

Ежедневный обзор долговых рынков от 15 июля 2013 г.

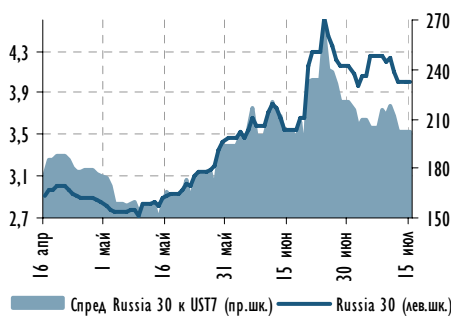


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,307	▼ -0,2%	-1,1%
USD/RUB	32,63	▲ 0,1%	7,5%
Корзина валют/RUB	37,14	▲ 0,2%	6,7%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	869,1	▲ 61,3	-278,3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	89,1	▲ 2,1	-119,6
MOSPRIME о/п	6,32%	▲ 22 б.п.	-15 б.п.
3М-MOSPRIME	7,02%	▲ 2 б.п.	-45 б.п.
3М-LIBOR	0,27%	▼ 0 б.п.	-4 б.п.
Долговой рынок			
UST-2	0,34%	▲ 1 б.п.	9 б.п.
UST-10	2,58%	▲ 1 б.п.	88 б.п.
Russia 30	4,01%	▼ -9 б.п.	142 б.п.
Russia 5Y CDS	189 б.п.	▼ -7 б.п.	56 б.п.
EMBI+	342 б.п.	▼ -7 б.п.	87 б.п.
EMBI+ Russia	195 б.п.	▼ -9 б.п.	63 б.п.
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	108,30	▼ -0,2%	-1,2%
Золото, долл./унц.	1285,7	▼ 0,0%	-22,4%
Фондовый рынок			
ТСX	1 349	▲ 2,0%	-11,7%
Dow Jones	15 464	▲ 0,0%	19,5%
Nikkei	14 506	▲ 0,2%	39,5%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMVB



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ✓ «Долгоиграющий» эффект заявлений Б. Бернанке о необходимости сохранения мягкой ДКП обеспечил позитивное закрытие финансовых рынков в пятницу. UST10 YTM почти не изменилась – 2,58%, а фондовые индексы (S&P 500, DJIA) достигли новых рекордных отметок.
- ✓ Вопрос начала сворачивания QE3 остается одним из центральных для инвесторов: в пятницу противоположные точки зрения представили главы ФРБ Филадельфии Ч. Глоссер (начать сворачивать в сентябре) и ФРБ Сент-Луиса Дж. Бумарда (не сворачивать из-за низкой инфляции). Отметим, Б. Бернанке 17-18 июля выступит в Конгрессе: мы ждем от главы ФРС очередных заявлений об обусловленности старта tapering поступающими макроданными.
- ✓ Рост напряженности в Европе пока носит локальный характер: политическая неопределенность в Португалии привела к расширению спреда по 10-летним госбумагам к BUNDS на 63 б.п. до 580 б.п. при стабильных спредах остальной периферии. Реакция на снижение рейтинга Франции от Fitch (до «AA+» с «AAA»), вероятно, также будет сдержанной в масштабах ЕС.
- ✓ Замедление китайской экономики продолжается: ВВП во 2К13 вырос на 7,5% против 7,7% в январе-марте, совпав с рыночными ожиданиями, но это, по сути, может означать, что властям страны не удастся достичь «таргета» в 7,5% по итогам года. Относительным позитивом можно считать ускорение роста розничных продаж до 13,3% в июне с 12,9% в мае.
- ✓ Позитивный внешний фон позволил **российским еврооблигациям** продолжить умеренную восходящую динамику последних нескольких дней. RUSSIA30 (YTM 4,01%) подросла на 0,52 п.п. до 117,98%, спред к UST10 сжался на 10 б.п. до 143 б.п. Котировки компаний 1-го эшелона поднялись в пределах 0,2-0,4 п.п., в то время как в металлургических именах рост доходил до 0,9 п.п.
- ✓ Выступление главы ФРС Б. Бернанке в Конгрессе (среда-четверг), пожалуй, будет главным событием начинающейся недели: даст ли регулятор новые намеки по моменту начала tapering или предпочтет занять выжидательную позицию до публикации макроданных (ВВП за 2К13, 31 июля)? На этой неделе в США выйдут данные по розничным продажам (понедельник), промпроизводству и инфляции (вторник) и рынку жилья (среда). Также в среду ФРС опубликует «Бежевую книгу». В Европе, кроме индекса ZEW (вторник), настроения будут определяться ситуацией в Португалии. Международную повестку дня представит встреча глав Минфинов и ЦБ стран G20, которая пройдет 19-20 июля в Москве.
- ✓ **Локальные бумаги** после заседания ЦБ РФ завершили день в плюсе, в средней дюрации доходности снизились на 8-12 б.п., дальний конец кривой скорректировался вниз на 3-4 б.п. ОФЗ-26207 прибавил в цене 0,2 п.п. (-3 б.п. до 7,72%), четырех-шестилетние бумаги подросли на 0,2-0,6 п.п. в цене.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Денежный рынок: позитивные итоги очередного заседания ЦБ РФ

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ ЦБ смягчает свою позицию в рамках перехода российских банков на Базель III
- ▶ РЖД (BBB/Baa1/BBB) опубликовали отчетность по МСФО за 2012 г. Нейтрально

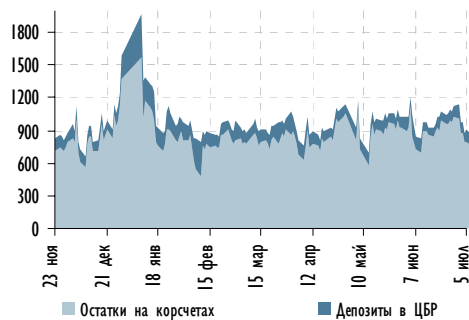
СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **США:** индекс деловой активности Empire Manufacturing за июль (16:30 мск), розничные продажи за июль (16:30 мск), запасы на складах за май (18:00 мск)



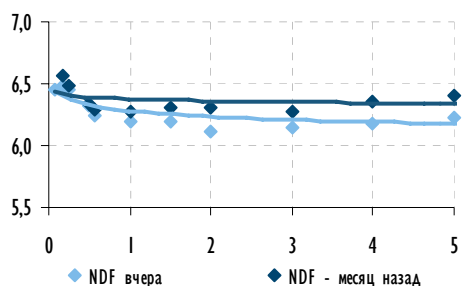
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Денежный рынок: позитивные итоги очередного заседания ЦБ РФ

Российские банки в пятницу завершили подготовку к очередному периоду налоговых выплат, стартующему сегодня уплатой страховых взносов в фонды. На 330 млрд руб., предложенные Банком России в рамках аукциона РЕПО «овернайт», был предъявлен повышенный спрос (Bid/Cover 1,2x), стоимость междилерского РЕПО «овернайт» прибавила еще 8 б.п. до 6,16% годовых, а показатель чистой ликвидной позиции сектора просел на 44 млрд руб. до минус 1,76 трлн руб.

Очередное заседание Банка России по вопросам ДКП в пятницу завершилось сохранением ключевых коротких ставок и объявлением о запуске нового инструмента рефинансирования – годовых аукционов по предоставлению кредитных ресурсов под обеспечение нерыночными активами (312-П) с плавающей процентной ставкой. Первый подобный аукцион состоится 29 июля т.г., объем предоставления средств – до 500 млрд руб., минимальная ставка – 5,75% годовых.

Как разъясняют комментарии представителей ЦБ РФ в сегодняшних СМИ (см. «Ведомости»), целью введения данного инструмента является не увеличение объемов рефинансирования банков, а замещение недельного РЕПО, которое в настоящее время составляет львиную долю долга кредитных организаций перед регулятором, и высвобождение рыночного обеспечения. Вместе с тем сама по себе идея предоставления кредитным организациям сравнительно более длинного и (возможно) более дешевого фондирования воспринимается нами как потенциально позитивный фактор для ставок денежного рынка.

Российский валютный рынок в пятницу провел волатильный день, по итогам которого, однако, курс бивалютной корзины почти не изменился: +1 коп. до 37,10 руб. Так, обесценение рубля против доллара США (+13 коп. до 32,64 руб.) было компенсировано удорожанием национальной валюты относительно евро (-14 коп. до 42,55 руб.).

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

ЦБ смягчает свою позицию в рамках перехода российских банков на Базель III

Новость. В пятницу Банк России опубликовал проект изменений в нормативные акты, регулирующие переход российских банков на требования Базеля III. Пересмотр коснулся, помимо прочего, следующих аспектов:

- ▶ Минимально допустимое значение норматива достаточности базового капитала определено в размере 5,0% (прежде назывался индикатив в 5,6%), норматив достаточности основного капитала – 5,5% (прежде – 7,5%). С 1 января 2015 г. минимум по достаточности основного капитала должен составить 6,0%;
- ▶ Критический уровень («триггер») по показателю достаточности базового капитала, после пробития которого субординированный банковский долг в составе капитала 1-го уровня будет списан/конвертирован в обыкновенные акции, понижен с 6,4% до 5,5%. При этом для субордов в составе капитала 2-го уровня значение «триггера» оставлено без изменения (2,0%);
- ▶ Применяться новые требования к капиталу начнутся с 1 января 2014 г. (прежде назывался ориентир 1 октября 2013 г.).

Комментарий. Само по себе данное смягчение позиции ЦБ РФ воспринимается нами умеренно позитивно, поскольку оно несколько облегчит переход российских банков на более жесткие регулятивные



требования в условиях непростой ситуации на рынках акций и облигаций. Заметим, что смягчение «триггера» для субординированного долга в составе капитала 1-го уровня (с 6,4% до 5,5%) представляется нам несущественным, чтобы оказать значимое влияние на объем предложения инструментов данной категории.

С другой стороны, идея привлечения капитала второго уровня (в том числе через выпуск субординированных инструментов) должна стать для банков более привлекательной. Прежний подход ЦБ РФ предполагал, что достижение совокупного показателя достаточности капитала в 10% (Н1) должно было быть обеспечено банками преимущественно за счет капитала первого уровня (достаточность не менее 7,5%). Сейчас же его доля в структуре капитала может быть меньше (с учетом пересмотра минимальной достаточности основного капитала с 7,5% до 5,5%), а капитала второго уровня, напротив, возрасти.

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

РЖД опубликовали отчетность по МСФО за 2012 г. Нейтрально

РЖД
S&P/Moody's/Fitch

BBB/Baa1/BBB

Новость. В пятницу РЖД опубликовали результаты за 2012 г. по МСФО. Начиная с 2012 г. холдинг деконсолидирует ОАО «Первая грузовая компания» (вклад в выручку в 2011 г. – 7%) и включает балансовые показатели (активы и обязательства) GEFCO, которая была приобретена в декабре 2012 г.

Комментарии: Выручка монополии выросла на 4,2% г/г, поддерживаемая увеличением операционных показателей (грузооборот +2,9% г/г, пассажирооборот +3,4%), а также ежегодной индексацией тарифов на 6% г/г, что частично нивелировало эффект от деконсолидации ОАО «Первая грузовая компания». Операционные расходы выросли при этом на 6,7%: основной вклад внесли увеличение расходов на заработную плату и соцотчисления (+9,6% г/г), затрат на материалы и обслуживание (+7,6%), а также расходов на топливо (+18,6%) и электроэнергию (+5,2) на фоне роста объемов перевозок и индексации тарифов прочих монополий. В результате показатель EBITDA до учета субсидий снизился на 11,3%, рентабельность сократилась на 3 б.п. до 17%. В 2012 г. объемы полученных субсидий из бюджетов всех уровней составили 56,7 млрд руб. (-1,1% г/г), EBITDA с учетом бюджетных средств сократилась на 9,6%, рентабельность по EBITDA снизилась на 3 б.п. до 21%.

Операционный денежный поток по итогам 2012 г. составил 255 млрд руб. (-16% г/г), что совместно с возросшими до 561 млрд руб. капитальными затратами (+14 г/г, без учета M&A) привело к чистому свободному оттоку в размере -306 млрд руб. (-188 млрд руб. в 2011 г.). Как и годом ранее, компания финансировала инвестиционную программу за счет взносов государства в УК (101 млрд против 88,6 млрд руб. в 2011 г.), государственных грантов на капитальный ремонт транспортной инфраструктуры (22,8 млрд руб.), а также заемных средств. В декабре 2012 Группа приобрела также 75% в Gefco S.A. (Франция) за 800 млн евро (32,6 млрд руб.). Инвестиционная программа на текущий 2013 г. оценивается компанией в 439,5 млрд руб. (-8,5% г/г, без учета НДС) и также потребует привлечения заемного капитала.

По итогам 2012 г. объем долга на балансе увеличился на 18%, объем чистого долга – на 68% в т.ч. за счет снижения денежных средств (эффект высокой базы 2011 г.). Долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» выросла с 0,6х до 1,0х, в терминах «Долг/EBITDA» – увеличилась с 1,2х до 1,5х. Как мы уже отмечали (см. комментарий от 9 января 2013 г.), несмотря на увеличение кредитного портфеля, РЖД провели большую работу по его оптимизации – доля краткосрочного долга была снижена с 38% до 20%, средний срок погашения увеличен с 3,8 до 4,9 лет. В настоящее время портфель на 79% состоит из рыночных инструментов (локальные и еврооблигации).

В 2013 г. Группа продолжила активное использование заемного капитала – согласно комментариям в отчетности, с начала года было привлечено порядка 138 млрд руб. долга, в том числе размещенные ОАО «РЖД» два выпуска инфраструктурных облигаций общим объемом 50 млрд руб. сроками погашения на 15 и 30 лет, которые были выкуплены на средства ПФР под управлением ВЭБ. До конца года компания планирует дополнительно разместить в инфраструктурных облигациях еще 50 млрд руб.

Увеличение долга приведет к дальнейшему повышению леввериджа, который, тем не менее, по нашим оценкам останется в умеренных пределах, учитывая невысокие текущие уровни и исторически консервативную долговую политику менеджмента. Группа установила для себя внутреннее ограничение на уровне 2,5x Чистый долг/ЕБИТДА (сейчас – 1,0x), которое в целом соответствует границам рейтинговых агентств для текущего рейтинга самостоятельной кредитоспособности в диапазоне от 2,5x Чистый долг/ЕБИТДА (Fitch) до 2,5x Долг/ЕБИТДА (Moody's).

Мы оцениваем влияние финансовых результатов Группы, публикуемых с большим временным лагом, на котировки долговых инструментов компании как нейтральное. В настоящее время рублевые выпуски локальных облигаций компании торгуются с премией к кривой ОФЗ на уровне 135-165 б.п., в то время как рублевый евробонд RURAIL 19 (YTM 8,07%, Z-спред 78 б.п.) – с премией порядка 160 б.п., что представляется повышенным уровнем относительно среднего уровня с начала года (125-130 б.п.)

РЖД: основные финансовые результаты по МСФО, млрд руб.

	2010	2011	2012	г/г
Выручка	1 356	1 479	1 540	4,2%
ЕБИТДА (вкл. субсидии)	467	359	324	-9,6%
<i>Рентабельность ЕБИТДА</i>	<i>34%</i>	<i>24%</i>	<i>21%</i>	<i>-3 п.п.</i>
Операционный денежный поток	350	304	255	-16,2%
Капитальные вложения	421	492	561	14,1%
Свободный денежный поток	-71	-188	-306	63,1%
Активы	2 732	3 138	3 493	11,3%
Собственный капитал	1 763	2 013	2 190	8,8%
Финансовый долг, в том числе	358	418	494	18,2%
<i>Краткосрочный долг</i>	<i>34%</i>	<i>40%</i>	<i>21%</i>	<i>-19 п.п.</i>
Денежные средства и эквиваленты	100	218	159	-27,1%
Показатели, х				
Долг/Собственный капитал	0,2	0,2	0,2	-
ЕБИТДА/Процентные расходы*	11,6	9,5	9,7	-
Чистый долг/ЕБИТДА	0,6	0,6	1,0	-
Долг/ЕБИТДА	0,8	1,2	1,5	-
Свободный денежный поток/Долг	-20%	-45%	-62%	-

*вкл. капитализированные проценты

Источник: компания, оценки Газпромбанка

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.
17.07.13	Купонные выплаты по ОФЗ	6 249
	Погашение ОФЗ-26200	50 000
	Погашение Солерс, 2	3 000
18.07.13	Оферта ТКС Банк, БО-6	2 000
19.07.13	Погашение Вымпелком-Инвест, 1	10 000
	Возврат в бюджет средств с депозитов	24 000
22.07.13	Оферта Газпромбанк, БО-2	10 000
	Погашение Глобэксбанк, БО-2	5 000
23.07.13	Оферта Профмедиа Финанс, 1	3 000
	Погашение ТД Копейка, БО-1	3 000
24.07.13	Купонные выплаты по ОФЗ	4 478
	Оферта РЖД, 17	15 000
	Возврат в бюджет средств с депозитов	70 300
25.07.13	Погашение МОЭК, 1	1 496
28.07.13	Погашение ТКС Банк, 2	1 400
30.07.13	Оферта Мечел, 4	5 000
31.07.13	Купонные выплаты по ОФЗ	5 538
01.08.13	Оферта НК Альянс, 3	5 000
	Оферта Локо-Банк, 5	2 500

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
29.08.13	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	1П13
29.08.13	Евраз: финансовые результаты по МСФО	1П13
30.08.13-2.09.13	О'Кей: финансовые результаты по МСФО	1П13
4-8.11.13	НАМК: финансовые результаты по US GAAP	3К13
14.11.13	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	3К13
14.11.13	Ростелеком: 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, 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

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Телекоммуникации и медиа

Сергей Васин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54508

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Количественный анализ и ИТ развитие

Редакторская группа

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 Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Потребительский сектор

Виталий Байкин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00, доб. 54424

Павел Мишачев

+7 (495) 983 18 00, доб. 54472

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Алексей Дорохов

+7 (495) 983 18 00, доб. 54504

Дмитрий Селиванов

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

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

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

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

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

Андрей Малышенко

Виктория Шишкина

+7 (495) 983 18 00, доб. 54534

Copyright © 2003 — 2013. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (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 ПБ (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 ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (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.