

## Ежедневный обзор долговых рынков от 4 июля 2011 г.



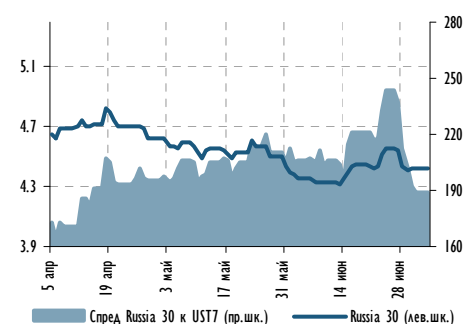
ГАЗПРОМБАНК

## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День к нач. года
<b>Валютный рынок</b>			
EUR/USD	1.453	▲ 0.2%	8.5%
USD/RUB	27.82	▼ -0.2%	-8.9%
Корзина валют/RUB	33.46	▼ -0.2%	-4.8%
<b>Денежный рынок</b>			
Корсчета, млрд руб.	785.1	▲ 47.7	-103.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	486.4	▲ 12.8	-83.2
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	0.48	▲ 0.0	-0.1
UST-10	3.18	▲ 0.0	-0.1
Russia 30	4.42	▼ 0.0	-0.4
Russia 5Y CDS	140	▼ -2.3	-5.5
EMBI+	257	▼ -5	9
EMBI+ Russia	173	▼ -3	-26
<b>Товарный рынок</b>			
Urals, долл./барр.	109.78	▼ -0.1%	19.3%
Золото, долл./унц.	1487.8	▼ -0.8%	4.7%
<b>Фондовый рынок</b>			
PTC	1,938	▲ 1.6%	9.4%
Dow Jones	12,583	▲ 1.4%	8.7%
Nikkei	9,985	▲ 1.2%	-2.4%

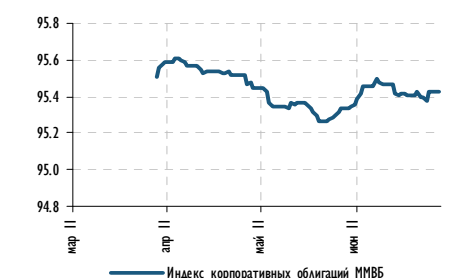
Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- На выходных министры финансов ЕС одобрили выделение Греции своей доли 5-го транша (12 млрд евро) из пакета помощи (110 млрд евро) и взяли обязательства завершить работу над вторым пакетом помощи в течение ближайших нескольких недель. Возможно, некоторые детали о предоставлении нового пакета помощи появятся на ближайшей встрече министров финансов, намеченной на 11 июля.
- В пятницу котировки американских казначейских облигаций продолжили свое снижение. После публикации неожиданно сильных данных по ISM Manufacturing доходность UST10 подскочила с 3,15% до 3,20%, что не прошло бесследно для выпуска Russia-30, которая по итогам дня потеряла около 0,25 п. п. Российский пятилетний CDS-спред сузился до 139 б. п.
- В настоящее время мы рекомендуем покупку российских корпоративных еврооблигаций, спред которых еще не успел сузиться после недавнего бегства в качественные активы. Покупке облигаций должен способствовать рост глобального интереса инвесторов к риску (VIX сузился до 16 б. п. в пятницу с 21 б. п. неделей ранее). В первую очередь мы рекомендуем обратить внимание на корпоративные квазисуверенные выпуски. Например, спред Gazprom-18 к Russia-30 расширился с 25 до 60 б. п. при среднем значении последних недель на уровне 40 б. п.
- Центральным событием на этой неделе должна стать публикация данных о состоянии американского рынка труда в июне, которые могут либо подкрепить, либо развеять веру в ускорение темпов роста американской экономики в 2П11.
- В пятницу на рублевом рынке покупки продолжились. Котировки ОФЗ еще прибавили по 0,15–0,30 п. п. Начало дня способствует продолжению «бычьих» настроений – остатки на корсчетах и депозитах выросли до 1,3 трлн руб., нефть держится выше отметки 111 долл. за баррель, ставки o/n – 3,0–3,6%.
- Положительной новостью для **рублевого рынка облигаций** может стать инвестирование Банком Москвы средств, полученных от АСВ (295 млрд руб.).

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- На денежном рынке сохраняется равновесие

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Банк Москвы (–/Ba1/BBB–):** план спасения утвержден, масштаб проблем колоссален. Возможен ли кросс-дефолт по евробондам ВТБ?
- МКБ (–/B1/B+):** хорошие результаты за 1К11 по МСФО

## НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- Транснефть (BBB/Baa1/–)** ожидает повышения тарифа на 8% во 2П11. Повод обратить внимание на спред **Transneft-18** к **Russia-30**, который на 15 б. п. шире среднего значения за последние несколько месяцев.

## ТЕКУЩИЕ СДЕЛКИ

- ВЭБ** начинает встречи с инвесторами

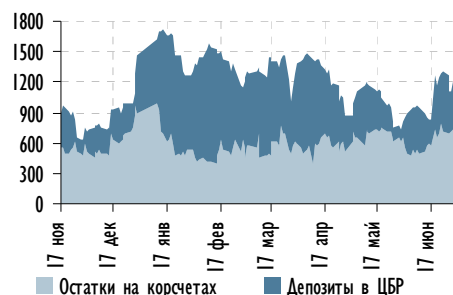
## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Выходной в США** по случаю Дня независимости



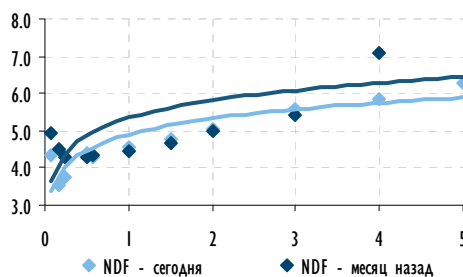
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## На денежном рынке сохраняется равновесие

События прошедшей недели не нанесли какого-либо ущерба ликвидной позиции банков, несмотря на завершение периода налоговых платежей (в понедельник банки перечислили в бюджет платежи по акцизам и НДС, а во вторник – по налогу на прибыль). Поступление средств с депозитных аукционов Минфина, а также от погашения ОФЗ325074 помогло избежать напряженности на рынке МБК. Стоимость заимствования в течение недели находилась в диапазоне 3,1–3,8%, лишь изредка выходя за его пределы.

Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ по состоянию на начало текущей недели составила 1,3 трлн руб., что на 40 млрд руб. выше уровня недельной давности. Сегодня банки выставляют котировки на уровне 3,6–3,75% (ставки о/п для банков первого круга), и в течение недели мы ожидаем сохранения стоимости заимствования вблизи текущих уровней.

Предстоящая неделя на российском денежном рынке обещает быть довольно спокойной: обязательные платежи отсутствуют, а сальдо операций Минфина на этой неделе вновь окажется положительным. Так, 6 июля будут погашены ОФЗ325066 на сумму 40 млрд руб. В тот же день, согласно предварительному графику заимствований Минфина на третий квартал, рынку будут предложены 7-летние бумаги на сумму 30 млрд руб. При таком раскладе с высокой долей вероятности спрос на инструмент может оказаться довольно высоким.

Кроме того, во вторник Минфин проведет депозитный аукцион, в рамках которого предложит банкам 10 млрд руб. временно свободных средств федерального бюджета на срок 35 дней. Потребности банков в ликвидности в настоящий момент ограничены, чем, вероятно, и обусловлено существенное сокращение лимита предложения на аукционе. Однако условия размещения (минимальная ставка на уровне 3,9% годовых) могут все же вызвать интерес участников рынка.

Отметим, что с целью стерилизации избыточной ликвидности ЦБ планирует в июне выпустить ОБР 20-й серии на сумму 500 млрд руб. Однако, на наш взгляд, для размещения достаточного объема бумаг Банку России придется повышать ставки по ним. В то же время регулятор, судя по всему, пока не готов пойти на подобный шаг. В этой связи спрос на краткосрочный инструмент (выпуск имеет дату погашения 14 октября 2011 г.), вероятно, будет невысоким, так же, как и его воздействие на уровень рублевой ликвидности.

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



## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Банк Москвы  
S&P/Moody's/Fitch – / Ba1 / BBB-

**Банк Москвы: план спасения утвержден, масштаб проблем колоссален. Возможен ли кросс-дефолт по еврооблигациям ВТБ?**

**Новость.** В пятницу ЦБ, ВТБ и АСВ сообщили детали утвержденного плана оздоровления финансового положения Банка Москвы (БМ). В частности, сообщается, что:

- ▶ 100%-ные дочки ВТБ консолидируют минимум 75% акций БМ;
- ▶ Группа ВТБ осуществит вливание капитала в БМ на сумму 100 млрд руб. к концу 2012 г.;
- ▶ АСВ предоставит БМ обеспеченный залогом заем на 295 млрд руб. по ставке 0,51% годовых на срок 10 лет, средства будут инвестированы в надежные финансовые инструменты, включая государственные ценные бумаги РФ.

Вместе с тем сегодняшние Ведомости содержат некоторые детали относительно качества кредитного портфеля БМ, выявленные в ходе недавних проверок:

- ▶ Общий объем «проблемных» кредитов на балансе БМ составляет 368 млрд руб., или 55,0% валового портфеля организации на дату последней доступной МСФО-отчетности (30 сентября 2010 г.);
- ▶ Из этой суммы 220 млрд руб. приходится на компании, аффилированные с прежним руководством БМ, 80 млрд руб. – на технические компании (по терминологии Ведомостей – «помойки»), 60 млрд руб. – на офшоры. Наиболее безнадежными при этом считаются последние 2 категории активов.

**Комментарий.** Основные детали готовящейся программы поддержки БМ уже появлялись в российских СМИ, принципиальных отличий финальная версия плана не содержит. Вместе с тем для нас достаточно неприятным сюрпризом стали данные относительно объема проблемных активов БМ и «глубины дыры» в его балансе. Мы не исключаем, что для западных инвесторов отрицательный эффект от подобных «открытий» может перекрыть позитив от разработки плана спасения БМ, что окажет давление на котировки еврооблигаций как БМ, так и ВТБ.

Напомним, что в пятничном Обзоре долговых рынков мы уже писали о том, что предоставление столь длинного и дешевого депозита БМ со стороны АСВ может быть воспринято как начало финансового оздоровления в терминах 40-ФЗ, а следовательно, представлять собой событие дефолта по 4 выпускам еврооблигаций организации. Мы хотим в дополнение обратить внимание на ряд моментов:

- ▶ после того, как минимум 75% акций БМ будут консолидированы на 100%-ных дочках ВТБ, БМ станет частью группы ВТБ;
- ▶ условия эмиссии ряда еврооблигаций ВТБ (в частности, базовые проспекты от июля 2010 и февраля 2011) содержат условия о том, что начало финансового оздоровления в отношении как ВТБ, так и «ключевых дочек» (Principal Subsidiary) является событием дефолта;
- ▶ под Principal Subsidiary группы ВТБ понимается «дочка», активы/выручка которой превышают 10% консолидированного показателя группы (в расчет принимается последняя МСФО-отчетность ВТБ).

Исходя из данных положений, начало финансового оздоровления в отношении БМ – после консолидации 75% акций организации на дочерних обществах ВТБ – можно в теории воспринять как событие дефолта по еврооблигациям как самого БМ, так и ВТБ. Вместе с тем некоторая тонкость заключается в том, что консолидация БМ найдет отражение в отчетности группы ВТБ не ранее 3К11, следовательно, мы не уверены в том, что БМ уже сейчас будет с юридической точки зрения восприниматься как «ключевая дочка».

Согласно Интерфаксу, в 3-й декаде июля ВТБ проведет роуд-шоу для западных инвесторов, чтобы прояснить ситуацию вокруг БМ и ответить на вопросы держателей еврооблигаций.

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

МКБ  
S&P/Moody's/Fitch – / B1 / B+

## МКБ: хорошие результаты за 1К11 по МСФО

**Комментарий.** В пятницу Московский кредитный банк (МКБ) опубликовал консолидированные финансовые результаты деятельности за 1К11 по МСФО. Отметим, что прежде отчетность организации по международным стандартам представлялась общественности раз в полугодие.

На фоне других кредитных организаций, уже опубликовавших показатели за 1К11 по МСФО, результаты МКБ выглядят весьма сильно. В отчетном периоде валовый кредитный портфель банка прибавил 11,1% - прежде всего за счет наращивания кредитования предприятий продовольственной и строительной сферы. Качество портфеля при этом осталось традиционно высоким – доля NPL на 31 марта 2011 г. составила более чем скромные 1,3%.

Просадка чистой процентной маржи МКБ, по нашим подсчетам, была умеренной – с 5,4% по итогам 2П10 до 5,0% в 1К11. Как следствие, в условиях небольших отчислений в резервы (показатель стоимости риска менее 1%) и контроля над операционными расходами, МКБ удалось продемонстрировать впечатляющую рентабельность собственных средств – 33,7% в годовом выражении. Достаточность капитала 1-го уровня банка – до недавнего времени одно из наиболее очевидных мест кредитного профиля организации, нуждавшихся в усилении (8,9% на 31 марта 2011 г.), – будет существенно улучшена за счет допэмиссии на 4,5 млрд руб.

Рублевые бонды МКБ, традиционно предлагающие существенную премию к облигациям других универсальных кредитных организаций с чуть более сильной комбинацией рейтингов, могут рассматриваться как достаточно интересный объект для инвестирования.

## Основные финансовые показатели МКБ по МСФО, млрд руб.

	2008	2009	2010	1К11
<b>ОТЧЕТ О СОВОКУПНОМ ДОХОДЕ</b>				
Чистые процентные доходы	2,6	3,9	6,1	1,9
Чистые комиссионные доходы	0,9	1,1	1,7	0,5
Операционные расходы	(2,0)	(2,2)	(3,1)	(1,0)
Резервы под обесценение кредитов	(0,5)	(2,5)	(1,5)	(0,1)
Чистая прибыль	1,0	0,8	3,0	1,2
<b>АКТИВЫ</b>				
Денежные средства и эквиваленты	10,4	8,6	23,3	17,2
Ценные бумаги	7,6	15,7	31,9	30,5
Нетто кредитный портфель	39,8	58,3	103,9	115,6
Всего активов	60,4	87,1	165,5	169,6
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ</b>				
Средства других банков (вкл. ЦБ, искл. суборд. долг)	22,8	16,6	26,6	23,9
Субординированный долг	0,6	0,6	1,2	1,1
Средства клиентов	23,7	45,6	93,6	95,7
Долговые ценные бумаги	6,3	12,4	28,8	32,2
Собственный капитал	6,4	11,0	13,8	15,0
<b>КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ</b>				
Рентабельность капитала (ROAE), %	17,1	8,6	24,5	33,7
Рентабельность активов (ROAA), %	2,0	1,1	2,5	2,9
Чистая процентная маржа (NIM), %	6,0	6,2	5,4	5,0
Стоимость риска, %	1,4	5,1	1,8	0,5
Расходы/Доходы (C/I), %	53,1	37,8	36,5	37,1
NPL/Кредиты, %	1,4	3,0	1,5	1,3
Просрочка больше 1 дня/Кредиты, %	3,5	3,8	2,0	1,6
Резервы/Кредиты, %	1,3	3,0	2,6	2,4
Нетто кредитный портфель/Депозиты, %	168,2	127,8	111,0	120,7
Достаточность капитала 1-го уровня, %	11,4	12,3	8,8	8,9
Совокупная достаточность капитала, %	12,4	14,0	13,6	13,6
Денежные средства и эквиваленты/Активы, %	17,1	9,9	14,1	10,1

Источник: данные банка, Газпромбанк

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



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
04.07.2011	Оферта Русь-Банк, 4	3,000
05.07.2011	Заккрытие книги АК Уралсиб БО-4	3,000
	Заккрытие книги Новикомбанк БО-1	3,000
	Оферта Моссельпром Финанс, 2	1,500
06.07.2011	Погашение Банк Петрокоммерц, 4	3,000
	Погашение РЖД, 8	20,000
	Погашение ОФЗ-25066	40,000
07.07.2011	Заккрытие книги РСХБ, 14	10,000
	Погашение Транскредитбанк, 3	5,000
	Оферта ТехноНИКОЛЬ-Финанс, 2	3,000
08.07.2011	Заккрытие книги СКБ-Банк БО-6	2,000
	Погашение НОМОС-Лизинг, 1	3,000
	Погашение ЭМАльянс-Финанс, 1	2,000
11.07.2011	Оферта ТГК-1, 2	5,000
14.07.2011	Погашение АСР-Инвест, 2	3,000
	Оферта ВТБ-Лизинг Финанс, 2	10,000
	Оферта Вымпелком-Инвест, 3	10,000
15.07.2011	Уплата страховых взносов в фонды	
19.07.2011	Погашение Липецкая область, 34004	1,500
	Оферта Нижне-Ленское-Инвест, 3	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 КОМОС Групп, 1	2,000
	Погашение АК Уралсиб, 2	5,000
	Погашение РВК-Финанс, 1	1,750
	Оферта Разгуляй-Финанс, 5	2,000
22.07.2011	Погашение КБ Кедр, 3	1,500
23.07.2011	Погашение РИГрупп, 2	1,500
25.07.2011	Оферта СИБУР Холдинг, 2, 3, 4 и 5	120,000
	Оферта ТрансФин-М, 3	1,500
	Уплата акцизов, НДС	
26.07.2011	Оферта Нижне-Ленское-Инвест, 3	1,000
27.07.2011	Оферта РЖД, 19	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

#### 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

**Татьяна Андриевская**

+7 (495) 287 62 78

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

**Александр Назаров**

+7 (495) 980 43 81

#### 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

#### 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 Голодинкина**

+7 (495) 988 23 75

#### Трейдинг

**Денис Войничонис**

+7 (495) 983 74 19

### Управление рынков фондового капитала

**Алексей Семенов, CFA**

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

#### 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

### 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 Мионов**

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 Пещименти**

+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

**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.