

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- **Статистика из США** напомнила, какой рынок является ключевым в глобальной экономике
- Негативные **данные** из США пока **не спровоцировали распродажи** рискованных активов
- **Внешний фон** негативен, нефть продолжает снижаться и после закрытия торгов в США ([стр. 2-3](#))
- **Moody's** понизило долгосрочные рейтинги **Греции** с B1 до Caa1, прогноз – негативный

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- **Ликвидность** выросла, **ставки** рублевого money market стабилизируются
- **Рубль** реагирует на ухудшившуюся конъюнктуру
- **Минфин** продал практически весь объем предложения на **аукционах** ОФЗ 25079 и ОФЗ 26205, на вторичке продолжились **покупки** в средних и длинных ОФЗ ([стр. 4](#))
- **Евраз** открыл книгу заявок еще на один выпуск – на RUB5 млрд. с условиями, схожими к уже размещаемому **ЕвразХолдинг-7**; вероятно, это говорит о высоком спросе на бумаги

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- **Газпром**: плановый пересмотр инвестпрограммы и рост налоговой нагрузки в сентябре не приведут к росту заимствований; компании традиционно хватает внутренних источников средств, хотя низкие ставки могут привлечь монополиста на долговой рынок
- **Жаикмунай**: основной проект пока не запущен на полную мощность, а потому кредитные риски все еще велики; оценка евробонда компании справедлива
- **АИЖК** предоставило стабильные результаты по МСФО за 2010 год; оценку облигаций считаем справедливой
- **VimpelCom Ltd.** нейтрально отчитался за 1К 2011 г.; снижение рентабельности и рост совокупного долга; для облигаций наиболее важен исход национализации Djezzy ([стр. 5-9](#))
- **Русал** продолжает активный процесс рефинансирования своих долгов. Вчера топ-менеджер заявил о планах разместить облигации на RUB30 млрд. Ранее представитель Русала при встрече сообщил нам, что пока получить рейтинг инвесткатегории компании не под силу, а потому размещение евробондов откладывается
- **Fesco** (ДВМП) может разместить рублевые облигации на сумму от USD100 млн. (основной акционер); вероятно, средства будут использованы на консолидацию Трансконтейнера и Владивостокского Порта

**СЕГОДНЯ**

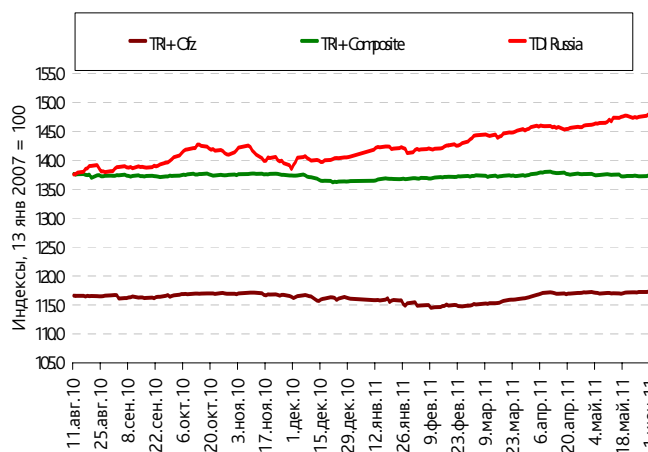
- Статистика США: первичная и делящаяся безработица, заказы промышленных предприятий за апрель, запасы нефти и нефтепродуктов
- Аукцион ОБР-19 на RUB10 млрд.

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 197.00	4.00	12.00	-2.00
EMBI+ spread	↑ 293.46	5.89	15.08	52.33
Russia 30 Price	↑ 118.17	+ 3/8	+1	+2 4/8
Russia 30 Spread	↑ 142.50	+4.90	+7.60	-6.00
Russia 5Y CDS	↑ 139.72	+1.08	+11.42	-6.79
UST 10y Yield	↓ 2.969	-0.10	-0.25	-0.37
BUND 10y Yield	↓ 2.986	-0.03	-0.31	+0.06
UST 10y/2y Yield	↓ 252.6	-7	-10	-21
Mexico 33 Spread	↑ 244	+6	+5	+13
Brazil 40 Spread	↓ 113	-0	-7	+164
Turkey 34 Spread	↑ 303	+8	+18	+46
ОФЗ 26199	↓ 5.17	-0.00	-0.32	-1.07
Москва 50	↓ 5.00	-0.01	+0.20	-0.89
Мособласть 8	↓ 7.27	-0.95	+0.31	-1.25
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↓ 7.02	-0.14	+0.29	-0.44
Руб / \$	↓ 27.968	-0.100	+0.633	-2.382
\$ / EUR	↓ 1.431	-0.008	-0.051	+0.096
Руб / EUR	↑ 40.350	0.290	-0.171	-0.138
NDF 1 год	↓ 4.540	-0.020	+0.180	-0.160
RUR Overnight	↓ 3.30	-0.7	+0.8	
Корчета	↑ 647.9	+39.60	-72.20	-240.40
Депозиты в ЦБ	↑ 158.3	+28.20	-105.20	-411.30
Сальдо опер. ЦБ	↑ 122.30	+45.20	+59.40	+186.10
RTS Index	↓ 1861.92	-1.53%	-4.52%	+5.04%
Dow Jones Index	↓ 12290.14	-2.22%	-3.41%	+5.31%
Nasdaq	↓ 2769.19	-2.33%	-2.09%	+2.89%
Золото	↑ 1540.28	+0.53%	+1.47%	+8.87%
Нефть Urals	↓ 112.07	-2.11%	-4.27%	+21.55%

**TRUST Bond Indices**

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 255.63	0.04	1.25	10.06
TRIP Composite	↓ 235.76	-0.03	-0.07	1.57
TRIP OFZ	↑ 186.53	0.21	0.49	2.53
TDI Russia	↑ 232.16	0.35	2.82	9.92
TDI Ukraine	↑ 232.28	0.16	0.87	9.98
TDI Kazakhs	↓ 187.39	0.00	-1.20	5.52
TDI Banks	↑ 231.39	0.26	2.64	10.61
TDI Corp	↑ 245.07	0.30	2.74	10.37

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Статистика из США напомнила, какой рынок является ключевым в глобальной экономике

После длительного перерыва, наконец, вести из США заставили рынки вспомнить, какой рынок является ключевым на планете Земля. Вчера они перехватили пальму первенства у уже утомившего участников рынка новостного потока под названием «Долговой кризис в Греции: сезон 2011».

Содержательно «спонсором» вчерашнего роста волатильности стала статистика из США – по занятости и производственной активности. И в обоих случаях она оказалась заметно хуже прогнозов.

Итак, о занятости. Пришел июнь, а это означает, что традиционно в первую пятницу месяца появятся ключевые данные о состоянии сферы занятости в США – число новых рабочих мест вне сельского хозяйства (non-farm payrolls) и относительная безработица за предыдущий месяц.

При этом официальные данные предваряются оценкой занятости в частном секторе института ADP. В целом данная цифра дает рынку представление относительно официальной статистики по non-farm payrolls, которая в подавляющей степени определяется именно занятостью в частном секторе и гораздо меньшей – в государственном секторе. В то же время корреляция между данными ADP и официальными цифрами Бюро по статистике в сфере занятости в США, как мы наблюдали на протяжении многих лет, неоднозначна – и зачастую рынки на неофициальную статистику ADP не реагируют. Зачастую, но не вчера...

Консенсус-прогноз Reuters по оценке занятости в частном секторе от института ADP за май составлял 175 тыс. рабочих мест, фактическая цифра вышла на уровне 38 тыс. Не заметить почти пятикратное отклонение от консенсуса готовы были, видимо, немногие участники рынка – в итоге начался плавный (но, что хорошо – не панический) уход в защитные активы. В 18:00 МСК был обнародован индекс деловой активности в производственном секторе за май (ISM Manufacturing), составивший 53.5 – низшая точка с сентября 2009 года (!). Консенсус предсказывал уровень 57.7.

Практически сразу после обнародования цифры по деловой активности доходность **UST10** пробила уровень 3.00% и к закрытию основных торгов в США (примерно полночь по Москве) достигла 2.94%. Сильно распродавался и американский рынок акций – S&P500 потерял почти 2.3%, что соответствующим образом отразилось на индексе волатильности. VIX вырос до 18.30 против 15.45 днем ранее. Рынок нефти отреагировал несколько спокойнее – волатильность цен в терминах Crude Oil Volatility Index (OVX) за день выросла с 33.51 до 34.77. Собственно, заметная часть продаж в энергоносителях пришлось на период после закрытия американских площадок.

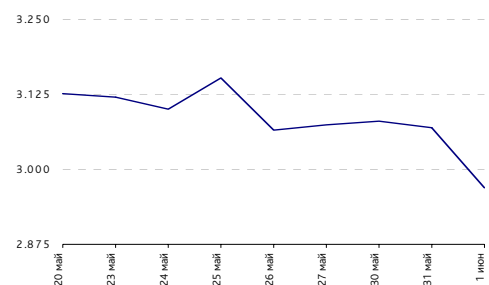
Что дальше? Прежде всего отметим, что рынки встряхнулись – заседания ФРС в мае не было, что притупило полемику относительно дальнейших стимулов по завершении QE2 в июне. Если пятничные данные по non-farm payrolls окажутся столь же негативными, появляется емкий повод ее возобновить. Ведь ФРС с начала года неоднократно констатировала улучшения на рынке труда, и майские цифры по новым рабочим местам могут стать солидной ложкой дегтя для нынешней оценки регулятором ситуации в экономике.

Ну а деловая активность заслуживает отдельного внимания – майский ISM Manufacturing откатился к тем временам (осень 2009 года), когда в американской экономике всюду искали «зеленые ростки» и всеми правдами и неправдами убеждали рынки, что она таки начала восстанавливаться. В нашей оценке экономической ситуации в развитых экономиках мы всегда в гораздо меньшей степени обращали внимание на индикаторы деловой активности, промышленного производства и т.п. – т.е. на индикаторы предложения. В первую очередь мы ориентировались и продолжаем ориентироваться на «сторону спроса», а положение дел в которой в настоящее время судим прежде всего по индикаторам сферы занятости и оплаты труда. Однако возврат деловой активности в производственном секторе к уровням почти 2-летней давности нас крайне удивил.

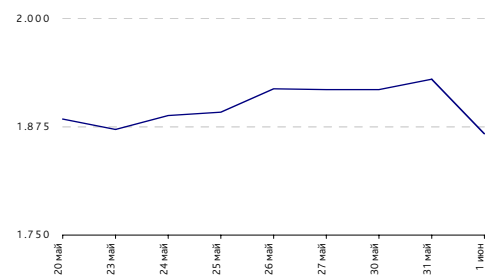
### Негативные данные из США пока не спровоцировали распродажи рисков активов

Повышенный спрос на безрисковые активы не спровоцировал серьезного оттока средств инвесторов из суверенных и корпоративных бумаг развивающихся рынков. В частности, вся российская суверенная кривая снизилась на 5-7 бп.

US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





Индикативный евробонд закончил вчерашние торги вблизи отметки 118.7% от номинала (+32 бп), благодаря чему спред **Russia 30 – UST 10** вчера практически не изменился по сравнению со значениями начала недели, находясь в узком диапазоне вблизи отметки 140 бп.

В сегменте корпоративных еврооблигаций торги сконцентрировались в длинных выпусках наиболее крепкого первого эшелона: Газпрома, Новатэка, Лукойла и ТНК-ВР; в зависимости от дюрации длинные бумаги этих эмитентов прибавили в цене 20-60 бп. Среди бумаг банковского сектора наблюдалась похожая картина: длинные бумаги РСХБ, ВТБ и ВЭБа прибавляли в цене.

Негативные новости из США и Европы, по всей видимости, начнут сказываться на котировках российских еврооблигаций уже в самом начале торговой сессии. Таким образом, вчерашние лидеры роста – наиболее вероятные претенденты для сегодняшней коррекции.

### **Внешний фон негативен, нефть продолжает снижаться и после закрытия торгов в США**

Рынки с некоторым запозданием реагируют на плохие новости из США, приведшие к падению S&P500 почти на 2.3%. Негатив со стороны американского рынка был традиционно подхвачен азиатскими площадками. Нефть с момента окончания основных российских торгов к настоящему моменту снизилась на USD2 в терминах ближайшего фьючерса на сорт Brent. На «тонком» рынке между закрытием торгов в США и началом азиатской сессии присутствовали покупки в EUR/USD, которые впоследствии развития не получили. В итоге внешние факторы приносят больше негатива.

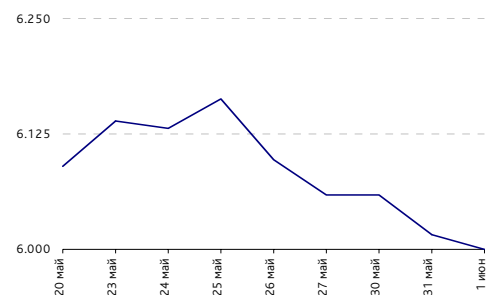
*Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru*

☎ 647-23-64

*Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru*

☎ 647-25-89

### Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Ликвидность выросла, ставки рублевого money market стабилизируются

В терминах показателя чистой ликвидной позиции ликвидность вчера достигла RUB1.0 трлн. (+RUB30.3 млрд.). При снижении остатков на корсчетах на RUB87.7 млрд. (до RUB560.2 млрд.) депозиты выросли до RUB298.1 млрд. (+RUB139.8 млрд.). При этом увеличение прошло и на стороне обязательств банков – вчера поступили деньги с аукциона Минфина по размещению бюджетных средств, который проходил во вторник (RUB32 млрд.). Сегодня же предстоят расчеты по вчерашним аукционам ОФЗ, на которых Минфин разместил бумаги на RUB26.5 млрд.

На денежном рынке вчера ставки в течение дня снижались. На МБК рубли в овернайт с утра можно было привлечь по 3.75-4.25%. К середине дня данный диапазон сузился до 3.75-4.00%, а к вечеру составлял 3.50-3.75%. Однодневное фондирование через междилерское РЕПО под залог ОФЗ и облигаций первого эшелона вчера на конец сессии стоило 4.00-4.15% против 4.90-5.00% в последний день мая.

### Рубль реагирует на ухудшившуюся конъюнктуру

Ценовые уровни бивалютной корзины с открытия торгов определяются негативным внешним фоном и существенно снизившейся нефтью с момента вчерашнего закрытия валютного рынка ММВБ. На текущий момент инструмент торгуется на 7-8 коп. выше цены вчерашнего закрытия, составившей RUB33.48. По итогам вчерашних торгов рубль укрепился к корзине на 2 коп.

### Минфин продал практически весь объем предложения на аукционах ОФЗ 25079 и ОФЗ 26205, на вторичке продолжились покупки в средних и длинных ОФЗ

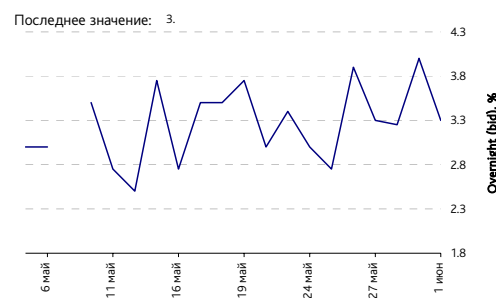
На первичке вчера проходило размещение нового 4-летнего ОФЗ 25079 и 10-летнего ОФЗ 26205. Обнародованные за день до аукциона ориентиры доходности Минфина по 4-летнему выпуску составляли 7.20-7.29%. Исходя из рыночной ставки аналогичного по дюрации ОФЗ 25075 (у обоих выпусков она составляет около 3.6 лет), верхняя граница ориентира ведомства предполагала по доходности 3-6 бп премии к рынку. Однако в ходе размещения Минфин отсекал заявки по 7.27%, а средневзвешенная доходность размещения составила 7.25%. В итоге был размещен практически весь объем предложения (RUB10 млрд.) при существенном переспросе – bid-to-cover был равен 2.76x.

В целевом диапазоне доходностей от ведомства по ОФЗ 26205 (8.10-8.18%) в явном виде премии мы не увидели. В день обнародования ориентиров немногочисленные сделки по бумаге на рынке проходили под 8.14-8.16%. С учетом длины ОФЗ 26205 и низкой ликвидности выпуска на вторичке мы не считали, что размещение даже по верхней границе ориентира (с учетом практики ведомства – отсекание заявок по верхней границе и размещение на 1 бп ниже) обеспечит продажу большей части предложения. Тем не менее Минфин отсекал и размещал по 8.18%, тем самым удовлетворив практически все поданные заявки (bid-to-cover 1.01x). Из предложенных RUB20 млрд. размещение прошло в объеме RUB15.5 млрд. На вторичных торгах по итогам дня бумага снизилась на в цене 12 бп.

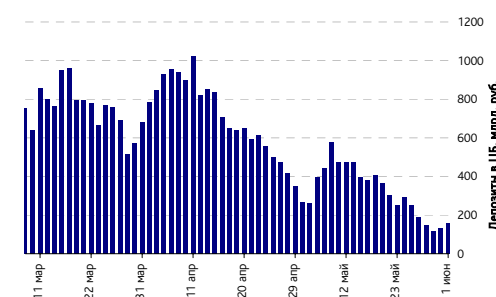
В части остальных бумаг сектора госбумаг покупки продолжились в средних и длинных ОФЗ – ОФЗ 25075, ОФЗ 25076 и ОФЗ 25077 выросли на 6-12 бп. В первом эшелоне достаточно активным спросом пользовался ВЭБ-8 (+39 бп) и Московская Обл-7 (+5 бп).

Роман Дзугаев, [roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)  
☎ 647-23-64

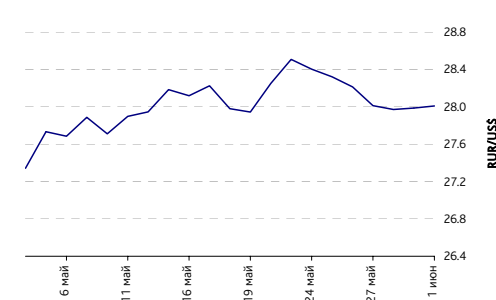
### Ставка overnight (максимум, bid)



### Депозиты в ЦБ РФ



### Курс рубль/доллар





## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### НЕФТЬ И ГАЗ

**Газпром (Ваа1/BBB/BBB): плановый пересмотр инвестпрограммы в сентябре и рост налоговой нагрузки не приведут к росту заимствований; компании традиционно хватает внутренних источников средств, хотя низкие ставки могут привлечь монополиста на долгового рынок**

*Вчера представители топ-менеджмента Газпрома заявили о том, что инвестпрограмма концерна будет пересмотрена в сентябре в сторону повышения. Запланированная ранее программа на RUB820 млрд. (около USD29.3 млрд.) будет увеличена до RUB1.18 трлн. (около USD42.1 млрд.), а в 2012-2013 годах вырастет еще – до RUB1.2-1.3 трлн. (USD43-46 млрд.). Новых проектов предпринимать пока не планируется, средства будут направлены на ускорение реализации уже имеющихся проектов. Напомним, что по итогам работы в первом полугодии Газпром традиционно пересматривает свои инвестиционные планы, исходя из рыночной конъюнктуры.*

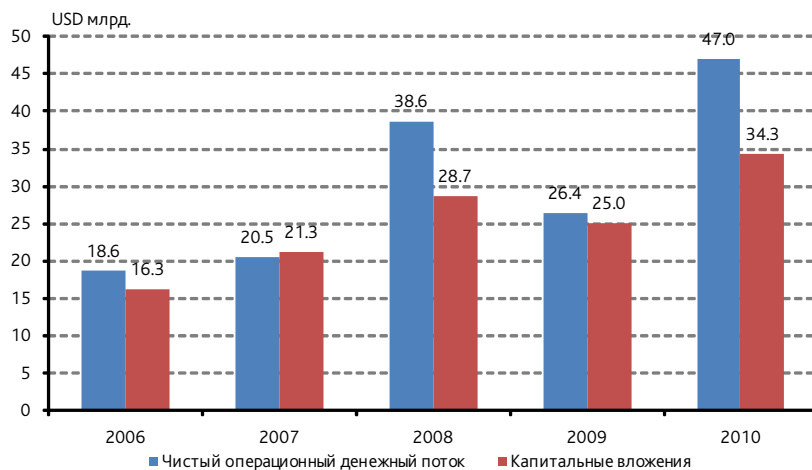
*Кроме того, вчера было принято окончательное решение по поводу увеличения налоговой нагрузки на газовую отрасль. В результате потери Газпрома составят RUB150 млрд. в 2012 году и RUB500 млрд. – всего в 2012-2014. Все остальные компании отрасли затронуты не будут.*

### КОММЕНТАРИЙ

В целом обе новости, конечно, негативны для держателей облигаций эмитента, однако вчера евробонды Газпрома не отреагировали на заявления топ-менеджеров и даже выросли на фоне общего рыночного подъема. Вероятно, причина в том, что, во-первых, операционных денежных потоков, генерируемых компанией, традиционно оказывается достаточно на финансирование практически всех своих инвестиций (см. диаграмму). Во-вторых же, Газпром, как правило, имеет четко определенную программу заимствований, которая на этот год пока не менялась и составляет RUB90 млрд. (USD3.2 млрд.). На наш взгляд, существенно не поменяет ситуацию и усиление налоговой нагрузки на газового монополиста. По крайней мере в случае сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры.

Вполне вероятно, что, учитывая более чем благоприятную рыночную конъюнктуру – высокие цены на нефть и газ, а также высокий спрос европейских клиентов, – не придется выходить на долговые рынки в этом году. Напомним, что с середины 2009 года Газпром размещал евробонды лишь однажды – в конце прошлого года (2010), и мы считаем, что это останется разовым событием, связанным не с острой необходимостью, а просто с использованием одного из возможных источников фондирования, притом довольно дешевого.

### ДИАГРАММА. ОСНОВНЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ГАЗПРОМА



Источник: данные компании

Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru) ☎ 786-23-48



## Жаикмунай (S&P: B): основной проект пока не запущен на полную мощность, а потому кредитные риски все еще велики; оценка евробонда компании справедлива

### КОММЕНТАРИЙ

Вчера небольшая частная нефтедобывающая компания Казахстана – Жаикмунай – опубликовала отчетность по МСФО за 1К 2011 года. Пока приведенные цифры несильно отличаются от квартальных показателей прошлого года. Перспективы кредитного качества компании сейчас сильно зависят от того, насколько успешно и быстро удастся начать полноценное производство на основном проекте. Если все пойдет по плану менеджмента, то объемы бизнеса Жаикмунай существенно вырастут, а неподъемная долговая нагрузка начнет снижаться. Впрочем, риски небольшой частной компании в условиях госконтроля за сектором велики.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЖАИКМУНАЯ

МСФО, USD млн.	2008	2009	1К 10	2010	1К 11
Выручка	166	116	41	178	52
ЕБИТДА	62	53	28	96	32
Чистая прибыль	67	-15	10	23	9
Чистый операционный денежный поток	51	19	15	68	0
Капвложения и М&А	196	201	55	132	18
Свободный денежный поток	-145	-181	-40	-64	-19
Совокупный долг в т.ч.	437	958		811	757
<i>Краткосрочный долг</i>	363	0		9	21
Денежные средства и эквиваленты	11	137		144	67
Активы	723	1000		1085	1098
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin (%)	37%	46%	69%	54%	60%
ЕБИТДА/проценты (x)	4.8	8.8		4.8	3.7
Долг/ЕБИТДА (x)	7.1	18.0		8.4	7.6
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	6.9	15.4		6.9	6.9
Долг/Собственный капитал (x)	2.9	8.6		6.1	4.5

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Неплохие показатели P&L, демонстрируемые последние три квартала, наблюдаются не только благодаря высоким ценам на нефть, но и за счет увеличения суточной добычи нефти. Впрочем, позитивная динамика основных цифр пока, на наш взгляд, несущественна для кредитного качества Жаикмунай, позволяя лишь функционировать в нормальном режиме. Ситуация, скорее, напоминает опцион-пут: в случае ухудшения конъюнктуры риски велики при ограниченных перспективах в случае роста.

Несмотря на хорошую динамику производственных показателей и очень высокую по меркам отрасли рентабельность (см. таблицу), денежные потоки Жаикмунай – его проблемное место, существенные инвестиции все еще не позволяют вывести свободный денежный поток в положительную область.

Ключевым для кредитного качества компании фактором является успешность завершения основного ее проекта – установки по очистке газа (УОГ), которая, по планам топ-менеджмента, должна увеличить операционные показатели в 6 раз. Месяц назад было официально объявлено о тестовом запуске установки, вчера компания подтвердила, что пока производство продолжается в том же режиме. Первоначально планировалось ввести УОГ еще в конце 2010 года, а потому мы считаем, что выход на полную мощность может еще затянуться.

По сути, успешность проекта – единственная возможность вывести денежные потоки в положительную зону и начать сокращать огромную долговую нагрузку. Так, сейчас «Долг/ЕБИТДА» Жаикмунай составляет 7.6x. Спасает тот факт, что погашение львиной доли долгов – еврооблигаций и кредита связанной стороны – приходится на 2015 год. Таким образом, аккумулировать около USD700 млн. необходимо в течение 4 лет.

Евробонд **Zhaikmunai 15** сейчас предлагает 150 бп премии к евробонду ближайшей по кредитному качеству компании – Альянс Ойл. Рейтинг последнего на одну ступень выше, а бизнес обладает рядом преимуществ, например, наличием вертикальной интеграции и гораздо меньших политических рисков. Учитывая это, мы считаем оценку облигационного рынка справедливой, даже несмотря на то, что это соответствует 400 бп премии выпуска к бумагам первого эшелона Казахстана.

Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru) ☎ 786-23-48



## БАНКИ И ФИНАНСЫ

**АИЖК (Ваа1/BBB/NR) представило стабильные результаты по МСФО за 2010 год; оценку облигаций считаем справедливой**

## КОММЕНТАРИЙ

Вчера Агентство по ипотечному кредитованию (АИЖК) опубликовало финансовые итоги деятельности по МСФО за 2010 год и провело встречу с участниками рынка, подтвердив устойчивость кредитного профиля.

АИЖК за 2010 год заработало максимальный объем чистой прибыли (RUB7 млрд.), продемонстрировав высокие показатели рентабельности (ROAE 7.0%). Основной причиной стало восстановление резервов (+RUB1.5 млрд.), что связано со стабилизацией качества портфеля закладных. Так, доля просроченных закладных сократилась в их совокупном объеме на 1.5 п.п. до 9.0% в 2010 году на фоне активного роста портфеля закладных (+39% до RUB137.7 млрд.).

## ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АИЖК

МСФО, RUB млрд.	2007	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	2.9	3.8	12.2	12.9
Комиссионные расходы	-0.8	-1.0	-1.2	-1.8
Операционные доходы до резервов	2.2	3.0	11.2	10.3
Операционные расходы	-0.7	-1.1	-1.4	-2.2
Отчисления в резервы	-0.6	-2.2	-5.2	1.5
Чистая прибыль	0.5	-0.1	3.8	7.3
Денежные средства и эквиваленты	3.7	8.1	15.0	9.5
Средства в банках	0.0	46.4	49.8	44.2
Закладные, gross	62.2	79.5	99.2	137.7
Резервы	-0.7	-2.9	-7.6	-5.8
Закладные, нетто	61.5	76.6	91.6	131.9
Средства кредитных организаций	19.1	8.2	2.6	2.1
Долговые ценные бумаги размещенные	33.2	44.6	59.2	84.1
Собственный капитал	10.5	76.2	100.0	106.9
Активы	66.4	132.1	162.2	197.5
<b>Показатели</b>				
Доходность собственного капитала (ROAE)	6.3%	-0.3%	4.3%	7.0%
Доходность активов (ROAA)	1.0%	-0.1%	2.6%	4.0%
Расходы/доходы	33.5%	36.6%	12.8%	21.3%
Чистая процентная маржа (NIM)	5.7%	3.8%	8.1%	7.3%
NPLs (свыше 90 дней)/Закладные	2.6%	6.1%	10.5%	9.0%
Резервы/ NPLs (x)	0.4	0.6	0.7	0.5
Собственный капитал/Активы	15.8%	57.7%	61.6%	54.1%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Динамика показателей АИЖК является ориентиром для всего рынка ипотечного кредитования и свидетельствует об улучшении его конъюнктуры. По ожиданиям представителей компании, в будущем году сохранится положительная динамика объема кредитов и их качества. Так, прогноз по выдаче новых кредитов составляет RUB580-640 млрд., что превышает показатели 2010 года в 1.5-1.6 раза и приближается к докризисным объемам.

При этом АИЖК рассчитывает продолжить восстановление резервов в 2011 году, считая комфортными текущие уровни покрытия резервами (0.5x). Это окажет позитивное влияние на чистую прибыль. В то же время отметим, что её рост будет ограничен негативной динамикой NIM. Средние ставки на рынке ипотечного кредитования находятся на минимальных уровнях на данный момент и, по мнению АИЖК, не стоит ожидать их существенного изменения в 2011 году.

Главным фактором кредитного профиля АИЖК является государственная поддержка, в частности посредством предоставления гарантии государства по облигационным займам. Так, в 2010 году было предоставлено около RUB44 млрд. гарантий по выплатам номинальной стоимости бондов.

На данный момент рублевые облигации АИЖК торгуются с доходностью YTW 7.0-8.0% на диапазоне 2-7 лет, и мы считаем справедливой их рыночную оценку. На наш взгляд, бумаги АИЖК являются интересной альтернативой государственным выпускам.

Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru) ☎ 647-23-59



## ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

**VimpelCom Ltd. (NR) нейтрально отчитался за 1К 2011 г.; снижение рентабельности и рост совокупного долга; для облигаций наиболее важен исход национализации Djezzy**

Вчера материнская компания одного из операторов российской «Большой тройки» - VimpelCom Ltd. – раскрыла отчетность по US GAAP за 1К 2011 г. и поделилась pro-forma результатами Wind Telecom. Полная консолидация приобретенных активов начнется со 2К 2011 г.

## КОММЕНТАРИЙ

Опубликованный пресс-релиз интересен в первую очередь первыми pro-forma цифрами VimpelCom Ltd. после поглощения Wind Telecom. Так, совокупная выручка компании достигла бы USD5.5 млрд. при рентабельности по EBITDA около 42%. Совокупное количество мобильных клиентов VimpelCom Ltd. составило 186 млн. человек.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ VIMPELCOM LTD.

US GAAP, USD млрд.	1К 10*	2010	1К 11	1К 11/4К 10	1К 11/1К 10
Выручка	2.2	10.5	2.7	-3%	23%
Россия	1.9	8.2	2.1	-2%	8%
Украина и СНГ	0.3	2.4	0.7	-5%	117%
EBITDA	1.0	4.9	1.2	-3%	16%
Чистая прибыль	0.4	1.7	0.6	28%	55%
Чистый операц. денежный поток	0.8	3.7	1.0	31%	25%
Капвложения и M&A	0.1	1.4	0.6	-15%	304%
Свободный денежный поток	0.7	2.2	0.5	519%	-20%
Совокупный долг, в т.ч.	6.6	5.7	7.3	29%	
Краткосрочный долг	1.4	1.2	1.2	7%	
Денежные средства и эквиваленты	1.5	0.9	1.9	110%	
Активы	15	20	22	12%	
<b>Показатели</b>					
EBITDA margin	47%	47%	44%		
EBITDA/проценты, (x)	7.4	9.1	9.0		
Долг/EBITDA**, (x)	1.5	1.1	1.4		
Чистый долг/EBITDA**, (x)	1.1	1.0	1.1		
Долг/Собственный капитал, (x)	1.2	0.5	0.6		

\* Данные баланса до указаны до консолидации Киевстара

\*\* Значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Операционные показатели самого VimpelCom Ltd. продемонстрировали характерную для всех сотовых операторов динамику, незначительно снизившись в квартальном выражении, что обусловлено исключительно сезонными факторами. Для облигационеров VimpelCom Ltd. значение имеет динамика операционных результатов российского сегмента бизнеса компании, так как именно российский ВымпелКом является фактическим эмитентом как еврооблигаций, так и локальных рублевых бондов.

Российский сегмент бизнеса в 1К 2011 г. пока не демонстрирует явной тенденции к восстановлению: рентабельность по EBITDA ВымпелКома снизилась с 43% в 4К 2010 г до 42% в 1К 2011 г. При этом снижение рентабельности отмечалось как в мобильном, так и в фиксированном сегментах.

Долговая нагрузка самого VimpelCom Ltd. без консолидации долгов Wind Telecom не вызывает опасений: показатель «Чистый долг/EBITDA» составил около 1.1x. Однако уже со 2К 2011 г. VimpelCom Ltd. начнет консолидировать долг всех приобретенных компаний, поэтому его pro-forma совокупный долг увеличится до USD27 млрд., а долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» вырастет до 2.5x.

На данный момент основное влияние на кредитное качество VimpelCom Ltd. будут оказывать 2 события: исход национализации алжирских активов (Djezzy), а также условия рефинансирования бридж-кредита, привлеченного ВымпелКомом для финансирования M&A сделки. О вероятном развитии событий вокруг национализации Djezzy мы писали во вчерашнем «[Навигаторе долгового рынка](#)», а рефинансирование бридж-кредита – это один из существенных моментов для S&P и Moody's, который заставляет сохранять «негативный» прогноз по рейтингу ВымпелКома.





Сейчас еврооблигации ВымпелКома предлагают премию к соответствующим евробондам МТС в размере около 50 бп, что, на наш взгляд, выглядит справедливо. Однако позитивное развитие событий вокруг алжирского актива может спровоцировать сужение спреда до 20-25 бп.

*Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89*



## Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Группа Разгуляй-1660	3000	12	3 / 1	NA / 12.36
Спартак-Казань-3	1000	14	3 / 1	NA / 14.46
Саха Респ-35003	2500	7.95	5	8.19
Мехпрачечная СвЖД-1	2500	8	15	8.16
Банк Зенит-660	5000	7.25	3 / 1	NA / 7.38
Калужская Обл-34005	2500	8.2	5	8.45
ТрансФин-М-760	500	8.5	3	8.68
Акрон-4	3750	7.95	10 / 3	NA / 8.11
Акрон-5	3750	7.95	10 / 3	NA / 8.11
Кокс-260	5000	8.7	3	8.89

## Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 июня	Страховые взносы во внебюджетные фонды
20 июня	1/3 НДС за 1К 2011 г.
27 июня	НДПИ и акцизы
28 июня	Налог на прибыль

## Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
06 июн 11	ТрансФин-М-12	1000	TBD	10 / 5
06 июн 11	ТрансФин-М-13	1000	TBD	10 / 5
06 июн 11	ТрансФин-М-14	1000	TBD	10 / 5
07 июн 11	ЗСД-1	5000	TBD	20 / 5
07 июн 11	ЗСД-2	5000	TBD	20 / 5

## Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущ. купон	Новый купон	След. оферта/Погаш-е
3 июн 11	Металлсервис	1,500	11	9	23 май 12
7 июн 11	ВТБ24-3	6,000	6.3	5.6	30 май 12
9 июн 11	ОМЗ-6	1,600	13	13	
10 июн 11	X5-4	8,000	18.46		
10 июн 11	ОГКЗ	3,000	7.5	7.5	9 дек 11
13 июн 11	Формат	1,000	17	17	8 дек 11
14 июн 11	ВТБ Лизинг-3	4,231	7.5	6.9	10 сен 13
14 июн 11	ВТБ Лизинг-4	4,231	7.5	6.65	12 мар 13
14 июн 11	РЖД-16	15,000	14.33	7.9	6 июн 16
14 июн 11	Элемент Лизинг-2	2,300	21		
15 июн 11	Мечел-02	5,000	8.5		
15 июн 11	Разгуляй-0960 Ханты-МансийскийБанк-2	2,000	0	0	15 дек 11
15 июн 11	МансийскийБанк-2	3,000	7.85		
16 июн 11	РСХБ-07	5,000	6.9	6.85	11 июн 13
17 июн 11	Ренессанс Капитал КБ-3	4,000	12.5	9.25	6 июн 12
20 июн 11	Русское море	2,000	10		
21 июн 11	ДиПОС	2,000	6		
22 июн 11	Еврофинансы-Недвиж-1	1,100	5		
22 июн 11	НОМОС-Банк-09	5,000	7		
22 июн 11	Стальфонд-Недвиж. Еврофинансы-Недвиж-2	700	7		
23 июн 11	Недвиж-2	1,100	5		
24 июн 11	ТВЗ-160	2,000	7		
28 июн 11	Газпром-11	5,000	13.75	13.75	24 июн 14
30 июн 11	Ай Теко-1	630	12.5	12.5	29 сен 11

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

### ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

### Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64  
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94  
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

### Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48  
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59  
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

### Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская  
Николай Порохов  
[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

### Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58  
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

### Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39  
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90  
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67  
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

### Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

## REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ  
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации  
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации  
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)  
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)  
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/RF30 Russia 30

## BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ  
TIBM13. Корпоративный внешний долг  
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок  
TIBM2. Навигатор долгового рынка  
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.