



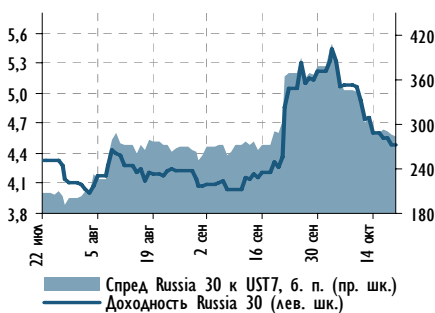
Ежедневный обзор долговых рынков от 20 октября 2011 г.

Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,376	▲ 0,1%	2,8%	
USD/RUB	31,02	▼ -0,5%	1,6%	
Корзина валют/RUB	36,29	▼ -0,4%	3,2%	
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	856,9	▼ -65,7	-31,4	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	138,8	▲ 10,8	-430,8	
MOSPRIME o/n	5,3	▼ -0,1	3,6	
3M-MOSPRIME	6,7	▲ 0,0	2,6	
3M-LIBOR	0,41	▲ 0,0	0,1	
Долговой рынок				
UST-2	0,27	■ 0,0	-0,3	
UST-10	2,16	▼ 0,0	-1,1	
Russia 30	4,48	▼ -0,1	-0,3	
Russia 5Y CDS	230	▼ -3,3	84,5	
EMBI+	367	▼ -1	119	
EMBI+ Russia	286	▼ -8	87	
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	107,81	▼ -3,9%	17,1%	
Золото, долл./унц.	1640,8	▼ -1,0%	15,5%	
Фондовый рынок				
PTC	1 439	▲ 0,8%	-18,7%	
Dow Jones	11 505	▼ -0,6%	-0,6%	
Nikkei	8 687	▼ -1,0%	-15,1%	

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Вчера до закрытия североамериканских фондовых площадок европейские политики вновь продемонстрировали, что все еще далеки от достижения консенсуса. Негатива добавили неоптимистичные прогнозы деловой активности в США, опубликованные в «Бежевой книге».
- ▶ Об остроте европейских проблем свидетельствует и то, что в день рождения своей дочери Н. Саркози пришлось вылететь на переговоры во Франкфурт, где изначально была запланирована всего лишь Farewell party Ж.-К. Трише. Разногласия Германии и Франции остались прежними. Если по вопросам докапитализации европейских банков удалось достичь прогресса, то по вопросам усиления возможностей фонда EFSF и размеру дисконтов по греческим долгам – позиции сторон не сблизились. Напомним, уже завтра состоится встреча министров финансов стран ЕС.
- ▶ Сегодня Германия должна принять решение о выделении очередного транша помощи Греции, завтра – накануне поездки на саммит ЕС – А. Меркель должна выступить перед парламентариями.
- ▶ По итогам вчерашнего торгового дня европейские фондовые рынки оказались в плюсе, а американские DJIA и S&P500 потеряли 0,6% и 1,3%, соответственно. Индекс волатильности VIX вырос на 3 п. до 34 п.п. Доходность UST10 (УТМ 2,16%) незначительно снизилась (-1,7 б.п.).
- ▶ Негатива рынкам добавили возросшие риски сворачивания внешней торговли сырьевыми товарами из-за того, что французские банки (данные FT) сокращают объемы финансирования экспортных операций в рамках реструктуризации балансов. Ситуация аналогична 2008 г. Вечером нефть марки Brent подешевела почти на 3 долл. – с утра торгуется в районе 108 долл. за барр.
- ▶ По итогам вчерашнего дня **российским еврооблигациям** удалось показать рост. В частности, «Тридцатка» (УТМ 4,48%) закрепились выше 117% от номинала, последние покупки проходили по 117,375% (+0,4 п.п.). Спред к UST10 сузился до 232 б.п., суверенный 5-летний CDS-спред – на 3 б.п. до 230 б.п. В корпоративном сегменте активность сосредоточилась в бумагах Вымпелкома (+1-2 п.п.) и некоторых выпусках Газпрома.
- ▶ **Рублевые бонды** продолжают движение «в фарватере» локального валютного рынка и общих настроений на мировых финансовых площадках: вслед за укреплением рубля в первой половине дня котировки наиболее ликвидных ОФЗ подросли в пределах 10-25 б.п., при этом более активно торговались короткие и среднесрочные выпуски. «За пределами» суверенного сегмента наибольшую активность можно было наблюдать в бондах Башнефти: котировки по бумагам подтянулись к цене приобретения в рамках объявленной вчера оферты (105% номинала). Относительно ликвидно торговался также короткий выпуск бондов Северсталь БО-1 (-9 б.п.).

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Денежный и валютный рынки остаются беспокойными

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

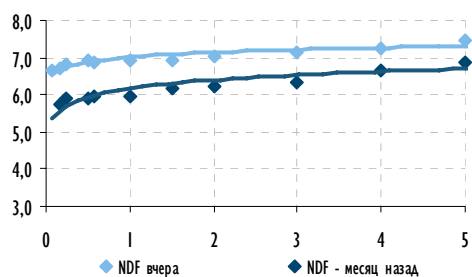
- ▶ **ОАО «ФСК ЭЭС» (BBB/Baa2/-)**: сильная отчетность за 1П11 по МСФО
- ▶ **АФК «Система»** намерена создать на базе **МТС (-/Ba2/BB+)** глобального телекоммуникационного игрока: «призрачная угроза» для кредитного профиля

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Россия:** уплата 1/3 НДС за ЗК11
- ▶ **США:** недельная статистика по пособиям, индекс деловой активности ФРБ Филадельфии;
- ▶ **Греция:** голосование парламента за дополнительный пакет мер по сокращению дефицита бюджета.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

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



Источник: Bloomberg

Денежный и валютный рынки остаются беспокойными

По сравнению со вторником ситуация на российском денежном рынке вчера несколько стабилизировалась. В частности, на двух аукционах однодневного РЕПО с ЦБ отечественные банки привлекли «всего» 217,2 млрд руб. (по сравнению с 387,5 млрд руб. накануне). Ставки денежного рынка оставались в целом на достигнутых высоких уровнях: 6,66% для 3-месячного MosPrime (6,64% во вторник), 4,0–5,0% – по кредитам о/п для банков 1-го круга (4,0–5,25%), 5,49% – по РЕПО овернайт на ММВБ под залог облигаций (5,52%).

На валютном рынке динамика торгов в течение дня была волатильной: по данным ММВБ, рубль то падал до отметки 36,41 против корзины, то отстал до уровня 36,17. Среда в целом завершилась несколько сильнее, чем вторник – 36,32 руб. против 36,41 руб. Ставки NDF положительно отреагировали на данное укрепление рубля, отскочив в среднем на 5-10 б.п.

Безусловно, данная стабилизация ситуации на денежном и валютном рынках воспринимается нами положительно. С другой стороны, нельзя исключать, что она носит временный характер – прежде всего с учетом вступления банков в очередной сезон налоговых платежей. То, насколько «гладко» финансовым институтам удастся пройти через него, будет, по нашему мнению, во многом зависеть от того, когда и в каких объемах будут осуществляться бюджетные расходы. К тому же не стоит забывать, что уже в первой декаде ноября банкам придется преодолеть локальный пик возврата депозитов Минфина (в сумме почти 300 млрд руб.).

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

ФСК ЭЭС
S&P/Moody's/Fitch

BBB/Baa2/–

ОАО «ФСК ЭЭС»: сильная отчетность за 1П11 по МСФО

Новость: Вчера группа ОАО «ФСК ЭЭС» представила консолидированные финансовые результаты деятельности за 1П11 по международным стандартам.

- ▶ Выручка увеличилась на 25,9% г/г до 71,2 млрд руб., что в целом соответствует темпу роста тарифов на услуги ОАО «ФСК ЭЭС» (+26,4% г/г после проведенного в апреле сглаживания).
- ▶ Рентабельность по EBITDA, по нашим подсчетам, достигла впечатляющих 61,1% (годом ранее – 57,5%), что компания объясняет снижением затрат на закупаемую электроэнергию (-14,5% г/г) и повышением операционной эффективности.
- ▶ Величина свободного денежного потока осталась в отрицательной зоне (-35,4 млрд руб. за 1П11, после корректировки на уплаченные ОАО «ФСК ЭЭС» проценты) по причине реализации масштабной инвестиционной программы.
- ▶ Тем не менее долговая нагрузка на компанию осталась на более чем приемлемом уровне – по нашим подсчетам, 0,52x для соотношения «Чистый финансовый долг/EBITDA» на 30.06.11 г.
- ▶ Согласно презентации к отчетности, на конец 1П11 ОАО «ФСК ЭЭС» располагало 65 млрд руб. доступных кредитных линий (против 58,4 млрд руб. совокупного финансового долга на ту же дату).

Комментарий: Результаты ОАО «ФСК ЭЭС» превосходили ожидания рынка и оцениваются нами положительно – они подчеркивают исключительную прочность кредитного профиля компании в настоящее время. Одним из немногих рисков для деятельности ОАО «ФСК ЭЭС» на перспективу является необходимость реализации масштабной инвестиционной программы (592,4 млрд руб. за период 2012–2014 гг.) в условиях нестабильной регулятивной среды.

В то же время мы обращаем внимание инвесторов на то, что у компании – крупного представителя инфраструктурной отрасли – есть существенный потенциал для наращивания кредитного плеча до уровней, которые могли бы негативно сказаться на ее кредитоспособности. Сама компания не раз



подтверждала намерение поддерживать леверидж на уровне не выше 2,5х «Долг/ЕБИТДА», что выглядело бы в целом приемлемо для нас.

К тому же не стоит забывать, что вклад тарифа на передачу энергии по магистральным сетям в итоговый счет, оплачиваемый конечным потребителем, составляет всего 6%, что автоматически делает ОАО «ФСК ЕЭС» более защищенным от возможного принятия социально популярных и одновременно негативных для денежных потоков компании решений.

Основные финансовые результаты Группы «ФСК ЕЭС» по МСФО, млн руб.

	2008	2009	2010	III	г/г
Выручка	69 251	87 580	113 330	71 217	25,9%
ЕБИТДА	27 690	38 261	59 741	43 528	33,8%
Рентабельность по ЕБИТДА, %	40,0%	43,7%	52,7%	61,1%	+3,6 п.п.
Операционный денежный поток*	17 043	30 333	52 724	34 173	34,3%
Капитальные вложения	(117 695)	(90 934)	(141 800)	(69 581)	33,8%
Свободный денежный поток	(100 652)	(60 601)	(89 076)	(35 408)	33,4%
Всего активов	695 759	975 146	1 071 648	1 077 391	8,9%
Собственный капитал	590 477	800 525	874 104	888 815	3,5%
Совокупный долг**	36 462	16 984	61 815	63 136	510,9%
Финансовый долг, в том числе	33 529	13 545	57 497	58 367	784,5%
доля краткосрочного долга, %	48%	56%	13%	13%	+4 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	18 071	43 886	18 179	21 336	6,1%
Ключевые коэффициенты					
Долг/Собственный капитал, х	0,06	0,02	0,07	0,07	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	9,97	19,84	31,34	20,63	
Чистый финансовый долг/ЕБИТДА, х	0,56	-0,79	0,66	0,52	

* с корректировкой на выплаченные проценты

** включает величину пенсионных обязательств

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

К рублевым облигациям компании, в настоящее время торгующимся с премией в 30–50 б.п. к кривой ОФЗ, мы относимся нейтрально.

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

АФК «Система» намерена создать на базе МТС глобального телекоммуникационного игрока: «призрачная угроза» для кредитного профиля

МТС
S&P/Moody's/Fitch

–/Ba2/BB+

Новость: АФК «Система» решила создать на базе МТС глобального телекоммуникационного игрока, сообщило агентство «Интерфакс» со ссылкой на основного владельца корпорации Владимира Евтушенкова. Предполагается, что абонентская база будущей компании увеличится в 2-3 раза до 200-300 млн абонентов, а география присутствия будет насчитывать несколько десятков стран. В. Евтушенков подчеркнул, что новая компания будет включать в себя индийский бизнес Sistema Shyam TeleServices Ltd. (SSTL). При этом В. Евтушенков не прокомментировал, возможен ли вариант, при котором МТС выкупит SSTL у своей материнской структуры. Он также не уточнил, каким образом планируется трансформация МТС в крупного глобального игрока.

Интерфакс также приводит более раннее заявление президента АФК «Система» Михаила Шамолина, согласно которому корпорация готова обменять свой пакет МТС на долю в крупной международной телекоммуникационной компании.

Комментарий: На наш взгляд, новость не является принципиально новой для рынка, так как слухи о возможной сделке между АФК «Система» и одним из крупных западных телекоммуникационных операторов периодически активизировались в прессе на протяжении последних нескольких лет. Кроме того, проведение крупных сделок с существующими активами укладывается в новую стратегию развития самой Системы, предполагающую трансформацию в финансового инвестора.

По нашему мнению, глобальные планы АФК «Система» в отношении МТС могут реализоваться лишь в среднесрочной перспективе, так как текущая глобальная макроэкономическая ситуация и слабая прогнозируемость будущего роста не способствуют проведению сделок



между крупными игроками. На наш взгляд, более актуальным для инвесторов на текущий момент является вопрос возможного объединения бизнесов МТС и SSSL. Мы не исключаем, что планы Системы по превращению МТС в глобального игрока могут ускорить этот процесс (такую сделку предполагалось провести не ранее конца 2012 г.). Таким образом, для МТС могут усилиться риски ухудшения финансового состояния в связи с отрицательным значением EBITDA и высокими потребностями в капитальных вложениях SSSL.

Мы полагаем, что с учетом рисков, ассоциированных с присоединением SSSL, а также имея «перед глазами» опыт Vimpelcom Ltd. (M&A сделка, в существенной степени профинансированная за счет роста леввериджа), новости о превращении МТС в глобального игрока будут скептически восприниматься инвесторами и могут выступать дополнительным фактором сокращения существующего спреда между длинными выпусками еврообондов Вымпелкома и МТС. Сейчас дальний отрезок кривой Вымпелкома располагается примерно на 110 б.п. выше MTS 20 (в терминах Z-спреда), справедливый, на наш взгляд, уровень – около 50 б.п. При этом крупная M&A сделка с привлечением существенного объема леввериджа потенциально может привести к «выравниванию» доходностей обоих операторов (хотя мы не ждем такого развития событий в ближайшей перспективе).

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

Анна Курбатова
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
20.10.11	Погашение Ростелеком, 14 Уплата 1/3 НДС за 3-й квартал 2011 г.	1 000
24.10.11	Оферта Ростелеком, 13 Оферта ХКФ Банк, 5	2 000 4 000
25.10.11	Погашение Ак Барс Банк, 3 Уплата акцизов, НДС	3 000
26.10.11	Аукцион 7-летних ОФЗ Возврат Минфину средств с депозитов банков	10 000 64 760
27.10.11	Погашение Газпром, 8 Оферта МБРР, 3	5 000 3 000
28.10.11	Возврат ВЭБом средств с депозитов в ФНБ	85 298
31.10.11	Погашение Ханты-Мансийский Банк-1	3 000
02.11.11	Аукцион 10-летних ОФЗ Возврат Минфину средств с депозитов банков	10 000 97 160
03.11.11	Купонные выплаты по ОФЗ	2 527
07.11.11	Оферта БИНБАНК, 2	1 000
09.11.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков Аукцион 6-летних ОФЗ Погашение ОФЗ-25063 Купонные выплаты по ОФЗ Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов Погашение Банк Зенит-3	201 100 10 000 30 000 3 542 2 000 3 000
11.11.11	Оферта Мечел БО-1	5 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
октябрь 2011	Русгидро: финансовые результаты по РСБУ	9М11
14.11.11	РУСАЛ: финансовые результаты по МСФО	3К11 и 9М11
декабрь 2011	Русгидро: финансовые результаты по МСФО	9М11

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

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

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 Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

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 Голодкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

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

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, CFA

+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

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 — ППБ (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 ППБ (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 ППБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ППБ (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.