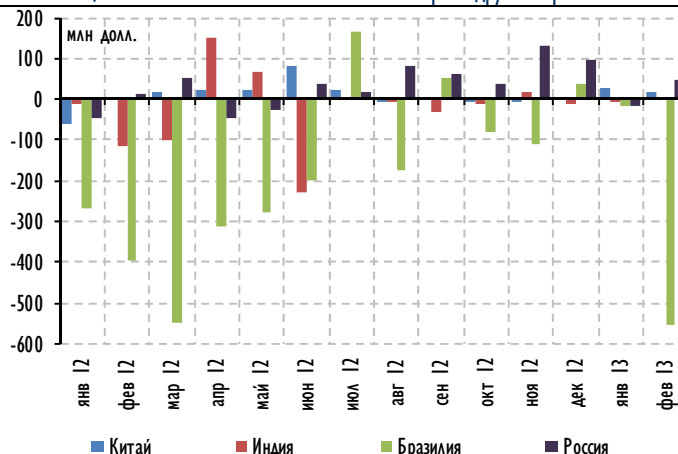
В части региональных потоков японских вложений в облигации примечательным выглядит первое место Франции в 2012 г. (нетто-вложения в госбумаги – 51 млрд долл.): по-видимому, японцы «уверовали» в неоправданность спекуляций по поводу долговых проблем второй экономики в еврозоне и посчитали неоправданно высокой (а следовательно привлекательной) доходность госбумаг страны (FRANCE10 YTM держалась на уровне около 3% в 1П12 против 1% для JAPAN10). Свойственный же японцам консерватизм проявился в значительных объемах нетто-инвестиций в госбумаги США – 42 млрд долл. в 2012 г.

Вложения в российские облигации со стороны резидентов Японии пока остаются достаточно скромными: в 2012 г. они составили 420 млн долл. или около 17% японских вложений в облигации стран Восточной Европы (для сравнения – в мексиканские облигации в 2012 г. из Японии пришло 2,7 млрд долл.). Отметим однако, что 2012 г. стал «переломным» для японских инвестиций в российские облигации – в 2009-2011 гг. здесь наблюдался нетто-отток. Кроме того, динамика вложений в российские облигации со стороны японских инвесторов также выглядит позитивной в сопоставлении с вложениями в другие страны БРИК.

Мы полагаем, что в условиях продолжающейся компрессии ставок на DM и ограниченном количестве качественных альтернатив на EM, российские облигации могут со временем испытать на себе позитивный эффект от QE Банка Японии по мере «насыщения» японских инвесторов долговыми рисками США и Европы.



Диаграмма 3. Японцы положительно относятся к России на фоне других стран БРИК\*



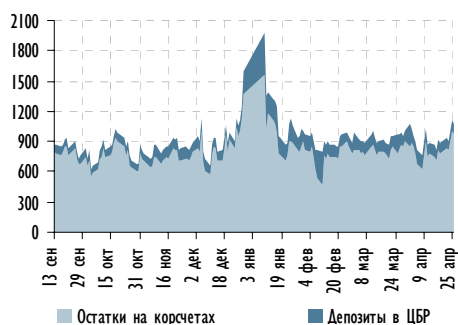
\* Показаны ежемесячные нетто-вложения в облигации отдельных стран

Источник: Минфин Японии, Bloomberg, расчёты Газпромбанка

Алексей Тодоров  
Alexey.Todorov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 43)

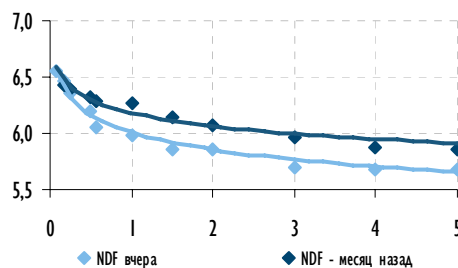
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Ситуация стабильна, рубль укрепляется

Ситуация на денежном рынке вчера оставалась стабильной: ЦБ вновь удовлетворил большую часть спроса на ликвидность, установив лимит по операциям **однодневного РЕПО** на уровне 530 млрд руб. Банки привлекли 409 млрд руб. в рамках двух аукционов под 5,54-5,58%. Кроме того, ликвидность поддержал Минфин, разместив 60,7 млрд руб. на депозитах банков (до 31.05.2013). Большой объем предоставленных средств позволил избежать заметного роста ставок на рынке в день налоговых выплат по акцизам и НДС: ставка **междилерского РЕПО о/п** на ММВБ вчера закрылась на уровне 6,33% (+3 б.п.), хотя в середине дня она достигала 6,38%.

На фоне роста задолженности по операциям РЕПО **чистая ликвидная позиция** ухудшилась на 215 млрд руб. до «минус» 1,47 трлн руб. на сегодняшнее утро, сумма **остатков на корсчетах и депозитах** снизилась на 31 млрд руб. до 1,08 трлн руб.

**Российский рубль** вчера демонстрировал растущую динамику, укрепившись по итогам торгов против доллара на 31 коп. и против евро на 45 коп. на фоне роста нефтяных котировок (+1,4%). **Курс доллара** опустился до 31,15 руб., **евро** – до 40,51 руб., **бивалютная корзина** закрылась на отметке 35,38 руб. (-36 коп.), выйдя из диапазона интервенций ЦБ РФ (35,65 руб.). **Объем торгов** по паре USDRUB\_TOM составил внушительные 8,1 млрд долл., что на 2,2 млрд долл. больше, чем днем ранее.

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



## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

МОЭСК  
S&P/Moody's/Fitch

BB/Ba2/-

**МОЭСК: неплохая отчетность по МСФО за 2012 г. Нейтрально для облигаций**

**Новость:** МОЭСК вчера опубликовала консолидированные финансовые результаты за 2012 г. по МСФО, сегодня в 11:00 мск компания также проведет телефонную конференцию.

**Комментарии:** Выручка МОЭСК в отчетном периоде снизилась на 3% г/г до 125,3 млрд руб. в основном за счет сокращения выручки от передачи электроэнергии на 6% г/г., что было ожидаемо в связи с частичной передачей функций оператора «котловых» расчетов по г. Москве ОАО «ОЭК». Изменение схемы расчетов отразилось и на динамике операционных затрат (-3% г/г), в частности расходы на передачу электроэнергии снизились на 16% г/г, что поддержало рост показателя EBITDA на 8%. Рентабельность EBITDA достигла 39% (+4 п.п.), что позволило МОЭСК сохранить за собой статус лидирующей по рентабельности МРСК.

По итогам 2012 г. операционный денежный поток компании увеличился на 35%. Сильную динамику поддержал сократившийся объем вложений в оборотный капитал (-6,5 млрд руб. против -11,6 млрд руб. годом ранее). Однако 32%-ный рост капитальных расходов вновь привел к отрицательному свободному потоку, хотя и в некритичном абсолютном размере (-3,5 млрд руб.).

Несмотря на нетто-привлечение заемных средств (финансовый долг +16% г/г), долговая нагрузка по итогам года сохраняется на низком уровне: показатель «Чистый долг/EBITDA» – 0,9х, «Долг/EBITDA» – 1,1х. Покрытие процентных выплат снизилось с 25х до 18х, с учетом капитализированных процентов соотношение держится около 10х (11х в 2011 г.), что также представляется весьма комфортными значениями.

**Ключевые финансовые показатели ОАО «МОЭСК» по МСФО, млрд руб.**

	2009	2010	2011	2012	г/г
Выручка	85,8	111,7	129,4	125,3	-3%
EBITDA	30,5	38,0	45,5	49,0	8%
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	35,5%	34,0%	35,2%	39,1%	4 п.п.
Операционный денежный поток	27,6	26,9	26,5	35,7	35%
Капитальные вложения	17,3	19,0	29,8	39,2	32%
Свободный денежный поток	10,4	7,9	-3,3	-3,5	7%
Всего активов	228,9	233,8	249,6	269,1	8%
Собственный капитал	89,4	106,1	122,9	140,6	14%
Совокупный долг, в т. ч.	50,6	40,1	46,5	54,1	16%
<i>Доля краткосрочного долга</i>	59,9%	26,5%	14,0%	7,5%	-6 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	5,1	2,9	3,9	8,3	111%
<b>Показатели</b>					
Долг/Собственный капитал, х	0,6	0,4	0,4	0,4	-
EBITDA/Процентные расходы, х	4,5	15,3	25,4	18,0	-
Чистый долг/EBITDA, х	1,5	1,0	0,9	0,9	-
Долг/EBITDA, х	1,7	1,1	1,0	1,1	-
Свободный денежный поток /Долг, х	20%	20%	-7%	-6%	-

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Отметим, что по итогам 2012 г. МОЭСК сохраняла низкие риски ликвидности – размер краткосрочного долга в 2 раза покрывался имеющимся объемом денежных средств на балансе, а пики выплат по кредитному портфелю приходились на 2014-2015 гг. В 2013 г. компания разместила выпуск биржевых облигаций в размере 5 млрд руб., а также досрочно погасила кредиты перед банками на общую сумму 9 млрд руб., что могло оказать дополнительную поддержку и без того комфортной структуре погашений. На 2013 г. объем утвержденной инвестпрограммы МОЭСК оценивается в 52,3 млрд руб., из которых 11,1 млрд руб. планируется профинансировать за счет заемных средств. По нашим оценкам, подобное увеличение долга не приведет к существенным изменениям в кредитном профиле компании.



Мы оцениваем результаты как нейтральные для биржевых облигаций МОЭСК серии 1-3 (УТМ 8,02-8,42%) с погашениями в 2015-2016 гг., которые торгуются со спредами 247-269 б.п. к кривой ОФЗ.

Екатерина Зиновьева  
Ekaterina.Zinovyeva@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 42)



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
26.04.13	Оферта <b>Связь-Банк, 4</b>	5 000
29.04.13	Уплата налога на прибыль	
30.04.13	Оферта <b>ЮТэйр-Финанс БО-6 и БО-7</b>	3 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
26.04.13	<b>Алроса:</b> финансовые результаты по МСФО	2012
26-30.04.13	<b>О'Кей:</b> финансовые результаты по МСФО	2012
29.04.13-10.05.13	<b>Магнит:</b> неаудированные финансовые результаты по МСФО	1К13
30.04.13	<b>Газпром:</b> финансовые результаты по МСФО	2012
май	<b>Роснефть:</b> финансовые результаты по МСФО	1К13
13-17.05.13	<b>НАМК:</b> финансовые результаты по US GAAP	1К13
14.05.13	<b>Русал:</b> операционные и финансовые результаты по МСФО	1К13
20.05.13	<b>Северсталь:</b> финансовые результаты по МСФО	1К13
21.05.13	<b>X5 Retail Group:</b> финансовые результаты по МСФО	1К13
22.05.13	<b>Alliance oil:</b> финансовые результаты по МСФО	1К13
12.08.13	<b>Ростелеком:</b> финансовые результаты по МСФО	2К13
29.08.13	<b>Северсталь:</b> финансовые результаты по МСФО	1П13
29.08.13	<b>Евраз:</b> финансовые результаты по МСФО	1П13
30.08.13-2.09.13	<b>О'Кей:</b> финансовые результаты по МСФО	1П13
4-8.11.13	<b>НАМК:</b> финансовые результаты по US GAAP	3К13
14.11.13	<b>Северсталь:</b> финансовые результаты по МСФО	3К13
14.11.13	<b>Ростелеком:</b> финансовые результаты по МСФО	3К13

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Газпромбанк

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

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

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

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

#### Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

#### 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

#### Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Потребительский сектор

Виталий Банкин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54072

#### 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

Сергей Васин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54508

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

#### Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

### Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00 доб. 54424

Дмитрий Селиванов

### Редакторская группа

Павел Мишачев

+7 (495) 983 18 00 доб. 54472

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Виктория Шишкина

+7 (495) 983 18 00, доб. 54534

### Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+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 Голодкина

+7 (495) 988 23 75

#### Трејдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+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 Миронов

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 Пещименти

+7 (495) 989 91 27

#### Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

### Управление электронной торговли

#### Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

#### Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 989 91 29

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

#### Трејдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филлипов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 — 2013. «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.