

Ежедневный обзор долговых рынков от 24 февраля 2011 г.

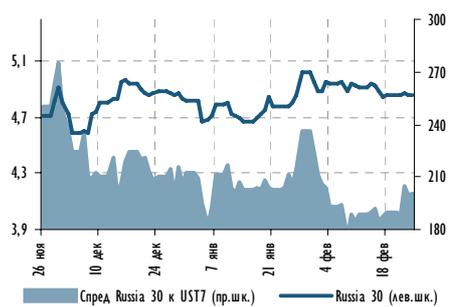


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,375	▲ 0,7%		2,7%
USD/RUB	29,18	▼ -0,4%		-4,5%
Корзина валют/RUB	34,10	▼ 0,0%		-3,0%
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	479,5	■ 0,0		-408,8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	834,5	■ 0,0		265,0
MOSPRIME о/п	3,0	■ 0,0		1,2
3М-MOSPRIME	4,0	■ 0,0		-0,1
3М-LIBOR	0,31	▼ 0,0		0,0
Долговой рынок				
UST-2	0,75	▲ 0,1		0,2
UST-10	3,49	▲ 0,0		0,2
Russia 30	4,86	▼ 0,0		0,0
Russia 5Y CDS	150	▼ -1,5		4,5
EMBI+	276	▲ 14		28
EMBI+ Russia	187	▲ 10		-12
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	109,71	▲ 5,9%		19,2%
Золото, долл./унц.	1411,7	▲ 0,9%		-0,6%
Фондовый рынок				
PTC	1 864	▼ -0,6%		5,3%
Dow Jones	12 106	▼ -0,9%		4,6%
Nikkei	10 455	▼ -1,2%		2,2%

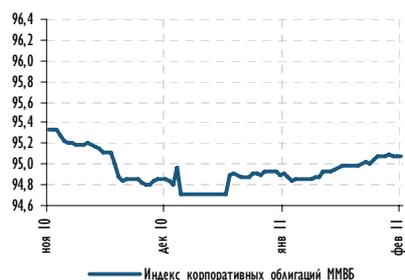
Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций.** Настороженное отношение инвесторов к риску мешает российским евробондам воспользоваться столь благоприятными для них факторами, как стремительный рост цен на нефть и падение доходности Treasuries. В результате котировки Russia30 продолжают держаться в районе 115,0% от номинала, при этом кредитные спреды в последнее время заметно расширились и на рынке еврооблигаций, и по CDS. В частности, 5-летний CDS-спред на Россию расширился до 155 б. п. В корпоративных инструментах активность невысока.

► Мы полагаем, что нынешний рост цен на энергоносители «прилипчив» и когда геополитическая напряженность в Африке и на Ближнем Востоке пойдет на спад, цены на нефть не упадут туда же, где они были до нынешней серии революций. Кроме того, доходности Treasuries сломали растущий тренд, который длился с осени прошлого года, и теперь возобновление стремительного роста ставок маловероятно, даже после завершения периода бегства в качество.

► На наш взгляд, все это создает отличные предпосылки для роста котировок российских евробондов, как только инвесторы несколько свыкнутся с возникновением на карте новых очагов политической нестабильности и снова обратят внимание на рискованные активы.

► **Рублевый долговой рынок.** За прошедшие несколько дней ситуация на рынке офшорных рублевых ставок изменилась несущественно. Годовой NDF показывает вмененную доходность в районе 4,63%, 5-летний – около 6,70%.

► Самым интересным событием для локального долга, на наш взгляд, является размещение 7-летних рублевых еврооблигаций Минфина, которые дают ориентиры для прайсинга длинных ОФЗ (см. Темы российского рынка).

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

► **Минфин задаст новые ориентиры для Минфина**

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

► **В ожидании решения ЦБ**

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- МТС (BB/Baa2/BB+) снова предлагает держателям еврооблигаций MTS-12 согласовать изменения условий; нейтрально
- Гендиректор Vimpelcom Ltd (–/–/–) видит высокую вероятность того, что сделка с Wind Telecom состоится
- Распадская (–/B1/B+) опубликовала производственную программу на 2011-2015 год; погашение еврооблигаций в 2012 году не вызывает сомнений
- ВТБ (BBB/Baa1/BBB) сделал важный шаг к поглощению Банка Москвы (–/Baa2/BBB–)
- Alliance Oil (B+/-/B) опубликовала отчетность за 2010 г. по МСФО
- Газпром нефть (BBB-/Baa3/–) отчиталась за 2010 г. по US GAAP и провела телеконференцию

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

► **Размещение ОБР-17 на сумму 25 млрд руб.**

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Минфин задаст новые ориентиры для Минфина

Сегодня, согласно сообщениям организаторов, стало известно, что завершилось размещение 7-летних рублевых еврооблигаций Минфина. Доходность составила 7,85% (насколько мы поняли, это ставка купона).

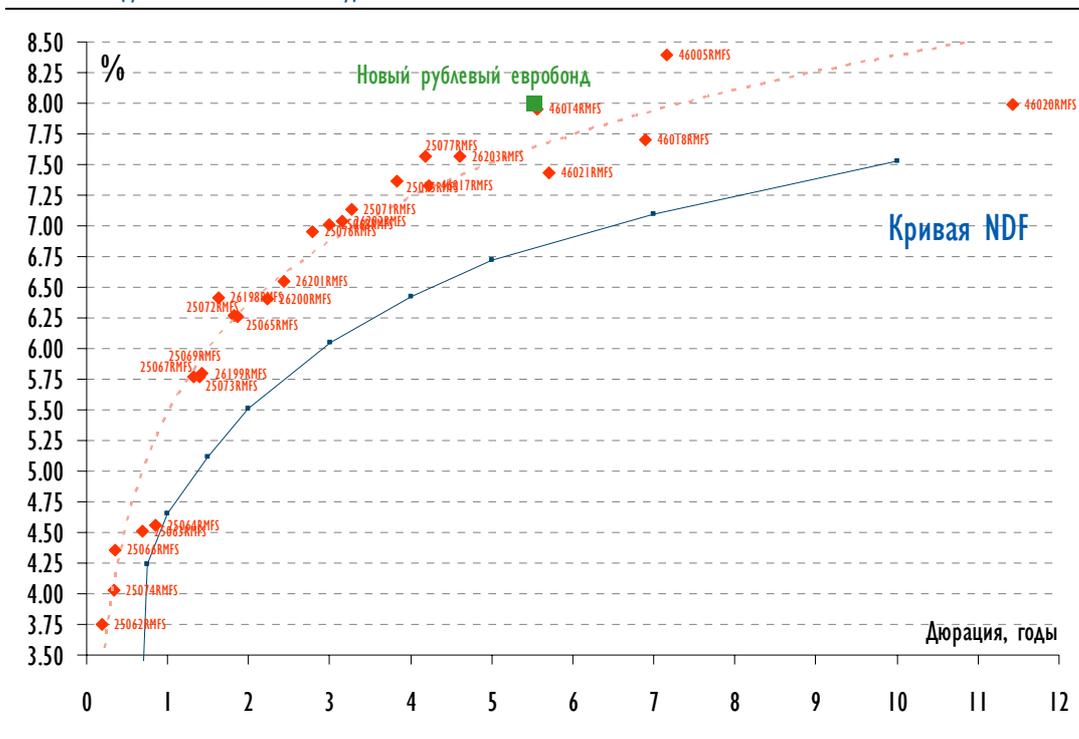
С учетом того, что в последнее время рассчитывать доходность по рублевым евробондам принято по локальной конвенции, указанная выше ставка транслируется в эффективную доходность (сопоставимую с ОФЗ) в районе УТМ8,00%, что дает спред к кривой NDF/CCS в районе 110 б. п.

К сожалению, в настоящее время трудно сказать, много это или мало. Из-за специфики нынешнего рынка в последние месяцы наиболее активно размещались и торговались бумаги с дюрацией до 5 лет. Соответственно, ликвидная жизнь в ОФЗ заканчивается на 203-й бумаге, и вряд ли более длинные выпуски можно брать за ориентир для рублевых евробондов (дюрация 7-летних евробондов почти на год больше, чем дюрация ОФЗ26203).

В то же время стоит отметить, что при купоне 7,85%, спред нового выпуска рублевых евробондов к NDF/CCS примерно соответствует спреду к свопам по выпуску ОФЗ25077 (114 б. п.). При этом мы полагаем, что спред к NDF/CCS по выпуску рублевых еврооблигаций должен быть несколько *уже*, чем по ОФЗ из-за того, что иностранным инвесторам не приходится брать на себя российские инфраструктурные риски при инвестировании в еврооблигации. Однако в таком случае будет оправданна и обратная корректировка спреда на ликвидность новой бумаги, которая, вероятно, будет хуже, чем ликвидность локальных бумаг.

Обобщая сказанное выше, мы можем заключить, что итоги размещения рублевых евробондов Минфина скорее станут любопытным ориентиром для прайсинга более длинных бумаг Минфина, нежели дадут покупателям большой ценовой апсайд, хотя некоторый рост котировок на вторичном рынке, безусловно, возможен.

Кривая доходности рублевых облигаций металлургических компаний



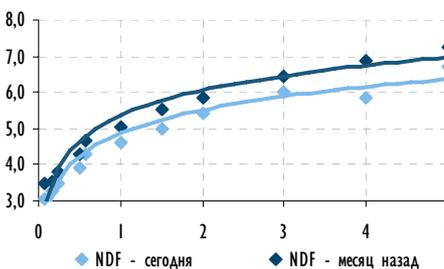
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

В ожидании решения ЦБ

Сегодня ЦБ проведет аукцион по доразмещению ОБР 17-го выпуска на сумму 25 млрд. руб. Хотя инструмент является краткосрочным (дата погашения – 15 апреля), спрос на него накануне заседания Совета директоров ЦБ по ставкам (в пятницу, 25 февраля) вряд ли будет высоким. Отметим, что, несмотря на сдержанную риторику властей в отношении дальнейшего направления денежно-кредитной политики, стремление удержать инфляцию в пределах 8,0% в 2011 г. требует более жестких мер (учитывая, что за период с начала года по 14 февраля цены уже выросли почти на 3,0%).

В остальном сегодня ситуация на российском денежном рынке вряд ли существенно поменяется. Банки, вероятно, займут выжидательную позицию в преддверии выплаты НДС и акцизов (в пятницу), однако запас ликвидности на балансах остается на довольно комфортном уровне. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ по состоянию на утро четверга составила 1,38 млрд руб., в связи с чем стоимость заимствования на рынке МБК до конца недели, по всей видимости, будет оставаться близкой к текущим уровням. Сегодня банки выставляют котировки на уровне 2,5–2,9% по кредитам о/п для первоклассных заемщиков.

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

МТС
S&P/Moody's/Fitch BB/ Ba2 / BB+

МТС снова предлагает держателям еврооблигаций MTS-12 согласовать изменения условий; нейтрально

Новость: Во вторник 22 февраля МТС вновь обратилась к держателям евробондов MTS-12 с предложением согласовать изменение некоторых условий выпуска. Как следует из официального пресс-релиза, компания предлагает исключить из списка событий дефолта неисполнение требований арбитражного суда в части выплаты по судебному иску в пользу Nomihold Securities Inc. Аналогичные изменения МТС уже согласовала по выпуску MTS-20. Ранее компания отозвала предложение о выкупе облигаций MTS-12 и изменении условий выпуска из-за вынесенного Высоким судом Лондона запрета на распоряжение активами MTS Finance (эмитент по евробондам MTS 12). МТС обратилась в суд за разъяснениями и получила подтверждение, что изменение условий по выпуску облигаций не противоречит судебному решению.

МТС предлагает держателям бондов компенсацию в 0,25 п. п. – такую же компенсацию получили держатели бондов MTS-20 за согласие на аналогичное изменение условий по бумаге. Дата окончания действия предложения – 28 февраля.

Комментарий: В своем первом предложении МТС предлагала более щедрую компенсацию за изменение условий – 1 п. п. В то же время разница, очевидно, объясняется масштабом предлагаемых изменений: тогда компания предлагала удалить из условий выпуска «практически весь список событий, приводящих к дефолту» (что, как мы понимаем, должно было стать стимулом для инвесторов участвовать в процессе выкупа).

Отметим, что недавно Ведомости со ссылкой на источник в компании сообщали, что Высокий суд Лондона разрешил МТС не только изменить условия по MTS-12, но и выкупить бумагу с рынка. Тем не менее компания, по всей видимости, решила ограничиться изменением условий. Теоретически, если бумага останется в рынке и требование суда по



выплате в пользу Nomihold не будет выполнено, последняя может потребовать признания несостоятельности MTS Finance – если эти требования найдут поддержку суда, это приведет к дефолту по MTS-12 (и кросс-дефолту по другим обязательствам). На этих рисках недавно акцентировали свое внимание рейтинговые агентства, помещая рейтинги МТС в список на возможное понижение (в частности, Moody's). По всей видимости, тот факт, что компания не предложила инвесторам выкупить бумаги, отражает уверенность МТС в том, что такой негативный сценарий не реализуется.

В целом мы по-прежнему полагаем, что вся история с иском Nomihold Securities пока что нейтральна с точки зрения кредитного качества МТС и компании удастся избежать каких-либо серьезных финансовых последствий – в крайнем случае заплатив требуемую сумму (180 млн дол.), довольно незначительную в масштабах бизнеса МТС.

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

Гендиректор Vimpelcom Ltd видит высокую вероятность того, что сделка с Wind Telecom состоится

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

Новость: Генеральный директор Vimpelcom Ltd. Александр Изосимов дал интервью газете Коммерсант, в котором, в частности, оценил вероятность того, что сделка с Wind Telecom в итоге состоится, как высокую, указывая на сильную юридическую позицию компании.

Напомним, что завтра (25 февраля) должно состояться заседание Коммерческого суда Лондона, на котором будет рассмотрено обращение Telenor о наложении обеспечительных мер на сделку с Wind Telecom в поддержку своих действий в рамках инициированного 28 января арбитражного разбирательства, в котором Telenor отстаивает свое право на преимущественное приобретение акций Vimpelcom Ltd. в предполагаемой сделке с Wind Telecom.

Требования Telenor сводятся к тому, чтобы обязать Vimpelcom выпустить акции в свою пользу одновременно с выпуском акций в пользу акционеров Wind Telecom. При этом Telenor предлагает депонировать акции у депозитарного агента до вынесения арбитражем решения об обоснованности его прав на их преимущественное приобретение. Таким образом, если арбитражная коллегия встанет на позицию Telenor, посчитав, что сделка с Wind Telecom не является сделкой M&A со связанными сторонами, акции будут переданы Telenor, а сумма, составляющая стоимость приобретения этих акций, будет передана Vimpelcom. Ранее сообщалось, что Telenor уже зарезервировала около 2,7 млрд дол. для участия в допэмиссии.

Удовлетворение требований Telenor о введении обеспечительных мер негативно скажется на перспективах сделки, так как выпуск акций в пользу Telenor размоет долю миноритариев, что, вероятно, подтолкнет их голосовать против транзакции с Wind Telecom на собрании акционеров 17 марта (если собрание состоится и не будет отменено в результате арбитражного разбирательства). Кроме того, очевидно, ухудшатся условия сделки для продавца активов – Наджиба Савириса, что может привести к его отказу от сделки.

Комментарий: Мы еще раз обращаем внимание на тот факт, что отмена сделки будет наиболее позитивным вариантом развития событий для держателей еврообондов Вымпелкома, так как, очевидно, приведет к сужению спреда к МТС на фоне устранения некоторых рисков, сопутствовавших сделке (в частности, рост долга и вероятное снижение рейтингов ОАО «Вымпелком» на одну ступень). При этом даже если сделка состоится, на текущих уровнях доходности, близких к доходностям металлургических компаний, еврообонды Вымпелкома, на наш взгляд, выглядят привлекательно для покупки.

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

Распадская
S&P/Moody's/Fitch – / B1 / B+

Распадская опубликовала производственную программу на 2011-2015 год; погашение еврооблигаций в 2012 году не вызывает сомнений

Новость: 22 февраля Распадская опубликовала среднесрочную производственную программу развития на 2011–2015 гг. Основные параметры программы по производству и капитальным вложениям представлены в таблицах.

Добыча рядового угля, млн т

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Шахта «Распадская»	3,2	2,5	6	6,2	7	9
Разрез «Распадский»	1,7	3	3,5	4	4	4
Шахта МУК-96	1,8	2	2	2,3	3	3
Шахта «Распадская-Коксовая»	0,4	1	1,3	2,5	2,8	2,5
Всего	7,2	8,5	12,8	15	16,8	18,5
Изменение г/г	-32%	19%	51%	17%	12%	10%

Источник: компания

Капиталовложения, млн долл.

	2010	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П
Поддержание производственных мощностей	82	54	154	146	167	155
Восстановление шахты «Распадская»	30	70	0	0		
Новое строительство и расширение производства	28	51	98	81		
Всего	140	175	252	227	167	155

Источник: компания

Комментарий: В 2011 г. предусмотрен ввод в эксплуатацию еще 4-х лав на шахте «Распадская»: в 2К10 – первой лавы, в 3К10 – второй, в 4К10 – третьей и четвертой лав. Добыча рядового угля должна возрасти на 19 %, с 7,2 млн т в 2010 г до 8,5 млн т в 2011 г. Отметим, что в отношении добычи по шахте «Распадская» на ближайший период компания применила более консервативный сценарий, чем предполагает ее производственный потенциал. Основной рост в 2011 г. произойдет за счет роста добычи с разреза «Распадский» (+74% г/г) и с шахты «Распадская-Коксовая» (+139% г/г). При этом шахта «Распадская-Коксовая» добывает премиальные угли марок К и КО, что соответствует hard coking coal по международным стандартам. Данный уровень добычи (2011) на 2% превышает наши ожидания. Более того, уровень добычи на шахте «Распадская» в 2011 году планируется выше, чем цифра в 2 млн т, фигурировавшая ранее в некоторых СМИ.

В 2013 г. планируется достичь нового уровня добычи в 15 млн т, что будет превышать докризисный уровень 2007 г. на 10%. В 2015 г. планируется добыть 18,5 млн т угля, что на 157% выше уровня 2010 г.

Капитальные затраты в 2011–2015 гг. составят 976 млн долл. Из них 70% будет направлено на поддержание производственных мощностей, 7% – на восстановление шахты «Распадская» и 23% – на расширение производства.

После аварии на шахте «Распадская» в мае 2010 г. компания вынуждена была временно приостановить экспортные отгрузки угольного концентрата. В 2011 г. экспорт будет возобновлен раньше ожиданий, что очень позитивно, так как в настоящий момент поставки на экспорт существенно выгоднее для российских компаний в виду отставания внутренних цен от экспортного паритета. Поставки по спотовым контрактам могут начаться уже в 2К11. В будущем компания рассчитывает поставлять за рубеж не менее 35% добываемого угля.

Кроме того, отметим, что компания обозначила уровень денежной стоимости производства угольного концентрата на уровне 30 долл./т с 2012 г., что выше уровня 1П10 или 2007 г. Тем не менее данный рост будет сопровождаться ростом доли добычи премиальных углей марок К, КО.

С точки зрения кредитного профиля мы обращаем внимание на умеренный объем капитальных затрат в 2011 году – 175 млн долл., около 24% от прогнозной EBITDA компании в 2011 году (742 млн долл., консенсус Bloomberg). Мы полагаем, что свободный денежный поток компании был положительным по итогам 2010 года (в 1П10 он составил 123 млн долл.) и останется таким в 2011 году. Учитывая этот факт, Распадская, скорее всего, будет обладать необходимым запасом ликвидности для того, чтобы погасить выпуск еврооблигаций в мае



следующего года (300 млн долл.). Отметим, что по состоянию на 1П10 денежные средства на балансе составляли 286 млн долл.

В целом новость нейтральна для торгующихся коротких бумаг Raspadskaya 12 (доходность около 4,1%).

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

Сергей Канин
Sergei.Kanin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 06

ВТБ сделал важный шаг к поглощению Банка Москвы

ВТБ
S&P/Moody's/Fitch BBB / Baa1 / BBB

Банк Москвы
S&P/Moody's/Fitch – / Baa2/ BBB-

Новость: ВТБ приобрел 46,48% Банка Москвы, ранее принадлежавшие столичному правительству, и 25%+1 акция Столичной Страховой Группы (владеет 17% Банка Москвы). Об этом сообщает Reuters со ссылкой на руководителя департамента имущества Москвы Натальи Сергуниной. Сделка была произведена с Центральной топливной компанией, на баланс которой в счет доэmissии были ранее внесены данные активы. Согласно тем же источникам, за два пакета (50,7% Банка Москвы с учетом непрямого владения 4,25% через ССГ) ВТБ заплатил 103 млрд руб., что подразумевает оценку всего Банка Москвы на уровне 203 млрд руб. Цена сделки оказалась на 13 млрд руб. выше официальной оценки (89,99 млрд руб.).

Комментарий: Мы оцениваем данный шаг ВТБ к поглощению Банка Москвы (который был достаточно предсказуем) с оптимизмом, однако отмечаем, что вопрос получения контроля остается на повестке дня – ВТБ предстоит договариваться с миноритариями, которые могут потребовать премию к оценке, по которой прошла сделка с ЦТК. Напомним, что накануне президент Банка Москвы Андрей Бородин сказал, что считает «справедливой» оценку банка в 240–280 млрд руб., что на 17–37% выше оценки банка в сделке с ЦТК.

В то же время сегодняшние «Ведомости» пишут о том, что после ухода правительства Москвы из капитала банка возможность продать свою долю в нем получили Goldman Sachs (владеет 3,88% акций БМ) и Credit Suisse (2,77%), в случае сделки с которыми ВТБ получит прямой контроль в своем новоприобретенном банке, вне зависимости от позиции его нынешнего руководства.

Спреды еврооблигаций Банка Москвы к бумагам ВТБ за последние недели существенно ужались – в частности, по данным Bloomberg, субординированный выпуск Bank of Moscow 2015 sub (УТМ5,62% @ ноябрь 2015 г.) котируется сейчас на одном уровне с VTB North-West 2015 sub (УТМ5,62% @ сентябрь 2015 г.). Даже с учетом грядущей сделки мы не считаем, что спреды между долговыми инструментами Банка Москвы и ВТБ должны составлять менее 20-30 б. п.

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 01)

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

Alliance Oil опубликовала отчетность за 2010 г. по МСФО

Alliance Oil
S&P/Moody's/Fitch B+ / – / B

Новость: Компания Alliance Oil опубликовала финансовые результаты за 2010 г. по МСФО. За отчетный период выручка компании увеличилась на 27,2% до 2 296 млн долл. Показатель EBITDA вырос до 441 млн долл. (+12,5% г/г), а рентабельность по этому показателю сократилась на 1,6 п. п. до 20,1%. Свободный денежный поток вновь стал отрицательным и составил минус 402 млн долл. Долг вырос на 46,4% до 1 040 млн долл.

Комментарий: В целом результаты компании ожидалось рынком, кроме того, в начале февраля Fitch Ratings подтвердило кредитный рейтинг компании и пообещало возможные позитивные рейтинговые действия в случае, если будет достигнута заявленная цель удвоения добычи к концу 2012 г. при поддержке показателей кредитоспособности на приемлемом уровне.

По итогам 2010 г. соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» выросло почти до рекордного значения за последние несколько лет 2,14х, Долг/ЕБИТДА – до 2,36х. Принимая во внимание, что по условиям ковенант долг ограничен уровнем 3,5х, при текущих благоприятных условиях на нефтяном рынке компания может увеличить долг еще на 500 млн долл. Отметим хорошую структуру долга на конец 2010 г. – на краткосрочный долг приходится около 12,2% всего долга или 127 млн долл., включая заем Юникредита в объеме 50 млн долл. с погашением в мае 2011 г. Отдельно подчеркнем, что процентные платежи возрастут примерно до 80–90 млн долл. в год, оказывая дополнительное давление на ликвидность компании.

На 2011 г. компания подтвердила инвестиционную программу на уровне 970 млн долл., максимальном за все время существования компании. Основными проектами остаются модернизация Хабаровского НПЗ (завершение в 2012 г.) и начало добычи на Колвинском месторождении. Начиная с 2012 г. компания планирует сокращать инвестиционную программу, предположительно на 50-60%.

Основным источником финансирования остаются заемные ресурсы. У компании открыты кредитные линии в ВЭБе примерно на 760 млн долл., из которых на конец прошлого года были выбраны только около 131 млн долл., а также зарегистрированные рублевые выпуски облигаций на общую сумму 25 млрд руб. Ожидается, что до конца 2011 г. в рамках соглашений с ВЭБом будет привлечено еще порядка 400 млн долл.

Финансовые результаты Alliance Oil по МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	г/г
Выручка	380	2 722	1 726	2 196	27,2%
ЕБИТДА	121	585	392	441	12,5%
Рентабельность по ЕБИТДА, %	31,8%	21,5%	22,7%	20,1%	-1,6 п.п.
Операционный денежный поток	100	301	315	204	-35,4%
Капитальные вложения	197	541	235	606	157,8%
Свободный денежный поток до финансирования	-97	-240	80	-402	-599,9%
Всего активов	1 134	2 391	2 727	3 347	22,7%
Собственный капитал	647	1 158	1 607	1 806	12,4%
Совокупный долг, в том числе	277	876	710	1 040	46,4%
Доля краткосрочного долга, %	14,8%	72,3%	48,7%	12,2%	-64,9%
Денежные средства и эквиваленты	7	335	336	99	-70,6%
Показатели					
Долг/Собственный капитал, х	0,43	0,76	0,44	0,58	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	4,3	10,4	0,0	20,4	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	2,24	0,92	0,95	2,14	
Долг/ЕБИТДА	2,29	1,50	1,81	2,36	

Источник: компания, оценки Газпромбанка

Напомним, что в начале февраля компания разместила выпуск НК Альянс БО-1 (УТМ8,95%), который с момента выпуска показал хороший рост более чем на одну фигуру с четвертью, что несколько ограничивает дальнейший рост в условиях, когда у компании, скорее всего, будут ухудшаться кредитные метрики. На наш взгляд, более интересным выглядит валютный выпуск Alliance-15 (УТМ7,62%), который предлагает одну из самых привлекательных доходностей среди выпусков российских эмитентов.

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

Газпром нефть
S&P/Moody's/Fitch BBB- /Baa3 / –

Газпром нефть отчиталась за 2010 г. по US GAAP и провела телеконференцию

Новость: Газпром нефть опубликовала финансовые результаты за 2010 г. и провела телефонную конференцию для аналитиков по итогам отчетности. В целом вышедшие результаты оказались близки к предварительным данным, опубликованным около 10 дней назад (см. комментарий от 14 февраля).

В ходе телеконференции мы обратили внимание на следующие моменты:

- ▶ Компания подтвердила, что внутренние ограничения по долгу установлены на уровне Чистый долг/ЕБИТДА не более 1,5х.
- ▶ Компания не исключает, что для финансирования крупных приобретений, если таковые появятся, возможна постановка вопроса о привлечении акционерного капитала.
- ▶ В 2011 г. компания намерена привлечь порядка 2 млрд долл. Насколько мы понимаем, значительная часть будет направлена на рефинансирование.
- ▶ Руководство компании оценивает позитивный эффект от введения сценария «60-66» на уровне 120 млн долл. в течение 12 месяцев после введения новых параметров экспортных пошлин, при этом оно не берется прогнозировать сроки вступления в силу новых параметров налогообложения. Изменение параметров экспортных пошлин, вступившее в силу с 1 февраля, оказывает нейтральное влияние на компанию.

Напомним, что в начале февраля компания успешно разместила три рублевых выпуска облигаций: Газпромнефть-8 и 9 на 5 лет и Газпромнефть-10 на 7 лет. В настоящее время на «сером рынке» бумаги котируются выше номинала. Мы полагаем, что, по крайней мере, 5-летние выпуски сохраняет потенциал сужения спреда примерно на 10–15 б. п. (выпуски котируются на уровне 100,10–100,20). Целевой уровень – не более 100 б. п. к ОФЗ.

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

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

Финансовые результаты Газпром нефти по US GAAP, млн долл.

	2007	2008	2009	2010	г/г
Выручка	22 768	33 870	24 166	32 772	35,6%
ЕБИТДА	5 828	7 558	4 904	6 277	22,9%
<i>Рентабельность по ЕБИТДА</i>	25,6%	22,3%	20,3%	19,2%	-13,9%
Операционный денежный поток	5 316	5 483	3 474	5 392	79,1%
Капитальные вложения	2 212	3 366	2 607	3 301	26,6%
Свободный денежный поток до финансирования	3 104	2 117	867	2 091	211,3%
Всего активов	16 609	20 205	29 912	32 064	7,2%
Собственный капитал	10 433	14 100	18 657	20 798	10,0%
Совокупный долг, в том числе	3 422	3 693	6 310	6 636	-8,3%
<i>доля краткосрочного долга</i>	39,1%	56,5%	34,0%	26,1%	-57,5%
Денежные средства и эквиваленты	721	2 075	868	1 146	32,0%
Показатели					
Долг/Собственный капитал, х	0,33	0,26	0,34	0,32	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	39,1	45,3	13,3	18,7	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,46	0,21	1,11	0,87	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
24.02.2011	Погашение Северо-Западный Телеком, 3	3 000
	Размещение Номос-Банк БО-1	5 000
	Оферта Банк Петрокоммерц, 7	3 000
	Оферта Белон-Финанс, 2	2 000
	Оферта СУ-155 Капитал, 3	3 000
	Оферта Синергия, 3	2 500
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
25.02.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
	Закрытие книги УОМЗ, 3	1 500
	Закрытие книги НПК Уралвагонзавод, 2	3 000
28.02.2011	Уплата акцзов, НДСПИ	
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
	Оферта Белон-Финанс, 2	2 000
	Оферта ТГК-6-Инвест, 1	2 000
01.03.2011	Уплата налога на прибыль	
	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
	Закрытие книги РУСАЛ Братск, 7	15 000
	Закрытие книги СБ Банк БО-1	2 000
02.03.2011	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	33 000
	Размещение ОФЗ-26204	30 000
03.03.2011	Закрытие книги Магнит БО-5	5 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
04.03.2011	Закрытие книги Банк Национальный стандарт, 1	1 500
	Закрытие книги ММК БО-4	5 000
04.03.2011	Погашение Куйбышеввазот-инвест, 2	2 000
05.03.2011	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
05.03.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
07.03.2011	Оферта Татфондбанк, 6	2 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
17.03.2011	ВОСА Vimpelcom Ltd. (утверждение допэмиссии акций в рамках сделки с Wind Telecom)	
31.03.2011	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
07.04.2011	Vimpelcom Ltd.: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель 2011г.	Отчетность ТНК-ВР Холдинга по МСФО	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

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикунев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Туинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шалшаров

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 Голодикина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Валерий Левит

директор

+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

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 719 17 74

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) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 428 49 80

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

Трејдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Copyright © 2003 — 2011. «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.