

# Ежедневный обзор долговых рынков от 1 июля 2011 г.

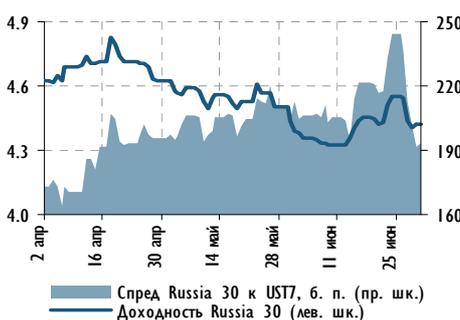


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	Изменение, %	
			День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1.450	▲ 0.5%	8.4%	
USD/RUB	27.87	▼ -0.2%	-8.7%	
Корзина валют/RUB	33.52	▲ 0.1%	-4.7%	
<b>Денежный рынок</b>				
Корсчета, млрд руб.	737.4	▲ 15.9	-150.9	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	473.5	▲ 79.1	-96.0	
MOSPRIME o/n	3.8	▲ 0.0	2.1	
3M-MOSPRIME	4.3	■ 0.0	0.2	
3M-LIBOR	0.25	■ 0.0	-0.1	
<b>Долговой рынок</b>				
UST-2	0.46	▼ 0.0	-0.1	
UST-10	3.16	▲ 0.0	-0.1	
Russia 30	4.42	▲ 0.0	-0.4	
Russia 5Y CDS	142	▼ -6.6	-3.3	
EMBI+	262	▼ -10	14	
EMBI+ Russia	176	▼ -7	-23	
<b>Товарный рынок</b>				
Urals, долл./барр.	109.85	▼ -0.4%	19.3%	
Золото, долл./унц.	1500.4	▼ -0.8%	5.6%	
<b>Фондовый рынок</b>				
FTC	1,907	▲ 0.6%	7.7%	
Dow Jones	12,414	▲ 1.2%	7.2%	
Nikkei	9,878	▲ 0.6%	-3.4%	

Источник: Bloomberg

## Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Вчерашний день прошел ожидаемо спокойно: греческий парламент принял необходимые для реализации антикризисного плана законы, немецкие банкиры и страховщики поддержали французский план добровольного участия частных инвесторов в замене греческого долга. Фондовые индикаторы указывают на то, что ситуация на финансовых рынках немного стабилизируется.
- ▶ Котировки Russia-30 по итогам дня немного снизились: незначительный рост (до 118,125%) в начале дня на позитивном развитии греческих событий и снижение (до 117,9370%) во второй половине на росте доходностей UST10. Российский 5-летний CDS-спред сузился до 142 б. п. Котировки большинства корпоративных выпусков вернулись к уровням середины июня.
- ▶ Обращаем внимание на спреды между облигациями Евраза и Вымпелкома (см. *Темы российского рынка*).
- ▶ На **глобальных рынках** на первый план выходит динамика американских казначейских облигаций в свете завершения QE-2 и временного роста аппетита к риску. Вчерашнее продолжение роста доходности UST10 и не самые блестящие результаты аукционов в начале недели заставляют задуматься о том, что в случае новых займов Казначейству США придется предлагать инвесторам премию.
- ▶ Последний день квартала на **рублевом рынке** прошел достаточно уверенно. ОФЗ продолжили рост: котировки прибавили 0,10–0,25 п. п. в зависимости от дюрации. Котировки рублевых облигаций также продемонстрировали положительную динамику, хоть и в меньшем масштабе.
- ▶ Котировки Ростелеком-14 устояли в день переоценки (см. *Темы российского рынка*).
- ▶ Совет директоров ЦБ ожидаемо оставил ставки без изменений (подробнее см. *Денежный рынок*).

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ В Ростелеком-14 снова сделки по странным ценам
- ▶ Евробонды Вымпелкома – теперь без премии к Евразу, потенциал роста сохраняется

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ ЦБ не преподнес сюрприза

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Ростелеком (BB+/--/) опубликовал консолидированные результаты за 1К11



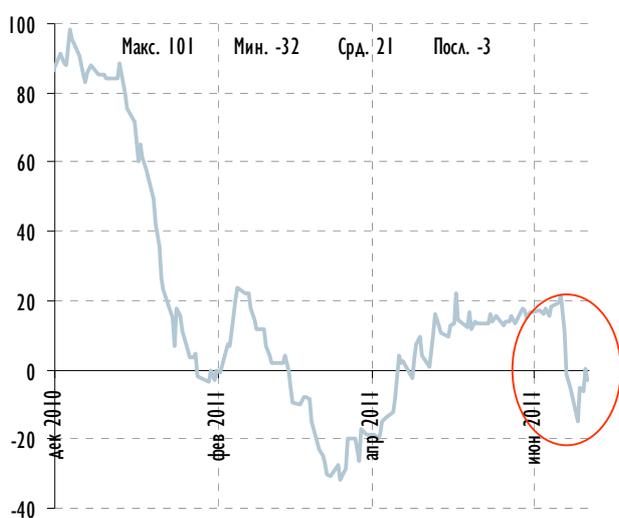
### В Ростелеком-14 снова сделки по странным ценам

Вчера в облигациях Ростелеком-14, о досрочном погашении которых было объявлено накануне (см. наш комментарий в ежедневном обзоре долговых рынков от 30 июня), мы вновь наблюдали сделки по ценам выше 105% номинала – т. е. с отрицательным уровнем доходности к дате досрочного погашения (20 октября 2011 г.). Основной объем сделок прошел в РПС (225 млн руб.). На наш взгляд, этот факт скорее отражает действия по переоценке портфелей в последний день квартала, нежели неосведомленность о факте досрочного погашения: реальный спрос на бирже на Ростелеком-14 можно было наблюдать по 101,5% номинала (доходность 6,5% к дате опциона «кол»).

### Евробонды Вымпелкома – теперь без премии к Евразу, потенциал роста сохраняется

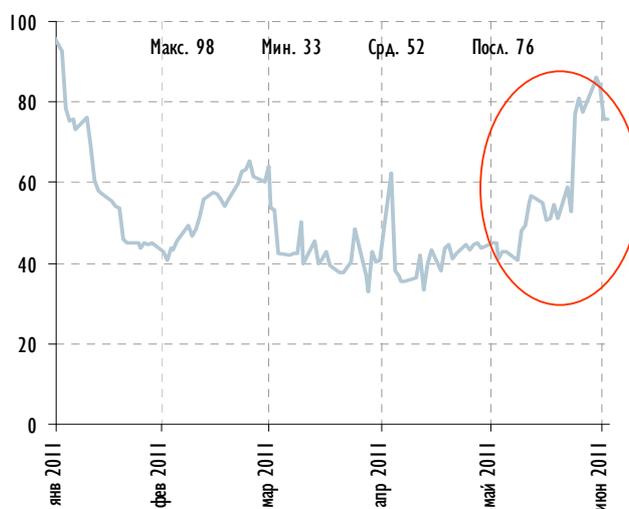
На фоне вчерашнего роста в российских евробондах мы вновь обращаем внимание инвесторов на выпуски Вымпелкома: возникшая в ходе последнего роста доходностей премия кривой Вымпелкома к кривой Евраза вчера наконец-то «вышла в ноль». С фундаментальной точки зрения мы по-прежнему считаем, что бонды Евраза должны предлагать премию к Вымпелкому, учитывая циклический и менее маржинальный характер бизнеса металлургической компании – даже с учетом роста долговой нагрузки Вымпелкома из-за активной M&A стратегии в текущем году. До недавней «распродажи» эта премия колебалась в пределах 15–20 б. п. Еще один фактор, подчеркивающий текущую привлекательность длинных выпусков Вымпелкома, – расширившийся спред к МТС: премия Вымпелком-21 к МТС-20 сейчас составляет 76 б. п., тогда как справедливым, на наш взгляд, уровнем, является 40–50 б. п.

Спред Евраз-18 к Вымпелком-18, б. п.



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Спред Вымпелком-21 к МТС-20, б. п.



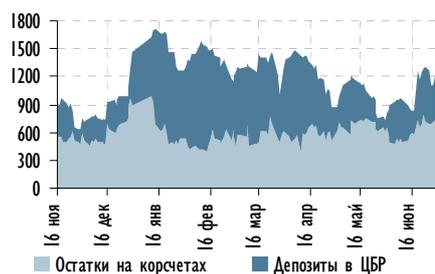
Источник: Bloomberg, Газпромбанк

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



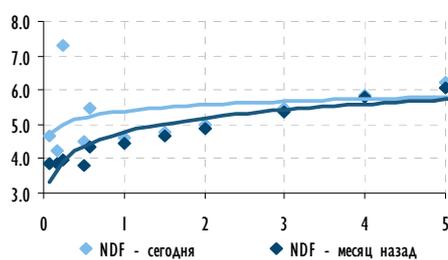
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## ЦБ не преподнес сюрприза

С сегодняшнего дня ЦБ приостанавливает операции РЕПО с акциями, однако это вряд ли окажет какое-либо влияние на ситуацию на денежном рынке. Во-первых, акции являются не самым популярным залоговым активом, а во-вторых, операции РЕПО с начала года пользуются крайне низким спросом (задолженность перед ЦБ ни разу в 2011 г. не превышала 20 млрд руб.). Тем более что объем ликвидности на банковских балансах близок к максимуму за последние два месяца: сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ по состоянию на сегодняшнее утро составила 1,27 трлн руб.

Спрос на ОБР-19 в рамках вчерашнего аукциона оказался символическим: при предложении 10 млрд руб. выручка составила чуть более 880 млн руб. Хотя совокупный объем заявок составил чуть более 2,0 млрд руб., были удовлетворены лишь заявки, поданные по наиболее низким ставкам. Ставка отсечения совпала со средневзвешенной доходностью и составила 3,6% годовых. Подобная ситуация не стала сюрпризом для рынка, так же, как и решение ЦБ по ставкам.

Несмотря на то, что регулятор сохранял интригу на протяжении большей части дня, выпустив пресс-релиз около 18 часов, сюрпризов не последовало. Регулятор отметил, что текущие параметры денежно-кредитной политики обеспечивают разумный баланс инфляционных рисков и рисков замедления экономического роста в перспективе ближайших месяцев. При этом, несмотря на замедление темпов роста цен в июне (по состоянию на 27 июня годовая инфляция снизилась до 9,4% с 9,6% на конец мая), ЦБ видит риски ускорения роста цен в связи с продолжающимся сокращением склонности к сбережениям у населения. Следующее заседание совета директоров ЦБ состоится в начале августа.

Стоимость заимствования на рынке МБК в четверг находилась в диапазоне 3,25–3,85%, ставшем уже вполне привычным. Сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 3,75–4,25% (ставки о/п для банков первого круга), однако в течение дня сделки, вероятно, будут проходить по более низким ставкам. Причин для изменения параметров равновесия на денежном рынке в ближайшее время мы не видим.

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



## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Ростелеком  
S&P/Moody's/Fitch BB+ / - / -

## Ростелеком (BB+/-/-) опубликовал консолидированные результаты за 1К11

**Новость:** Ростелеком вчера опубликовал первую с момента присоединения МРК консолидированную отчетность по МСФО. Мы отмечаем постепенный рост долговой нагрузки на фоне реализации M&A сделок, которая, впрочем, пока является довольно умеренной (1.5x Чистый долг / EBITDA). Обращающиеся на рынке бонды Ростелекома в основном имеют короткую дюрацию (по большинству бумаг - до года) и не отличаются особой ликвидностью. В то же время мы не исключаем что в среднесрочной перспективе компания может задуматься о возвращении на рынок публичного долга для финансирования органического роста и новых приобретений.

- ▶ Выручка оператора увеличилась на 8% по сравнению с уровнем 1К10 до 72,4 млрд руб благодаря росту доходов от услуг ШПД, передачи данных и платного ТВ, что частично связано с консолидацией результатов НТК, приобретенного в феврале текущего года. Органический рост выручки Ростелекома за период составил 5%. Показатель EBITDA снизился на 2% к уровню годичной давности до 27, 2 млрд руб, Маржа EBITDA снизилась на 3,7 п. п. до 37,6%. Основной причиной ухудшения рентабельности стал рост расходов на персонал на 22% к 1К10 на фоне одноразового начисления бонусов менеджменту в связи с реорганизацией, индексации зарплат и повышения ставки социального налога.
- ▶ В ходе телеконференции менеджмент Ростелекома подтвердил прогноз роста выручки на 5–10% в год до 2015 г. и прогноз капитальных затрат на период в среднем 20% от доходов в год. При этом менеджмент отказался озвучить прогноз выручки на 2011 г. Маржа EBITDA по итогам 2011 г. ожидается на уровне предыдущего года (37%).
- ▶ Несмотря на рост совокупного долга почти на четверть в 1К11 на фоне финансирования новых приобретений (покупка 71.8% компании НТК), долговая нагрузка Ростелекома остается умеренной: показатель «Чистый долг/EBITDA» вырос до 1,5x. По комментариям менеджмента, сделанным в ходе конференц-звонка, с учетом возможных приобретений активов показатель долговой нагрузки компании в будущем не должен превысить 2,0x по коэффициенту «Долг/EBITDA».

Ростелеком: основные финансовые показатели по МСФО, 2008-1К11, млрд руб

	2008	2009	2010	1К11	т/г	1К10
Выручка	258,9	264,6	275,7	72,4	8%	67,2
EBITDA	94,4	102,6	106,9	27,2	-2%	27,7
Рентабельность по EBITDA	36%	39%	39%	38%	-4 п. п.	41%
Операционный денежный поток	70,9	86,3	85,0	11,4	-41%	19,3
Капитальные вложения	-66,7	-45,4	-51,8	-15,1	64%	-9,2
Свободный денежный поток	4,2	40,9	33,2	-3,7	-137%	10,0
Всего активов	414,6	403,2	426,8	476,	12%	426,8
Собственный капитал	198,1	217,4	213,1	228,	7%	213,1
Совокупный долг	143,7	116,2	138,0	170,	24%	138,0
Доля краткосрочного долга	45%	42%	36%	30%	-6 п. п.	36%
Денежные средства и эквиваленты	19,6	13,6	12,6	8,4	-33%	12,6
<b>Показатели долговой нагрузки</b>						
Долг/Капитал, x	0,7	0,5	0,6	0,7	—	0,6
EBITDA/Чистые процентные расходы, x	6,8	6,2	9,1	8,4	—	8,4
Чистый долг/EBITDA, x	1,3	1,0	1,2	1,5	—	1,1
Долг/Свободный денежный поток, x	34,4	2,8	4,2	8,8	—	3,4

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.
01.07.2011	Закрытие книги <b>ФСК ЕЭС, 13</b>	10,000
04.07.2011	Оферта <b>Русь-Банк, 4</b>	3,000
05.07.2011	Закрытие книги <b>ЛК Уралсиб БО-4</b>	3,000
	Закрытие книги <b>Новикомбанк БО-1</b>	3,000
	Оферта <b>Моссельпром Финанс, 2</b>	1,500
06.07.2011	Погашение <b>Банк Петрокоммерц, 4</b>	3,000
	Погашение <b>РЖД, 8</b>	20,000
	Погашение <b>ОФЗ-25066</b>	40,000
07.07.2011	Закрытие книги <b>РСХБ, 14</b>	10,000
	Погашение <b>Транскредитбанк, 3</b>	5,000
	Оферта <b>ТехноНИКОЛЬ-Финанс, 2</b>	3,000
08.07.2011	Закрытие книги <b>СКБ-Банк БО-6</b>	2,000
	Погашение <b>НОМОС-Лизинг, 1</b>	3,000
	Погашение <b>ЭМАльянс-Финанс, 1</b>	2,000
11.07.2011	Оферта <b>ТГК-1, 2</b>	5,000
14.07.2011	Погашение <b>АСР-Инвест, 2</b>	3,000
	Оферта <b>ВТБ-Лизинг Финанс, 2</b>	10,000
	Оферта <b>Вымпелком-Инвест, 3</b>	10,000
15.07.2011	Уплата страховых взносов в фонды	
19.07.2011	Погашение <b>Липецкая область, 34004</b>	1,500
	Оферта <b>Нижне-Ленское-Инвест, 3</b>	1,000
20.07.2011	Купонные выплаты по ОФЗ	10,995
	Уплата 1/3 НДС за 2-й квартал 2011 г.	
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	2,333
21.07.2011	Погашение <b>КОМОС Групп, 1</b>	2,000
	Погашение <b>ЛК Уралсиб, 2</b>	5,000
	Погашение <b>РВК-Финанс, 1</b>	1,750
	Оферта <b>Разгуляй-Финанс, 5</b>	2,000
22.07.2011	Погашение <b>КБ Кедр, 3</b>	1,500
23.07.2011	Погашение <b>РИГрупп, 2</b>	1,500
25.07.2011	Оферта <b>СИБУР Холдинг, 2, 3, 4 и 5</b>	120,000
	Оферта <b>ТрансФин-М, 3</b>	1,500
	Уплата акцизов, НДС	
26.07.2011	Оферта <b>Нижне-Ленское-Инвест, 3</b>	1,000
27.07.2011	Оферта <b>РЖД, 19</b>	10,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	10,845
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	78,900
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	7,000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
08.07.2011	<b>X5 Retail Group:</b> операционные результаты	2К11 и 1П11
июль	<b>Газпром:</b> финансовые результаты по МСФО	1К11
25.08.2011	<b>X5 Retail Group:</b> финансовые результаты по МСФО	2К11 и 1П11
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

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

**Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

**Алексей Демкин, CFA**

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Металлургия

**Сергей Канин**

+7 (495) 988 24 06

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**

+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**

+7 (495) 988 23 44

**Анна Курбатова**

+7 (495) 913 78 85

#### Кредитный анализ

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

#### Технический анализ рынков и акций

**Владимир Кравчук, к. ф.-м. н**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шапшаров**

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@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

#### Трейдинг

**Денис Войниконис**

+7 (495) 983 74 19

### 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

**Алексей Семенов, CFA**

директор

+7 (495) 989 91 34

#### Трейдинг

**Елена Капица**

+7 (495) 983 18 80

### 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) 428 49 80

**Вера Ярышкина**

+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**

+7 (495) 989 91 28

**Роберто Пещименти**

+7 (495) 989 91 27

#### Продажи

**Александр Лежнин**

+7 (495) 988 23 74

**Никита Иванов**

+7 (495) 989 91 29

**Анна Нифанова**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

#### Трейдинг

**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

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.