

Ежедневный обзор долговых рынков от 3 декабря 2010 г.



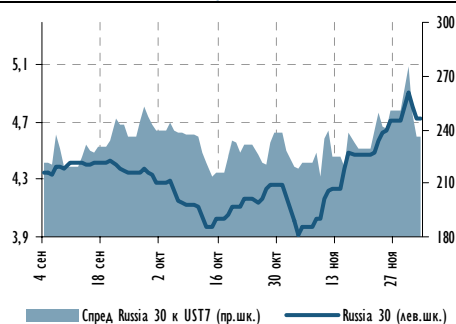
ГАЗПРОМБАНК

Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	Изменение, % к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,321	▲ 0,5%	-7,8%
USD/RUB	31,19	▼ -0,6%	3,9%
Корзина валют/RUB	35,75	▼ -0,1%	-0,6%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	507,9	▼ -89,7	-326,2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	207,5	▲ 61,3	-232,8
MOSPRIME о/н	3,2	▼ -0,5	-1,3
3M-MOSPRIME	4,0	▼ -0,1	-3,0
3M-LIBOR	0,30	■ 0,0	0,1
Долговой рынок			
UST-2	0,54	▲ 0,0	-0,6
UST-10	2,99	▲ 0,0	-0,8
Russia 30	4,73	▼ -0,1	-0,7
Russia 5Y CDS	158	▼ -7,2	-27,6
EMBI+	250	▼ -6	-24
EMBI+ Russia	222	▼ -9	34
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	89,25	▲ 1,7%	16,3%
Золото, долл./унц.	1385,2	▼ -0,2%	26,3%
Фондовый рынок			
PTC	1 666	▲ 2,0%	15,3%
Dow Jones	11 362	▲ 0,9%	9,0%
Nikkei	10 178	▲ 0,1%	-3,5%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMBF



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций.** Несмотря на то, что итоги заседания ЕЦБ разочаровали (см. темы Глобального рынка), аппетит инвесторов к риску остался высоким, и во второй половине дня в четверг российские евробонды возобновили рост котировок вместе с прочими рынками. «Тридцатка» выросла еще примерно на 3/4 п. п. до 116,875%. Котировки корпоративных инструментов подросли в среднем на 0,5 п. п.

► Несмотря на то, что вчера не произошло ничего такого, что оправдало бы рост цен, мы не исключаем, что он продолжится просто в силу того, что рынок уже изрядно просел и теперь привлекает инвесторов своей дешевизной. О том, что покупать, если коррекция окончена, читайте в Тематиках российского рынка.

► **Рублевый долговой рынок** также в целом сохраняет позитивный настрой на фоне постепенного улучшения состояния рублевой ликвидности (см. Денежный рынок). Мы не исключаем, что в ближайшие дни рост цен может продолжиться.

► Курс рубля стабилен к бивалютной корзине и находится в районе 35,80 руб./BSK, однако рост цен на нефть продолжается, и в какой-то момент потоки экспортной выручки могут перевесить отток капитала на внутреннем валютном рынке. Так что наш взгляд на рубль остается позитивным.

► Ставки NDF снижаются, однако до минимумов еще далеко. Сегодня с утра годовой NDF держится в районе 4,70%. Мы думаем, что эта ставка может упасть еще минимум на 30 б. п.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Трише – нерешительный, но везучий
- В ожидании payrolls

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- А если это было дно?

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- **Острая фаза дефицита ликвидности позади,** банки займутся ее восстановлением до «комфортных» уровней

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ВТБ (BBB/Baa1/BBB) публикует довольно нейтральные результаты за 9M10 г. по МСФО
- Vimpelcom Ltd. (–/–/–): результаты за 9M10 г. по US GAAP
- Комиссия Роснедр рекомендовала передать лицензию на освоение месторождений им. Требса и Титова Башнефти (–/–/–). Положительно для долговой нагрузки, нейтрально для облигаций

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- Американская PepsiCo (A/Aa3/A+) приобретает контрольный пакет ВБД (BB-/Ba3/-), облигации российской компании вчера уже отреагировали ростом цен, справедливая доходность бумаг по мере развития сделки должна установиться на уровне 0–10 б. п. премии к кривой облигаций РЖД



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Трише – нерешительный, но везучий

Разочарование – так одним словом можно описать итоги вчерашнего заседания ЕЦБ. Ключевая ставка была оставлена неизменной на уровне 1,0%, действие временных инструментов поддержки ликвидности было продлено, однако того, чего так ждали от ЕЦБ, а именно расширения программы скупки долгов проблемных стран, так и не случилось. Более того, на пресс-конференции Ж.-К. Трише заявил, что ответственность за разрешение кризиса лежит не на ЕЦБ, а на странах-членах ЕС, которые нуждаются в бюджетной консолидации. Таким образом, ЕЦБ в очередной раз самоустранился, и теперь ЕС предстоит искать другие пути решения проблем, не предусматривающие участия ЕЦБ. Из оставшихся опций: радикальное расширение фонда финансовой стабильности (EFSF) при участии МВФ или выпуск единых облигаций еврозоны.

Тем не менее, вчерашняя реакция рынков на итоги заседания ЕЦБ удивляет – продолжение роста европейских фондовых индексов, курса евро и сужение спредов по долгам Португалии, Испании и Италии. Похоже, что в действие вступил фактор «все в цене», и на нынешних ценовых уровнях рынки настроены на рост вне зависимости от фундаментальных обстоятельств. Так что нерешительность ЕЦБ, похоже, компенсируется изрядной долей везения.

На наш взгляд, с фундаментальной точки зрения ситуация ничуть не поменялась относительно той, что была в начале этой недели, когда все падало. Тем не менее мы не исключаем, что в ближайшее время рост котировок может продолжиться. Основной драйвер – «налетай, подешевело!»

В ожидании payrolls

Сегодня – первая пятница месяца, и если рынки вдруг не пересмотрят свое отношение к итогам заседания ЕЦБ, то в центре внимания инвесторов окажутся ноябрьские данные по рынку труда США. Ожидается, что экономика создала в прошлом месяце 150 тыс. рабочих мест, а уровень безработицы остался на отметке 9,6%.

Доходность UST10 продолжает колебаться в районе 3,0%, по-прежнему вызывая удивление, однако рост цен на нефть и общее улучшение рыночных настроений может поддержать котировки российских евробондов, даже несмотря на давление со стороны базовых ставок.

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

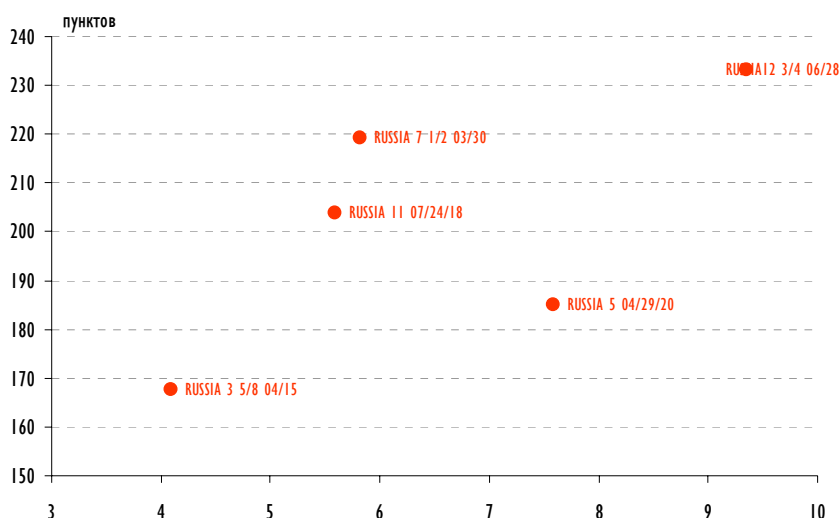
А если это было дно?

Несмотря на то, что мы решительно не находим во вчерашних новостях ничего такого, что способствовало бы смене нисходящего тренда на рынке облигаций на восходящий, уверенная динамика фондовых индексов, цен на нефть и курса евро подсказывает, что возможно все риски уже в цене, и дальше рынки могут вновь начать расти.

В таком случае, на наш взгляд, следует обратить внимание на следующие бумаги: в евробондах – прежде всего, на суверенные и квазисуверенные бумаги, которые в ходе коррекции опять демонстрировали худшую динамику по сравнению с другими ЕМ. Особое внимание мы советуем обратить на выпуск Russia28, чей Z-спред заметно шире, чем спреды по другим суверенным евробондам. Кроме того, наклон российской суверенной кривой заметно круче, чем наклон кривых Бразилии, Турции или Мексики.



Суверенные Z-спреды



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

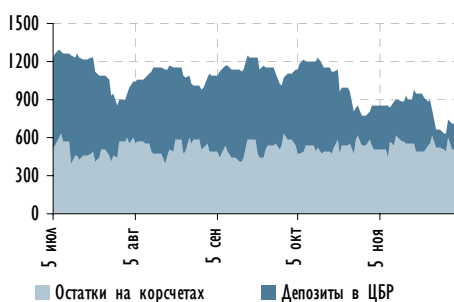
Также интересны, на наш взгляд, выпуск VTB20 и VTB15 (6,465%). Довольно дешевым выглядит и Evraz18, однако с покупкой высокоциклических бумаг, на наш взгляд, стоит повременить и убедиться, что тренд действительно развернулся.

На локальном долговом рынке при нынешних узких спредах по первому эшелону мы советуем обратить внимание на ОФЗ-25075 и ОФЗ-26203. Мы считаем, что ОФЗ более всего выиграют от притока ликвидности, который ожидается в ближайшие недели.

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

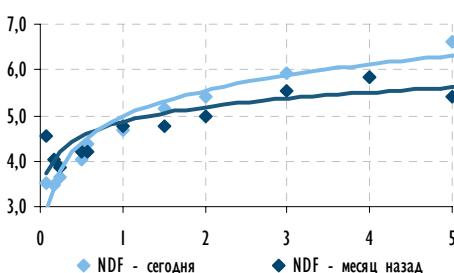
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБ



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Острая фаза дефицита ликвидности позади, банки займутся ее восстановлением до «комфортных» уровней

Отсутствие спроса в рамках вчерашних аукционов по доразмещению ОБР не стало сюрпризом: банки предпочли аккумулировать средства на депозитах в ЦБ, доведя остатки до 245,4 млрд руб. В сумме с к/с запас ликвидности на банковских балансах составил 737,7 млрд руб. – на 21,3 млрд больше, чем днем ранее. При этом спрос на инструменты рефинансирования ЦБ также вернулся в «нормальное» русло: в частности, вчера банки рефинансировали лишь 5,3 млрд через прямое РЕПО с ЦБ, сократив задолженность до «символических» 0,3 млрд.

Стоимость заимствования на рынке МБК в четверг находилась в достаточно широком диапазоне: 2,0–3,1% по кредитам о/п для банков первого круга. Сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 3,0–3,25%, однако ситуация напоминает вчерашнюю, и мы не исключаем, что в течение дня сделки будут совершаться по более низким ставкам. Тенденция на понижение наметилась и по ставкам NDF: сегодня вмененная доходность составляет 3,59–3,71%, хотя еще в начале текущей недели превышала 4,0%.

Мы полагаем, что в течение ближайших двух недель ситуация продолжит стабилизироваться: период налоговых выплат начнется лишь 15 декабря, а к тому времени банки смогут высвободить чуть более 200 млрд руб. из ОБР (погашение бумаг 14-го выпуска). Кроме того, к концу года ускорится поступление бюджетных средств в экономику, что позитивно скажется на ликвидной позиции банков.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085



КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

ВТБ
S&P/Moody's/Fitch BBB/Baa1/BBB

ВТБ публикует довольно нейтральные результаты за 9М10 г. по МСФО

Комментарий: Представленная вчера отчетность Группы ВТБ за 9М10 г. производит в целом нейтральное впечатление. Из позитивных моментов можно обратить внимание на:

- ▶ стабильность чистой процентной маржи банка в 3-м квартале года (5,1% против 5,2% по итогам 1П10 г.),
- ▶ по-прежнему стабильные NPL как в абсолютном выражении, так и в процентах от совокупного кредитного портфеля (на уровне 9,5%),
- ▶ динамичное развитие инвестиционного бизнеса группы, который за первые 9 месяцев года заработал 16,6 млрд руб. доналоговой прибыли,
- ▶ сокращение разрыва между начисленными (по данным P&L) и полученными (согласно отчету о движении денежных средств) процентными доходами до 13,8% (по итогам 1П10 г. было 20,1%).

Кредитный портфель банка в 3-м квартале года по большей части стагнировал (+3,4% для розницы и -1,4% для корпоративного портфеля), что, однако, было ожидаемым, учитывая, что большая часть плана по общему приросту портфеля в 2010 году (+15%) была выполнена банком уже по итогам 1П10 г. До конца года ВТБ рассчитывает успеть приобрести контрольный пакет Транскредитбанка, что, очевидно, в большей степени окажет влияние на баланс, нежели на P&L группы.

Из отдельных вчерашних заявлений руководства ВТБ можно выделить ожидания того, что в 2011 году корпоративный кредитный портфель вырастет на 15%, розничный – на 20% и более, чистая процентная маржа при этом должна оказаться на уровне менее 5% (по итогам 2010 года показатель должен оказаться чуть выше), что в целом соответствует нашему понимаю тенденций развития банковского сектора.

Основные финансовые показатели Группы ВТБ по МСФО, млрд руб.

	2008	2009	9М10	9М09	Изм., г/г
Чистые процентные доходы	113,6	152,2	129,5	107,4	20,6%
Чистые комиссионные доходы	16,3	21,0	17,8	14,7	21,1%
Прибыль (убыток) от торговли ценными бумагами	2,4	(20,2)	7,9	(13,9)	-156,8%
Операционная прибыль	150,4	166,6	158,7	121,3	30,8%
Операционные расходы	(67,5)	(76,4)	(68,0)	(52,5)	29,5%
Резервы	(63,2)	(154,7)	(40,3)	(126,4)	-68,1%
Чистая прибыль (убыток)	4,6	(59,6)	38,8	(45,5)	-185,3%
Денежные средства и эквиваленты	416,1	260,2	182,2	165,5	10,1%
Средства в других банках	308,0	345,6	255,5	333,1	-23,3%
Ценные бумаги	259,9	400,7	404,6	348,0	16,3%
Нетто кредитный портфель	2 555,6	2 309,9	2 528,2	2 512,7	0,6%
Кредиты ЦБ	611,6	314,8	3,4	231,0	-98,5%
Средства банков	388,7	287,0	380,9	262,1	45,3%
Средства корпоративных клиентов	747,8	1 092,3	1 239,2	1 088,2	13,9%
Средства частных клиентов	354,1	476,5	600,1	430,2	39,5%
Долговые ценные бумаги	560,1	485,7	541,4	531,6	1,8%
Прочие заемные средства	237,1	156,1	137,9	231,4	-40,4%
Субординированный долг	226,3	195,3	186,5	194,8	-4,3%
Собственный капитал	392,1	504,9	545,4	530,2	2,9%
Всего активов	3 697,4	3 610,8	3 753,3	3 585,8	4,7%
Ключевые показатели					
Рентабельность капитала (ROAE), %	1,2%	-13,3%	9,9%	-13,2%	
Рентабельность активов (ROAA), %	0,2%	-1,6%	1,4%	-1,7%	
Чистая процентная маржа (NIM), %	4,4%	4,7%	5,1%	4,3%	

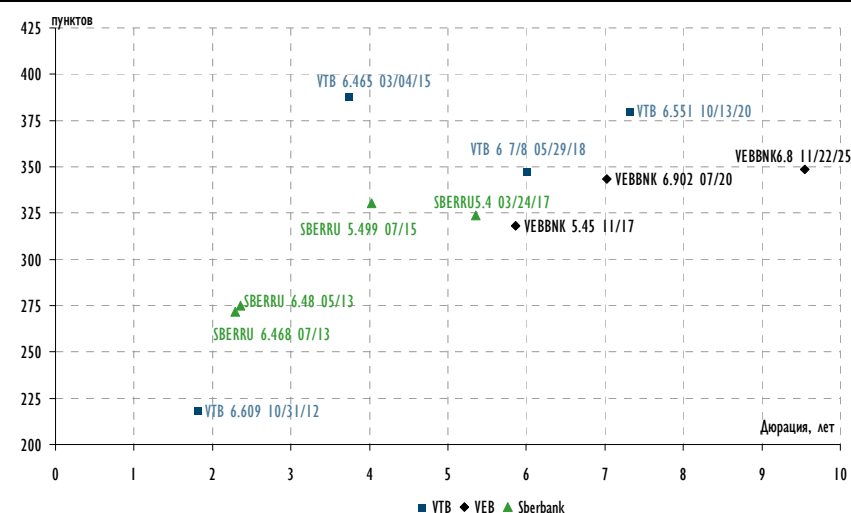


Расходы/Доходы, %	44,9%	45,9%	42,8%	43,3%
Стоимость риска, %	3,0%	5,8%	2,0%	6,1%
Чистый кредитный портфель/Депозиты, %	231,9%	147,2%	137,5%	165,5%
NPL/Кредиты, %	1,9%	9,8%	9,5%	7,8%
Реструктуризация/Кредиты, %	0,6%	11,8%	11,0%	-
Резервы/Кредиты, %	3,6%	9,2%	9,6%	7,9%
Покровительство NPL резервами, х	1,9	0,9	1,0	1,0
Достаточность капитала I-го уровня (Tier I), %	10,5%	14,8%	13,9%	14,0%
Достаточность капитала (TCAR), %	17,3%	20,7%	18,8%	19,5%
Денежные средства/Активы, %	11,3%	7,2%	4,9%	4,6%

Источник: данные банка, расчеты ГПБ

К рублевым облигациям ВТБ на нынешних уровнях мы относимся довольно нейтрально, предпочитая им бумаги АИЖК. На еврооблигациях мы обращаем внимание на выпуск VTB 15 (YTM 5,45% @ март 2015 г.), Z-спред которого выделяется из общего ряда выпусков крупнейших госбанков.

Z-спреды по выпускам еврооблигаций ВТБ, ВЭБ, Сбербанка



Источник: Bloomberg, ГПБ

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

Vimpelcom Ltd.
S&P/Moody's/Fitch

—/—/—

Vimpelcom Ltd.: результаты за 3-й квартал 2010 г. по US GAAP

Новость: Вчера Vimpelcom Ltd. (—/—/—) опубликовал финансовые результаты за 9 месяцев 2010 г. по US GAAP — ожидаемо слабые с точки зрения динамики основных показателей. Длинный выпуск еврооблигаций Вымпелком-18, который мы рекомендовали к покупке в октябре, в последние недели заметно сократил премию к кривой МТС — дальнейший рост бумаги, на наш взгляд, будет определяться общерыночным трендом.

Комментарий:

Слабые результаты мобильного сегмента в России: Вымпелком впервые уступил второе место по выручке Мегафону. По итогам 3кв10 выручка Вымпелкома от услуг сотовой связи в России достигла 53,8 млрд руб., увеличившись по сравнению с аналогичным периодом 2009 года на 5%. При этом темпы роста МТС и Мегафона были выше — 6% и 14,5% соответственно. По нашим оценкам, доля Вымпелкома по доходам среди операторов «Большой тройки» снизилась в 3кв10 на 0,4 п. п. до 32,4%, при этом за последние четыре квартала оператор уступил конкурентам (прежде всего, Мегафону) 1,1% рынка. Согласно сообщению Ведомостей, данные компании J'son & Partners за октябрь свидетельствуют о дальнейшем увеличении отрыва Мегафона от Вымпелкома по мобильной выручке в России.



Рентабельность по EBITDA сотового бизнеса Вымпелкома в России продолжает находиться под давлением растущих расходов на рекламу и маркетинг. В 3кв10 этот показатель снизился на 4,3 п. п. г/г до 50,4%. Мы также отмечаем, что динамика доходов компании в ключевом сегменте услуг фиксированной связи – корпоративном – остается слабой. Снижение доходов в рублях по сравнению с 3кв09 составило 4%, в долларах – 2%. При этом общая рентабельность EBITDA фиксированного бизнеса снизилась г/г на 2 п. п. до 29,7%.

Позитивная динамика доходов и высокая рентабельность сотового бизнеса на Украине. Совокупная выручка (Киевстар и UPC) сотовой связи на Украине составила 3,2 млрд гривен, что на 5% выше чем в 3кв09 и на 11% выше предыдущего квартала. Агрегированный показатель MOU вырос в 3кв10 на 1,5% кв/кв до 433 мин./мес., ARPU – на 7% кв/кв и 4% г/г до 43 гр./мес. В целом итоги 3кв10 свидетельствуют о позитивных сезонных и общеэкономических тенденциях на украинском рынке. Агрегированный показатель рентабельности по EBITDA мобильного бизнеса на Украине в 3кв10 составил 58,5% (+3 п. п. кв/кв, +7 п. п. г/г).

Денежные потоки: «пик» расходов в четвертом квартале. В 3-м кв. 2010 г. Vimpelcom Ltd. заметно увеличил объем инвестиционных расходов – до 431 млн долл., или 15% выручки (по сравнению с 10% в 1П10 и во 2кв10). Ранее менеджмент давал ориентир по уровню капитальных затрат на 2010 год в пределах 15–20% выручки. Если компания будет придерживаться верхней планки (что было бы логично, учитывая выраженную позицию вернуть потерянную долю рынка), объем вложений, по нашей оценке, превысит 2 млрд долл. Более половины суммы придется на 4-й квартал, на что, вероятно, уйдет большая часть операционного денежного потока. Кроме того, еще одной статьёй расходов в четвертом квартале станет выплата объявленных в ноябре промежуточных дивидендов (600 млн долл.), а также погашения по долгу – 713 млн долл. Стоит отметить, что на 30/09/10 компания располагала существенным запасом ликвидности для покрытия «пиковых» выплат – около 2,5 млрд долл., при этом после отчетной даты Вымпелком привлек еще около 660 млн долл., разместив рублевые облигации.

Кредитные метрики в комфортной зоне... Лeverидж Vimpelcom Ltd. в третьем квартале практически не изменился – привлечение короткого кредита на выкуп собственных акций у миноритариев (около 470 млн долл. – погашен в ноябре из собственных средств) было сбалансировано текущими выплатами по долгу. На 30/09/10 совокупный долг составил 6,5 млрд долл., или 1,4x LTM EBITDA (Чистый долг/LTM EBITDA на уровне 0,8x).

Риски роста предложения долга Вымпелкома на рынке по-прежнему в силе. Учитывая довольно существенный объем погашений в 2011 году (1,95 млрд долл.), а также по-прежнему актуальные риски роста лeverиджа для финансирования расходов по сделке с Weather Investments («денежная» составляющая – 1,8 млрд долл.) и возможного рефинансирования долга приобретаемых компаний (Orascom Telecom Holdings), мы не исключаем нового предложения Vimpelcom Ltd. на публичном долговом рынке. При этом наиболее вероятным заемщиком является российская операционная компания, имеющая кредитные рейтинги, – ОАО «Вымпелком» (заемщик в рамках обращающихся выпусков евробондов и рублевых облигаций). Риск роста долга российской дочки и последующего перераспределения средств на нужды материнской компании (Vimpelcom Ltd.) нашел отражение в действиях рейтинговых агентств, поставивших рейтинги ОАО «Вымпелком» в списки на возможное понижение. На наш взгляд, потенциальное снижение рейтинга вряд ли превысит одну ступень.

Длинный выпуск Вымпелком-18, который мы рекомендовали к покупке в октябре на фоне существенного расширения спреда к кривой МТС (премия к МТС-20 превышала 40 б. п.), в последние недели полностью реализовал имевшийся upside: вчера доходность бумаги опустилась ниже доходности МТС-20, а в терминах Z-спреда сократилась до 30 б. п. На этом уровне дальнейший рост бумаги, на наш взгляд, возможен только вместе с рынком. При этом в случае расширения премии (в терминах Z-спреда) более 50 б. п. Вымпелком-18, на наш взгляд, вновь будет выглядеть интересно для покупки.



Vimpelcom Ltd.: финансовые результаты по US GAAP за 9 мес. 2010 г., млн долл.

	2007	2008	2009	9M10	г/г	9M09
Выручка	7 171	10 117	8 703	7 697	20%	6 390
EBITDA	3 597	4 860	4 273	3 681	16%	3 182
Рентабельность EBITDA, %	50%	48%	49%	48%	-2 п.п.	50%
Операционный денежный поток	3 037	3 421	3 513	2 901	2%	2 843
Капитальные вложения	-1 606	-2 391	-892	-911	46%	-623
Свободный денежный поток до финансирования	1 130	-4 097	2 603	1 982	-11%	2 220
Всего активов	10 569	15 725	14 733	21 046	35%	15 609
Собственный капитал	5 412	4 389	4 509	10 862	122%	4 900
Совокупный долг, в том числе	2 767	8 443	7 353	6 493	-20%	8 089
доля краткосрочного долга, %	19%	23%	25%	33%	2 п.п.	31%
Денежные средства и эквиваленты	1 004	915	1 447	2 467	-2%	2 529
Показатели						
Долг/Капитал, х	0,5	1,9	1,6	0,6	-	1,7
EBITDA/Чистые процентные расходы, х	22	11	8	10	-	8
Чистый долг/EBITDA, х	0,5	1,5	1,4	0,8	-	1,3
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	2,4	отр.	2,8	2,7	-	5,9

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92Андрей Богданов
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 988 23 44Анна Курбатова
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru
+7 495 913 78 85Башнефть
S&P/Moody's/Fitch -/-

Комиссия Роснедр рекомендовала передать лицензию на освоение месторождений им. Требса и Титова Башнефти. Положительно для долговой нагрузки, нейтрально для облигаций

Новость: Комиссия Роснедр признала конкурс по месторождениям им. Требса и Титова несостоявшимся, но рекомендовала передать лицензию на разработку единственному допущенному к конкурсу участнику – Башнефти. Компания предложила за право на разработку месторождения 18,476 млрд руб. при стартовом платеже 18,17 млрд руб.

Комментарий: Решение Роснедр фактически означает победу Башнефти в борьбе за месторождения. Вероятность принятия положительного решения Правительством РФ в сложившихся условиях мы оцениваем как очень высокую.

Размер запасов месторождений составляет 89,7 млн тонн (656 млн баррелей) по стандартам ABC1 и 140,1 млн тонн (1024 млн баррелей) по стандартам ABC1+C2. Размер предложенного Башнефтью платежа – 0,93 долл. за баррель запасов ABC1 и 0,6 долл. – за баррель запасов ABC1+C2 является очень выгодным для компании в особенности с учетом того, что данные месторождения расположены вблизи экспортного терминала в Варандее, что при заключении соглашения с собственником терминала – Лукойлом – дает возможность достичь высокой рентабельности экспортных поставок нефти.

Как мы полагаем, в разряд доказанных компания впоследствии сможет перевести не менее 60% от запасов месторождений по российской классификации ABC1. Кроме того, существует значительный потенциал по доразведке запасов в ходе разработки данных месторождений. При этом средняя стоимость барреля доказанных запасов российских нефтегазовых компаний, котирующихся на бирже, в настоящее время составляет 3,4 долл.



Дополнительные обязательства по переработке 42% нефти в России и продаже 15% нефти на бирже ухудшают экономические показатели проекта разработки месторождений, расположенных в непосредственной близости от каналов экспорта нефти. Вместе с тем мы полагаем, что Башнефти удастся добиться использования «схемы замещения» – получить право поставлять нефть с других месторождений компании вместо нефти с месторождений им. Третьякова и Титова. В течение ближайших месяцев мы ожидаем заключения соглашений с Лукойлом по использованию Варандейского терминала компании в обмен на право участия в проекте или денежную компенсацию.

Руководство Башнефти ранее заявляло, что в случае победы на конкурсе компания сможет начать добычу на месторождении в 2014 году.

Мы положительно оцениваем возможную конечную цену аукциона для показателей долговой нагрузки: резкий рост долга маловероятен. Напомним, что на середину 2010 г. Чистый Долг/EBITDA компании мы оценивали на уровне 0,6х (величина долга 2,2 млрд долл.). При этом размер денежных средств компании на середину года составлял 559 млн долл. Кроме того, в 3-м квартале 2010 г. компания для финансирования общекорпоративных нужд заключила соглашения на общую сумму 30 млрд руб. и 450 млн долл. Судя по всему, в ближайшее время Башнефти не пригодятся все эти ресурсы. Таким образом, потенциальный уровень долга можно оценить в 3,6 млрд долл. Исходя из нашей оценки показателя EBITDA на уровне 2,7 млрд долл. и итогов аукциона, мы оцениваем соотношение Чистый долг/EBITDA на конец года в пределах 1,0х.

Мы не ожидаем влияния результатов конкурса на котировки облигационных выпусков Башнефти, которые предлагают в настоящее время доходность в 8,15–8,25%, или спред к бумагам материнской компании АФК Система-3 около 80–90 б. п.

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 495 980 43 10

Иван Хромушин
Ivan.Khormushin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 438



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
03.12.2010	Оферта Мой Банк, 2	1 000
06.12.2010	Закрытие книги Газпромбанк БО-1	10 000
	Закрытие книги Глобэксбанк БО-3	3 000
	Закрытие книги Глобэксбанк БО-5	2 000
07.12.2010	Размещение РосДорБанк, 1	1 050
	Ломбардные аукционы ЦБР на неделю, 3 месяца	
08.12.2010	Размещение ОФЗ 25075 и ОФЗ 25073	18 220
	Погашение Ленинградская область, 26001	800
	Погашение Электроника, АКБ, 2	500
	Оферта Сатурн, 3	3 500
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	9 800
09.12.2010	Погашение Топ-Книга, 2	1 500
	Оферта Банк Зенит, 5	5 000
	Оферта Элемент Лизинг, 2	700
	Депозитные аукционы ЦБ на 4 недели, 3 месяца	
10.12.2010	Погашение РуссНефть, 1	7 000
	Оферта ВТБ-Лизинг Финанс, 7	5 000
	Оферта Мастер-Банк, 3	1 200
13.12.2010	Закрытие книги Водоканал Финанс 1	2 000
	Оферта Промнефтесервис, 1	3 000
	Оферта РосДорБанк, 1	1 050
	Оферта ФОРМАТ, 1	1 000
14.12.2010	Закрытие книги Уралвагонзавод 1	3 000
	Погашение ЛЭКстрой, 1	1 500
	Погашение Пятерочка Финанс, 2	3 000
	Погашение ЮТэйр-Финанс, 3	2 000
	Ломбардные аукционы ЦБР на неделю, 3 месяца	

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
06.12.2010	Сбербанк: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
06.12.2010	Башнефть: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
09.12.2010	АФК Система: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	Башнефть: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	Татнефть: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
декабрь	Транснефть: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёмин, CFA

+7 (495) 980 43 10

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

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 Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Copyright © 2003 — 2010. «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.