

# Ежедневный обзор долговых рынков от 2 июня 2011 г.

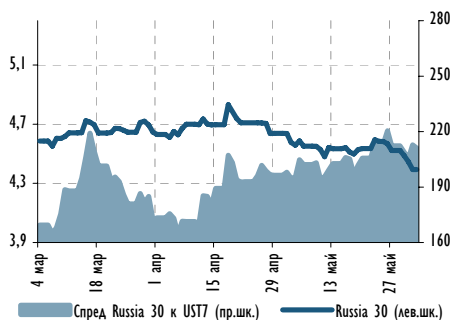


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %		
		День	к нач. года	
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,433	▼	-0,5%	7,1%
USD/RUB	27,94	▼	-0,2%	-8,5%
Корзина валют/RUB	33,48	▼	-0,1%	-4,8%
<b>Денежный рынок</b>				
Корсчета, млрд руб.	647,9	▲	39,5	-240,5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	158,3	▲	28,2	-411,3
MOSPRIME o/n	3,9	▼	-0,5	2,1
3М-MOSPRIME	4,2	▼	0,0	0,2
3М-LIBOR	0,25	■	0,0	0,0
<b>Долговой рынок</b>				
UST-2	0,44	▼	0,0	-0,2
UST-10	2,94	▼	-0,1	-0,4
Russia 30	4,39	▼	-0,1	-0,4
Russia 5Y CDS	140	▲	1,1	-5,9
EMBI+	293	▲	5	45
EMBI+ Russia	197	▲	4	-2
<b>Товарный рынок</b>				
Urals, долл./барр.	111,17	▼	-2,1%	20,8%
Золото, долл./унц.	1539,8	▲	0,3%	8,4%
<b>Фондовый рынок</b>				
ТС	1 877	▼	-0,6%	6,0%
Dow Jones	12 290	▼	-2,2%	6,2%
Nikkei	9 558	▼	-1,7%	-6,6%

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.** Вчера на рынке по-прежнему наблюдался высокий спрос на российские евробонды. В лидерах роста выпуск Russia30, который вчера достиг уровня 118,25% (+0,5 п. п.) По-прежнему доминирует спрос и в корпоративных евробондах. В частности, ликвидные «фишки» вчера подросли в среднем на 0,25–0,5 п. п.

► За прошедшую ночь настроения на глобальных рынках изменились в худшую сторону (см. Темы глобальных рынков), и мы опасаемся, что сегодня в этой связи российские евробонды могут пострадать от продаж, а кредитные спреды – расширяться.

► Мы по-прежнему отдаем предпочтение суверенному выпуску Russia30, который в наибольшей степени может выиграть от сопровождающего коррекцию на фондовых рынках снижения доходности Treasuries.

► **Рублевый долговой рынок** вчера остался практически на тех же уровнях, что и накануне. Стоит особо отметить успешное размещение ОФЗ25079 (10 млрд руб.) и ОФЗ26205 (15,5 млрд руб.), что мы связываем с позитивными ожиданиями по динамике рублевой ликвидности на ближайшие недели, отсутствием перспектив повышения ставок ЦБ, и стабильной глобальной конъюнктурой на момент размещения. В связи с изменением в последнем пункте, рублевый долговой рынок может быть чуть слабее сегодня.

► Курс рубля вяло колеблется в диапазоне 33,45–33,55 RUB/Bkt и пока не видно, куда он в краткосрочном плане мог бы двинуться дальше. Видимо, ответ на этот вопрос, мы можем получить лишь тогда, когда с трендом определится рынок нефти.

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Капитуляция «медведей» на рынке Treasuries
- О вероятности QE-3 и перспективах рискованных активов

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Ситуация на российском денежном рынке немного стабилизировалась

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Выпелком (ВВ/ВаЗ/-): нейтральные результаты по US GAAP за 1К11

## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Размещение ОБР-19 на 10 млрд руб.

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

## Капитуляция «медведей» на рынке Treasuries

Похоже, вчерашняя статистика по американской экономике стала той соломинкой, которая сломала спину верблюду (а точнее, медведю) на рынке Treasuries. Начать с того, что «генератор случайных чисел» ADP выбросил значение 37 тыс. рабочих мест, созданных за май (ждали 175 тыс.) Затем индекс деловой активности в промышленном секторе показал снижение с 60,4 пункта в апреле до 53,5 в мае. Напомним: граница 50 б. п. отделяет рост от стагнации. При этом с 85,5 до 76,5 снизилось значение ценового подыиндекса.

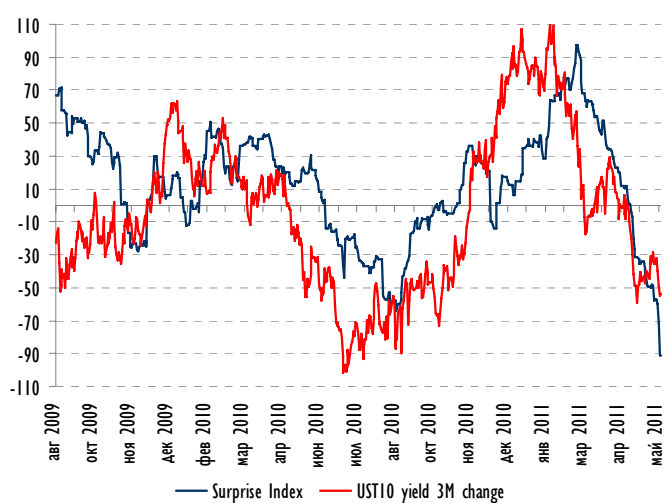
В результате столь резкого ухудшения экономической статистики индекс экономических сюрпризов Citigroup упал до минус 91,3 пункта. Это минимальное значение с января 2009 г., ниже этот индекс был только осенью 2008 г.

В результате на рынке Treasuries случилось то, что обычно называют капитуляцией – массовое закрытие коротких позиций по стоп-лоссам, которое привело к падению ставки UST10 ниже отметки 3,0%. Напомним: с начала года на рынке Treasuries многие игроки находились либо в «шорте» по Treasuries, либо сильно «underweight» относительно своих бенчмарков. Согласно консенсусу на тот момент времени, ставка UST10 должна была двигаться к 4,0%. Апологетом этого консенсуса был Билл Гросс из PIMCO. Многие его последователи все последние месяцы были в «шорте» по Treasuries, несмотря на падение ставок, и вот, похоже, терпение этих игроков кончилось.

Несмотря на явно технический характер движения, нельзя сказать, что оно фундаментально необоснованно. Ниже график, который мы уже несколько раз приводили: индекс экономических сюрпризов Citigroup, который рассчитывается как скользящее трехмесячное стандартное отклонение фактических данных от консенсуса Bloomberg и соответствующее трехмесячное скользящее изменение доходности UST10. В последнее время статистика ухудшается опережающими темпами по сравнению с реакцией рынка Treasuries, хотя обычно бывает наоборот. Складывается впечатление, что экономическое ухудшение на этот раз застало инвесторов очень сильно врасплох. Если так, то не исключено, что рынок может попытаться отыграть это отставание; в таком случае падение доходности UST10 еще на 40-50 б. п. в ближайшие несколько месяцев вполне вероятно.

Тем не менее в краткосрочном плане рынок Treasuries начинает смотреться перекупленным, и мы не думаем, что в ближайшие недели мы увидим ставку UST10 заметно ниже 2,80–2,85%. Не исключено, что нас ожидает консолидация рынка в районе 3,0%.

Экономические сюрпризы и изменение доходности UST10



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

## О вероятности QE-3 и перспективах рискованных активов

Вчерашняя обвальная реакция на рынках рискованных активов вполне объяснима. Как показывает практика последних двух лет, рискованные активы позитивно реагируют на улучшение американских экономических перспектив, пусть даже и ценой более жесткой денежно-кредитной политики. Также инвесторы довольно благосклонно относятся и к слабой статистике, если она служит залогом сохранения мягкой денежно-кредитной политики ФРС в обозримом будущем. Однако слабая статистика при наличии предпосылок к ужесточению политики ФРС – это просто смертельная комбинация, как для фондовых рынков, так и для Commodities. А именно такого рода консенсус, похоже, сложился на рынках вчера.

Несмотря на то, что вчера-сегодня сочетание букв QE-3 замелькало в СМИ, хотя еще неделю назад никто в серьез такую возможность даже не рассматривал, инвесторы по-прежнему не верят, что третий раунд количественного смягчения возможен (тем более, что эффект от второго проявится не ранее чем через несколько месяцев). Пока доминирует точка зрения о том, что ухудшение статистики лишь заставит ФРС реинвестировать текущий доход по нынешнему портфелю до конца года и занять выжидательную позицию в остальном. В качестве аргументов против QE-3 приводят низкую эффективность первых двух раундов, и сопутствующие риски избыточного нарастания инфляционного давления и надувания пузыря в различных категориях активов.

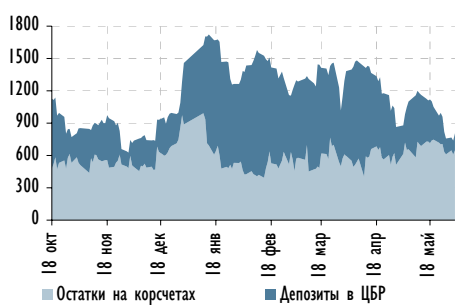
Таким образом, инвесторы пока не верят в то, что плохая статистика заставит ФРС напечатать еще больше денег, и все еще ждут, что следующим шагом будет ужесточение – пусть и не скоро. В такой ситуации не исключено дальнейшее падение интереса инвесторов к рискованным активам.

Несмотря на такие перспективы, вчерашнее снижение фондовых индексов мы пока не воспринимаем как предвестник неминуемого апокалипсиса. Скорее пока нас ждет некий период бестрендовой волатильности, как на фондовых рынках, так и в динамике Commodities и на валютных рынках.

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

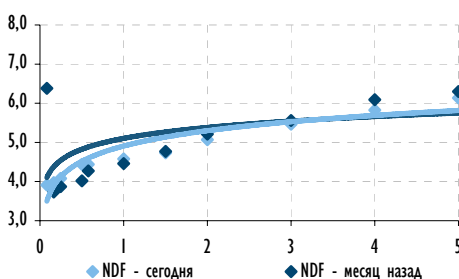
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

### Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

### Ситуация на российском денежном рынке немного стабилизировалась

Ситуация на российском денежном рынке продолжает понемногу улучшаться. Объем ликвидности на балансах банков в среду повысился на 52,1 млрд руб., в результате чего сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ составила 858,3 млрд руб. Учитывая отток средств в связи с покупкой ОФЗ (выручка от двух проведенных вчера аукционов составила около 25,3 млрд руб.), чистый приток ликвидности в банковскую систему вчера составил 75,6 млрд руб., из которых 32 млрд руб. были обеспечены поступлением средств, привлеченных в рамках депозитного аукциона Минфина во вторник. Следовательно, остальные 43,6 млрд руб. поступили из внешних источников: бюджетные расходы и/или валютные интервенции ЦБ. Последнее, на наш взгляд, маловероятно, поскольку рубль накануне укреплялся по отношению к доллару, однако ослаблялся по отношению к евро, в результате чего давления на корзину не было.

Стоимость заимствования на рынке МБК в среду находилась в диапазоне 3,25–4,0% (ставки о/п для банков первого круга), что в целом указывает на отсутствие острого дефицита ликвидности. Мы полагаем, что в течение ближайших двух недель данный показатель будет находиться на близких к текущим уровням: снижение ставок ниже 3,5% будет сдерживаться доходностью депозитов о/п в ЦБ, а повышение за предела 4,0% маловероятно в отсутствие обязательных выплат.

Сегодня ЦБ проведет аукцион по доразмещению ОБР-19 на сумму 10 млрд руб. Учитывая, что ожидания повышения ставок, по всей видимости, отодвинулись на более далекую перспективу, банки могут предъявить спрос на бумаги.

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



## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Вымпелком  
S&P/Moody's/Fitch BB/Ba3/–

## Вымпелком: нейтральные результаты по US GAAP за 1K11

**Новость:** Vimpelcom представил результаты за 1K11 по US GAAP – на наш взгляд, достаточно нейтральные с точки зрения кредитного качества. Компания проигрывает конкурентам по темпам роста в России, однако при этом не жертвует нормой прибыли: показатель рентабельности EBITDA остается выше 40%. С точки зрения долговой нагрузки отчетность не содержит ничего нового.

- ▶ Динамика выручки компании в России продолжает разочаровывать. Несмотря на существенный рост абонентской базы в первом квартале (+1 млн абонентов), доходы от мобильной связи выросли год-к-году в рублях лишь на 4,6%. При этом у МТС рост за тот же период составил 10,2%, у Мегафона – 11,2%. Vimpelcom по-прежнему значительно уступает конкурентам по уровню и динамике выручки от мобильной передачи данных, которая становится важным фактором роста доходов сотовых компаний. Выручка от мобильной передачи данных выросла на 21% по сравнению с 1K10, в то время как у МТС рост составил 51%, у Мегафона – 64%. Таким образом, разрыв между Vimpelcom и конкурентами в 1K11 еще более увеличился.
- ▶ Консолидированный показатель рентабельности по EBITDA в 1K11 оказался на уровне ожиданий рынка – 44,1%. При этом рентабельность операций в России продолжила ухудшаться: на 0,9 п. п. по сравнению с 4K10 в мобильном сегменте (до 45,5%) и на 2,7 п. п. – в фиксированном (до 25,6%). В числе факторов, оказавших давление на норму прибыли, менеджмент называет рост расходов по стимулированию спроса на услуги по передаче данных (субсидии на USB модемы) и пересмотр тарифов на голосовую связь. Рентабельность EBITDA на Украине повысилась на 1 п. п. до 54,4%, в СНГ – на 1,2 п. п. до 45,5%. Стоит отметить, что несмотря на снижение, норма прибыли Вымпелкома остается выше, чем у МТС (рентабельность EBITDA МТС в 4K10–1K11 была ниже 40%).
- ▶ Vimpelcom утвердил новую дивидендную политику на 2011–2013 гг., которая предполагает выплату как минимум 0,8 долл. на акцию (дивидендная доходность при текущих котировках – 5,5%), или 1,3 млрд долл. ежегодно в целом.
- ▶ Общий долг Vimpelcom Ltd. за квартал увеличился на 1,6 млрд долл. в результате размещения двух выпусков еврооблигаций в январе. Компания не сообщила никаких подробностей относительно процесса организации финансирования сделки по объединению с Wind Telecom (которая была завершена 15 апреля). Ранее Vimpelcom говорил о планах привлечь банковский кредит на 2,5 млрд долл. и бридж-финансирование (1,3 млрд долл.), которое впоследствии предполагалось заместить новым выпуском еврооблигаций.
- ▶ Первые результаты, консолидирующие приобретенные активы Wind Telecom (за 2K11), компания планирует раскрыть в августе. Согласно предварительным про-форма данным, в 1K11 выручка объединенной компании составила бы 5,5 млрд долл., EBITDA – 2,3 млрд долл., Чистый долг/EBITDA – 2,5x (чистый долг – 23 млрд долл.).

**Комментарий:** В целом представленные цифры и комментарии менеджмента не дают ответа на ключевые с точки зрения долговых инвесторов вопросы – когда (и сколько) компания может занять на рынке публичного долга, для того чтобы завершить финансирование сделки с Wind Telecom. Мы нейтрально относимся к торгующимся выпускам евробондов и рублевых облигаций Вымпелкома на текущих уровнях доходности. Фактором, который может повлиять на котировки, на наш взгляд, может стать разрешение неопределенности относительно алжирской дочки OTH – продажа правительству Алжира обеспечит существенный приток средств в компанию (на уровне Vimpelcom Ltd.) и, возможно, снизит потребность в новых заимствованиях на рынке.



## Vimpelcom Ltd.: результаты за 1К11 по US GAAP, млн долл.

	2009	2010	1К11	г/г	1К10	кв/кв	4К10
Выручка	8 703	10 513	2 743	23%	2 231	-3%	2 816
ЕБИТДА	4 273	4 932	1 210	15%	1 052	-3%	1 252
Рентабельность ЕБИТДА, %	49%	47%	44%	-3 п. п.	47%	0 п. п.	44%
Операционный денежный поток	3 513	3 670	1 004	25%	803	31%	769
Капитальные вложения	-892	-1 757	-547	161%	-210	-35%	-846
Свободный денежный поток	2 621	1 913	457	-23%	593	-	-77
Всего активов	14 733	19 928	22 281	48%	15 032	12%	19 928
Собственный капитал	4 509	10 813	10 321	92%	5 376	-5%	10 813
Совокупный долг, в том числе	7 353	5 661	7 289	10%	6 648	29%	5 661
доля краткосрочного долга, %	25%	21%	17%	-3 п. п.	20%	-3 п. п.	21%
Денежные средства и эквиваленты	1 447	885	1 858	21%	1 530	110%	885
<b>Показатели</b>							
Долг/Капитал, х	1,6	0,5	0,7	—	1,2	—	0,5
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	8	10	10	—	8	—	10
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,4	1,0	1,1	—	1,2	—	1,0
Долг/Свободный денежный поток, х	2,8	3,0	4,1	—	2,6	—	3,0

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев  
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru  
+7 495 988 24 92Анна Курбатова  
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru  
+7 495 913 78 85



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
02.06.2011	Оферта <b>Банк Спурт, 2</b>	1 000
	Погашение <b>Карелия, 34012</b>	1 000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
03.06.2011	Погашение <b>Главная дорога, 1</b>	300
05.06.2011	Погашение <b>Чувашия, 31005</b>	1 000
07.06.2011	Оферта <b>ВТБ 24, 3</b>	6 000
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
08.06.2011	Аукцион 3-летних ОФЗ	20 000
09.06.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
06.06.2011	<b>ТМК:</b> финансовые результаты по МСФО	1К11
08.06.2011	<b>Башнефть:</b> финансовые результаты по МСФО	1К11
29.08.2011	<b>РУСАЛ:</b> финансовые результаты по МСФО	2К11 и 1П11

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

#### Технический анализ рынков и акций

**Владимир Кравчук, к. ф.-м. н**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Юлия Мельникова**

+7 (495) 980 43 81

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

**Александр Назаров**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

#### 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 Демкин, CFA**

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

**Павел Пикулев**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21426

#### Кредитный анализ

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

### 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 Голодикина**

+7 (495) 988 23 75

#### Трејдинг

**Денис Войниконис**

+7 (495) 983 74 19

### 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

**Александр Лежнин**

+7 (495) 988 23 74

**Никита Иванов**

+7 (495) 989 91 29

**Анна Нифанова**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

#### Трејдинг

**Денис Филиппов**

+7 (495) 428 49 64

**Дамир Терентьев**

+7 (495) 983 18 89

**Тимур Зубайраев**

+7 (495) 913 78 57

#### Региональные продажи

**Александр Погодин**

+7 (495) 989 91 35

### 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) 988 23 73

**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

#### Трејдинг

**Елена Капица**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Рябчук**

+7 (495) 719 17 74

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.