

Рынок облигаций:

Факты и комментарии

13 июля 2009 года

Новость дня:

Минэкономразвития прогнозирует снижение ВВП РФ во втором полугодии текущего года на 6,8%, по итогам 2009 года на уровне 8% – 8,5%.

Новости эмитентов.....стр 2

- Дефолты и реструктуризации: НПО «Сатурн».
- Рейтинги и прогнозы: облигации Газпром А11, Газпром А13.
- Мечел: слабые результаты не помешали успешным переговорам.
- ЗАО «ГСС» – итоги 2008 года по МСФО.
- ВымпелКом: комментарий к размещению.
- КИТ Финанс, Банк Петрокоммерц, ВТБ 24, РусГидро, АЛРОСА, РЖД, Казаньоргсинтез.

Денежный рынок.....стр 10

- В пятницу бивалютная корзина подорожала почти на 1 рубль, несмотря на продажи ЦБ.
- Ставка рефинансирования снижена на очередные 0,5%.

Долговые рынкистр 11

- Внешние рынки: погоду «делает» нефть, спрос на «защитные» инструменты стабилен.
- Российские еврооблигации: отрицательная переоценка продолжается.
- Рублевый сегмент: снижение ставки рефинансирования сдерживает, но не способно остановить рыночную коррекцию.

Панорама рублевого сегмента...стр 13

Основные рыночные индикаторы

ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	3.30%	-10	109
Russia-30	7.92%	9	-191
ОФЗ 46018	11.53%	0	299
ОФЗ 25059	11.70%	1	0
Газпромнефт4	13.92%	6	n/a
РЖД-9	12.97%	-23	67
АИЖК-8	14.79%	-98	-738
ВТБ - 5	12.84%	8	-76
Россельхб-6	14.82%	0	495
МосОбл-8	18.17%	20	-1 567
Мгорб9	11.69%	2	n/a

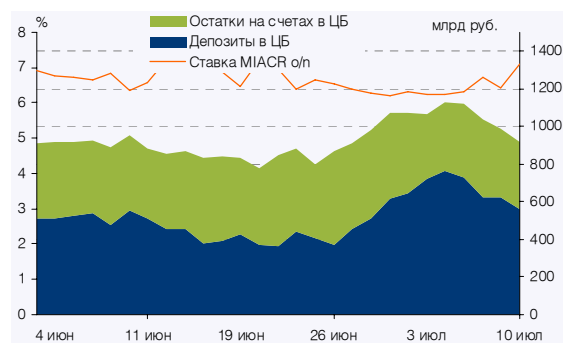
ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	87.41%	-4	614
iTRAXX XOVER S10 5Y	848.30	1	-181
CDX HY 5Y	981.81	-18	-165

		Изм 1 день, %	YTD, %
MICEX	871.33	-2.8%	40.6%
RTS	835.23	-5.6%	32.2%
S&P 500	879.13	-0.4%	-2.7%
DAX	4 576.31	-1.2%	-4.9%
NIKKEI	9 287.28	0.0%	4.8%

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD, %
Нефть Urals	59.20	-1.0%	41.5%
Нефть WTI	59.89	-0.9%	34.3%
Золото	913.05	0.1%	3.5%
Никель LME 3 M	14 490.00	-2.8%	23.8%

Источник: Bloomberg, MMBB

Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

Дефолты и реструктуризации

- **ОАО «НПО «Сатурн»** в период с 29 июня по 9 июля 2009 года реструктуризировало 100% от предъявленного к выкупу объема облигаций. Схема реструктуризации предполагает погашение 40% долга на второй день после заключения соглашения с инвестором, оставшихся 60% – в дату следующей оферты 23.03.2010г. Текущая ставка купона по облигациям составляет 16,5% годовых

Купоны, оферты, размещения и погашения

- **ВТБ** закрыл сделку по размещению двухлетних евробондов на 450 млн швейцарских франков со ставкой купона в 7,5% годовых.

Рейтинги и прогнозы

- Standard & Poor's присвоила краткосрочный кредитный рейтинг «А-3» крупнейшей российской газовой компании **ОАО «Газпром»**. Долгосрочный кредитный рейтинг «Газпрома» подтвержден на уровне «BBB». Прогноз — «Негативный». Одновременно присвоены рейтинги приоритетного необеспеченного долга «BBB» выпускам рублевых облигаций «Газпрома» серии А11 на сумму 5 млрд руб. и серии А13 на сумму 10 млрд руб.

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

- Убыток банка **«КИТ Финанс»** за первые шесть месяцев 2009 года составил 11,6 млрд руб. Ключевыми причинами результата стали отрицательная переоценка и создание резервов. По словам представителей Банка, второе полугодие будет лучше, а 2010 год Банк планирует закончить с прибылью. /Ведомости/
- **Банк «Петрокоммерц»** сократил чистую прибыль в 1 полугодии текущего года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 52% — до 0,701 млрд руб. со 1,472 млрд руб. /www.banki.ru/
- **ВТБ 24** направит на выплату дивидендов за 2008 год 95% своей чистой прибыли — 4,089 млрд руб.. Объем дивидендов на одну акцию номиналом 1 тыс. руб. за 2008 год составит 121,23 руб.. Чистая прибыль ВТБ 24 составила в 2008 году 4,304 млрд руб.. Основным акционером ВТБ 24 является ВТБ с долей 98,01% акций. /www.banki.ru/

ЭНЕРГЕТИКА

- Как сообщает газета «Ведомости», в рамках допэмиссии акций **РусГидро** на 16 млрд руб., государство в лице Росимущества смогло выкупить бумаги Компании лишь на 4,923 млрд руб. Указанное обстоятельство вызвано сокращением бюджетных расходов. Для сохранения доли Росимущества в 60,37% акций РусГидро

выдаст кредит своей дочерней компании «Гидроинвест» для покупки необходимого объема акций. В то же время, как сообщает издание, окончательное решение не сегодняшний день не принято. /Ведомости/

МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

Мечел: слабые результаты не помешали успешным переговорам.

В минувшую пятницу, Мечел, традиционно последним из крупнейших отечественных металлургов опубликовал итоги деятельности за первый квартал 2009 года. Ниже мы отметили наиболее интересные, на наш взгляд, моменты:

Финансовые результаты Группы Мечел с разбивкой на сектора													
млн долл.	добывающий		металлургический		ферросплавный		энергетический		Итого		Итого, согласно конс. отчетности		
отчетный период	1 кв. 2009	4 кв. 2008	1 кв. 2009	4 кв. 2008	1 кв. 2009	4 кв. 2008	1 кв. 2009	4 кв. 2008	1 кв. 2009	4 кв. 2008	1 кв. 2009	4 кв. 2008	
выручка	344	504	643	665	54	32	138	168	1 179	1 369	1 179	1 370	
опер. доход	50	240	-85	-363	-25	-127	12	82	-48	-168	13.78**	306	
чистая прибыль	-66	179	-358	404	-329	-270	0.2	10	-752	323	-691	-251	
ЕБИТДА*	42	212	-260	-508	-307	-498	14	13	-511	-781	-474	-817	
Рентабельность ЕБИТДА	12.2%	42.1%	отр.	отр.	отр.	отр.	10.1%	7.9%	отр.	отр.	отр.	отр.	

* данные Компании с учетом валютной переоценки

** приводится величина чистого операционного дохода

– В целом по Холдингу результаты 1 квартала 2009 года выглядят не слишком радужно: выручка по отношению к последнему кварталу прошлого года снизилась на 13,9% до 1,2 млрд долл. чистый операционный доход вышел «в плюс» и составил 13,78 млн долл., показатель ЕБИТДА остался отрицательным «-474» млн долл. однако сюда включена отрицательная переоценка от курсовых разниц в размере «-592» млн долл.

– Как и ожидалось, худшие результаты демонстрирует добывающий сегмент: выручка упала на 32% до 344 млн долл., а операционный доход, хоть и остался в плюсе, однако сократился почти в 5-кратном размере до 50 млн долл. Падение продаж, по всей видимости, обусловлено отказом прежних основных потребителей угля – ММК и НЛМК от продукции Мечела. В результате, Холдинг был вынужден сократить производство концентрата коксующегося угля на 50%, переориентировав мощности на выпуск энергетического (+55%). В тоже время, согласно сообщению представителей Компании, уже во втором квартале Мечелу удалось заключить ряд крупных долгосрочных контрактов в Юго-Восточной Азии.

– Результаты деятельности металлургических подразделений выглядят заметно лучше: выручка осталась практически на уровне 4 квартала, составив 643 млн долл., операционный убыток сократился с «-363» млн долл. до «-85» млн долл. При этом сообщается, что на волне фиксируемого в последнее время спроса на металлопродукцию на внутреннем и внешнем рынке – со стороны стран Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии, Группа увеличила загрузку мощностей до показателей средних докризисных уровней.

Очевидно, что финансовые результаты, как и балансовые показатели 4-месячной давности, довольно слабо отражают текущее кредитное качество Холдинга. С этой позиции, куда большее значение имеет сообщение об окончательном согласовании условий по реструктуризации двух займов общим объемом 3,5 млрд долл.

С нашей точки зрения, итоги переговоров с синдикатом кредиторов выглядят вполне успешными – займы в объеме 2,5 млрд долл. будут реструктурированы на три года по ставке LIBOR + 6–7%. Любопытно, что ставки будут пересматриваться ежегодно, причем в зависимости от соотношения долга и ЕБИТДА. Если отношение будет превышать 6х, то ставка не меняется, если ниже — будет уменьшаться. Также предусмотрены ковенанты: по итогам 2010 года соотношение долга к ЕБИТДА не должно превысить 5х.

Залогами станут неконтрольные пакеты акций «Якутугля», ЧМК, «Южного Кузбасса», Oriel и экспортная выручка Мечела.

Выпуск облигаций Мечел-2 торгуется с доходностью на уровне 20% к оферте в июне в 2010 году. В условиях сохраняющейся нестабильности на финансовых рынках и в конъюнктуре отрасли текущая доходность представляется нам не слишком высокой премией за риски Эмитента.

Илья Ильин
ilin_io@nomos.ru

- В минувшую пятницу наблюдательный совет **АПРОСА** санкционировал отставку президента Компании Сергея Выборнова. Новым президентом будет назначен старший вице-президент по финансам Федор Андреев. /Коммерсантъ/

МАШИНОСТРОЕНИЕ

ЗАО «ГСС» – итоги 2008 года по МСФО.

ЗАО «ГСС» представило инвесторам результаты деятельности за 2008 год по МСФО. Мы напоминаем, что Компания практически не ведет коммерческой деятельности, поэтому все показатели выручки и прибыли, а также их производные, для нее условны до начала реализации воздушных судов SSJ-100. Однако мы обращаем на ряд факторов и событий прошлого и текущего года, которые характеризуют финансовое состояние ГСС:

Финансовые результаты ГСС по МСФО за 2007-2008 гг.					
000 000 USD	2007	2008	2008 / 2007, %	2008 / 2007, mio USD	
Total assets	675.3	859.8	27%	184.5	
Intangible assets	105.4	164.6	56%	59.2	
Total equity	5.5	-92.5	---	-98.0	
Debt	0.6	0.8	42%	0.2	
	<i>non-current</i>	477.5	442.4	-7%	-35.1
	<i>current</i>	98.1	376.8	284%	278.7
Revenues	0.6	6.0	854%	5.3	
Operating loss / profit	2.7	-44.8	---	-47.5	
Interest expense	-0.9	-14.4	---	-13.5	
Net loss / profit for the year	3.6	-114.7	---	-118.3	

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

– Активы Компании выросли на 27% до 859,8 млн долл., в основном за счет НИОКР, доля которых составляет порядка 60% (519,1 млн долл.).

– Размер капитала ГСС из-за операционных убытков (-44,8 млн долл. в 2008 году) и переоценки валюты (-80,4 млн долл.) ушел в область отрицательных значений (-92,3 млн долл.). Также оказало давление на капитал сокращение объема правительственных грантов в 4 раза по сравнению с 2007 годом до 16,7 млн долл. В качестве позитивного момента мы отмечаем, что в 2009 году прошла эмиссия акций на сумму 183 млн долл. и до конца года планируется за счет акционеров привлечь еще 72,8 млн долл. Последние действия акционеров имели два основных последствия: во-первых, капитал по итогам полугодия должен стать положительным, во-вторых, в результате эмиссии World's Wing SA (структура итальянской Alenia Aeronautika, косвенно подконтрольная правительству Италии) вошла в состав акционеров с блокирующим пакетом (25%). На наш взгляд, присутствие иностранного акционера повышает возможности Компании по привлечению зарубежного капитала и в данном случае может рассматриваться как положительный фактор.

– Выручка ГСС выросла в 9,5 раз до 6,0 млн долл., но как мы уже говорили выше, Компания в 2008 году получила операционный убыток (–44,8 млн долл.), что вкуче с существенными процентами по кредитам (–14,4 млн долл.) и девальвацией рубля привело к убытку в размере 139,6 млн долл. Отметим, что портфель заказов у Компании внушительный – 124 воздушных судна (в т.ч. 49 опционов) или оценочно 3,7 млрд долл. (при каталожной цене самолета 30 млн долл.), однако есть риск отказа предприятий от своих заявок: 10 самолетов приходится на ФЛК, 10 – на Дальавиа, 30 – на AirUnion, что совокупно составляет порядка 1,5 млрд долл.

– У Компании продолжает расти финансовый долг, объем которого на конец 2008 года достиг 819 млн долл. (+42% к 2007 году). Для инвестиционной стадии, в которой сейчас находится проект создания SSJ–100, интенсивный рост объема долга вполне понятен. Однако мы обращаем внимание, что доля краткосрочного долга выросла с 21% до 85% (с 98,1 млн долл. до 376,8 млн долл.). Его основу составляет дебютный облигационный заем на сумму 5 млрд руб. (173,3 млн долл.), oferta по которому должна состояться в сентябре 2009 года, а также досрочное погашение кредитов ЕБРР на сумму 141,2 млн долл. и банка Интеза на 25 млн долл., что вызвано нарушением предусмотренных кредитными соглашениями ковенант. Согласно предоставленной Компанией информации, от ЕБРР получено официальное письмо, согласно которому, банк не намерен требовать досрочного исполнения обязательств (кредит выдан на 10 лет до 2017 года). Однако возникновение данной ситуации уже потенциально повышает риски ГСС. В целом, исключая кредит ЕБРР и банка Интеза, Компании необходимо в текущем году погасить кредитов на 210,6 млн долл., что превышает полученный в начале 2009 года объем средств от акционеров. Ввиду отсутствия операционного потока у ГСС среди возможных источников погашения мы видим следующие:

– Ускорение процедуры привлечения 72,8 млн долл. от акционеров – однако эти средства могут быть направлены как на исполнение обязательств по кредитам и займам, так и на операционную деятельность (на завершение проекта).

– Рефинансирование за счет банковских кредитов – в данном случае более вероятно получение средств от государственных банков, которые сейчас располагают ресурсами для предоставления кредитов на долгие сроки (более 5 лет).

– Эмиссия новых выпусков ценных бумаг с целью привлечения средств на отечественном фондовом рынке. Однако здесь мы также предполагаем приоритетное участие в выпусках госбанков.

– В мае текущего года Правительством было принято решение об увеличении объемов господдержки ГСС на 3,6 млрд руб. на финансирование ОКР в рамках ФЦП, а также 3,2 млрд руб. на внесение в уставный капитал АХК «Сухой» для финансирования проекта SSJ–100. По данным Компании, поступление средств ожидается до конца 2009 года.

Как мы видим, исполнение Компанией своих обязательств, в том числе и прохождение offerты по облигационному займу, напрямую связано с государственной поддержкой. Отметим, что в настоящее время ценные бумаги Компании довольно ликвидны, что не в последнюю очередь объясняется входением облигаций в список прямого РЕПО с ЦБ. Однако, на наш взгляд, довольно умеренная доходность для текущих рисков Эмитента – около 15% (дюрация 83 дня) и неясные источники прохождения offerты могут несколько охладить настроения инвесторов.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

ТРАНСПОРТ

- РЖД добились увеличения грузовых тарифов в 2010 году на 9,4% – такой уровень индексации зафиксирован в сценарных условиях социально-экономического развития РФ, одобренных правительством.

Напомним, что более жесткий вариант прогноза Минэкономки предполагал индексацию тарифов в 2010 году всего на 1,6%, при этом Монополия требовала повышения на 11,3%. /Коммерсантъ/

ХИМИЯ И ЛПК

- По итогам прошедшего в пятницу в Казани совещания первый вице-премьер Игорь Шувалов сообщил, что «Казаньоргсинтез» (КОС), который в настоящее время пребывает в состоянии «дефолта» по евробондам может получить госгарантии на 15 млрд руб.

Сбербанк, ВТБ и ВЭБ, которые входят в число крупнейших кредиторов КОС, по распоряжению Правительства за две недели должны подготовить финансовую модель, которая позволяла бы при текущих ценах погасить долг до окончания срока действия госгарантий. Президент Татарстана Минтимер Шаймиев сообщил, что Сбербанк может выступить основным обслуживающим банком Компании.

Как уточняет «Коммерсантъ», ссылаясь на имеющееся у издания в распоряжение письмо главы ВТБ, А. Костина, ВТБ и Сбербанк предлагают синдицировать для КОС кредит на 10 млрд руб. на пять лет при условии, что Компания проведет допэмиссию на 8 млрд руб. Финансовый консультант КОС Morgan Stanley предлагает другой вариант — объединение всех кредитов в один с погашением в 2016 году и отсрочкой платежа до 2011 года. Но, по мнению господина Костина, такая позиция «излишне оптимистична» и лишь временно откладывает проблемы. Как мы можем наблюдать, вопрос перешел в самую продолжительную стадию поиска компромисса между всеми заинтересованными участниками, которая может оказаться весьма продолжительной, как показывают примеры других эмитентов, получивших одобрение госгарантий. В этом свете бумаги КОСа, подорожавшие на последних новостях до 42% от номинала, попадают в центр спекулятивных сделок, исход которых будет определяться преобладающим тоном появляющихся корпоративных сообщений. /Коммерсант, Ведомости/

ТЕЛЕКОМЫ И МЕДИА

ВымпелКом: комментарий к первичному размещению.

14 июля 2009 года состоится размещение пятилетнего выпуска облигаций ВымпелКом–Инвест серии 03 объемом 10 млрд руб. с двухлетней офертой. Ориентир по первому купону — 15,5–16,5% годовых. Поручителем по займу выступает оператор связи ВымпелКом. Выпуску присвоен рейтинг «BB+» от международного агентства S&P, который отражает рейтинг самого Оператора.

Учитывая хорошие операционный и финансовый профили Компании, а также ограниченность выбора ценных бумаг эмитентов с высоким кредитным качеством на публичном рынке заимствований, мы ожидаем, что интерес к новому выпуску Компании будет повышенным. Учитывая ориентир по купону, озвученный организаторами займа, мы рекомендуем принять участие в данном размещении.

Операционный профиль

На фоне своих основных конкурентов по «большой тройке» ВымпелКом по операционным показателям занимает достаточно сильные позиции – Компании по-прежнему принадлежит второе место после МТС на российском рынке мобильной связи по абонентской базе, которая достигла по состоянию на 1 апреля 2009 года 49,4 млн (по России и 6 странам СНГ – 62,7 млн), увеличившись за год на 19,9%. Для сравнения, абонентская база основных конкурентов ВымпелКома – МТС и МегаФон по итогам первых 3 месяцев 2009 года в России увеличилась на 8,7% до 65,11 млн и 18% до 43,5 млн соответственно. Таким образом, очевидно, что в 1 квартале 2009 года наращивание абонентской базы ВымпелКома проходило активнее, чем у прямых конкурентов. Кроме того, в январе–марте текущего года продолжила расширяться абонентская база фиксированной связи, доставшаяся ВымпелКому после интеграции бизнеса Golden Telecom в марте

2008 года – прирост числа пользователей фиксированной связи составил 60% до 848 тыс., а также пользователей новой услуги мобильного интернета более чем в 7 раз относительно 3 квартала 2008 года до 650 тыс. Наличие в «арсенале» Компании как мобильной, так и фиксированной связи позволяет говорить о диверсифицированной структуре услуг, предлагаемых ВымпелКомом. В условиях «набирающего обороты» экономического кризиса Оператору удалось добиться устойчивости потребления услуг мобильной связи, в частности, в 4 квартале 2008 года трафик на одного абонента (показатель MOU) в России в годовом выражении возрос на 11,8% до 228 минут, в 1 квартале 2009 года – только на 2% до 203 минут. При этом ВымпелКом потерял в средней ежемесячной выручке на абонента (ARPU) за первые 3 месяца 2009 года 4,4% (до 307 руб.) к 1 кварталу 2008 года. В то же время показатель ARPU МТС и МегаФона снизился на 4,5% и 8,9% соответственно, MOU у МТС возрос на 6,2%, а у МегаФона напротив снизился на 4%. По «кризисной» динамике ARPU и MOU ВымпелКом в большей степени сопоставим с МТС.

Финансовый профиль

Среди наиболее важных моментов кредитного профиля ВымпелКома мы выделяем сохранившуюся, несмотря на кризис, способность Компании генерировать весомый денежный поток. Так, консолидированная выручка Оператора по итогам 1 квартала 2009 года сократилась на 6,5% в годовом выражении до 1,970 млрд долл., показатель OIBDA – на 15,8% до 948 млн долл. в результате ослабления рубля относительно доллара. В рублевом выражении данные показатели продемонстрировали рост на 30,7% и 17,8% соответственно. У МТС в начале года наблюдалась схожая ситуация по динамике данных показателей – выручка сократилась на 24%, показатель OIBDA – на 29,3%. Эффективность бизнеса ВымпелКома в январе–марте текущего года к 2008 году незначительно, но возросла – рентабельность OIBDA увеличилась на 0,1 п.п. до 48,1%, хотя относительно аналогичного периода 2008 года она потеряла 5,3 п.п., в том числе и в результате консолидации менее маржинального бизнеса Golden Telecom. Добиться роста эффективности за первые 3 месяца 2009 года Компании удалось благодаря контролю за общими и административными издержками, которые сократились на 31,8% к концу 2008 года, преимущественно на маркетинг и рекламу (–45,3%). Тем не менее, избежать формирования в 1 квартале 2009 года чистого убытка в размере 251 млн долл. (против чистой прибыли в 601 млн долл. годом ранее) ВымпелКому не удалось. В свою очередь, данный убыток Оператора носит неденежный характер и возник в результате девальвации рубля, что привело к переоценке валютного долга (убыток от курсовых разниц – 696 млн долл.), который составлял порядка 7,7 млрд долл. и был номинирован на 76% в долларах и на 10% – в евро. Высокая доля долга, выраженного в иностранной валюте, в среднесрочной перспективе, на наш взгляд, слабым местом кредитного профиля Эмитента. Кроме того, по размеру и уровню долговой нагрузки (1,65x по соотношению Финансовый долг/OIBDA) ВымпелКом уступает своим ближайшим конкурентам – МТС (0,8x) и МегаФону (0,36x).

В то же время следует отметить положительные моменты, связанные с долговой нагрузкой Компании, которые произошли в январе–марте 2009 года – размер Финансового долга сократился на 8,8% (или 750 млн долл.) к 2008 году, при этом соотношение Финансовый долг/OIBDA уменьшилось с 1,74x до 1,65x. Краткосрочная часть долга Оператора на 31 марта текущего года составила 2,4 млрд долл. (или 31% долга). При этом пик исполнения обязательств приходится на 1 квартал 2010 года, когда ВымпелКому необходимо будет вернуть порядка 1 млрд долл. В текущем году пик погашения Финансового долга Оператора совпал с 1–2 кварталами – 904 млн долл. По данным Компании, по состоянию на 28 мая 2009 года уже погашено порядка 693 млн долл., что составляет 37% от всего объема долга, приходящегося на 2009 год (1,9 млрд долл.). На наш взгляд, в этом году у ВымпелКома не должно возникнуть трудностей с исполнением финансовых обязательств, поскольку на конец марта 2009 года на его счетах находилось денежных средств в размере 966 млн долл. Кроме того, в марте текущего года Компании были открыты Сбербанком две невозобновляемые обеспеченные кредитные линии на сумму 8 млрд руб. с погашением в декабре 2011 года и 250 млн долл. с погашением в декабре 2012 года. В октябре 2008 года ВымпелКом также заключил соглашения с группой банков о необеспеченном кредите объемом 600 млн евро. Размер инвестиционной программы на 2009 год в абсолютных значениях Компанией не раскрывался, но руководством Оператора назывался диапазон капитальных затрат в объеме 12–15% от выручки, что, по нашим оценкам, может составлять около 1,2–1,5 млрд долл. Учитывая сохраняющийся существенный размер операционного

денежного потока по итогам января–марта 2009 года (826 млн долл.), самостоятельная реализация инвестпрограммы в 2009 году Оператору вполне под силу. Следует отметить, что для ВымпелКома в текущем году по–прежнему остается актуальной проблема диверсификации валютной структуры Финансового долга, который на 86% номинирован в иностранной валюте. Вероятно, наибольшего эффекта по решению проблемы нивелирования валютных рисков Компании удастся добиться за счет размещений трех уже зарегистрированных облигационных займов общим объемом 30 млрд руб., которые начнутся с выпуска ВымпелКом–Инвест серии 03 объемом 10 млрд руб. Среди одной из целей размещения данного займа наряду с развитием и расширением основной деятельности Оператора, также числится рефинансирование существующей валютной задолженности.

Финансовые показатели ВымпелКома в 2008-2009 годы					Финансовые показатели МТС в 2008-2009 годы		
Показатель (млн долл.)	1 кв. 2009	1 кв. 2008	1 кв.2009/ 1 кв. 2008	2008	1 кв. 2009	1 кв. 2008	1 кв.2009/ 1 кв. 2008
Выручка	1 970	2 108	-6.5%	10 117	1 809	2 379	-24.0%
OIBDA	948	1 126	-15.8%	4 860	832	1 176	-29.3%
Чистая прибыль (убыток)	-251	601	-	524	-58	610	-
% расходы	137	79	73.4%	496	63	41	55.0%
Активы	13 572	16 026	-15.3%	15 725	9 684	11 125	-13.0%
Дебиторская задолженность	446	526	-15.2%	476	305	410	-25.6%
Денежные средства и их эквиваленты	966	621	55.6%	915	979	553	77.1%
Финансовый долг	7 696	6 678	15.2%	8 443	4 010	3 076	30.3%
Краткосрочный	2 388	969	146.4%	1 909	1 191	466	155.6%
Долгосрочный	5 308	5 709	-7.0%	6 534	2 818	2 610	8.0%
Кредиторская задолженность	647	634	2.1%	896	515	524	-1.7%
Авансы от абонентов	308	431	-28.5%	455	-	-	-
Рентабельность OIBDA	48.1%	53.4%	-5,3 п.п.	48.0%	46.0%	49.4%	-3.4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	-	28.5%	-	-	-	25.6%	-
Финансовый долг/OIBDA	1.65	1.69	-	1.74	0.84	0.68	-
OIBDA/% расходы	6.92	14.25	-	9.80	13.21	28.95	-

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС–БАНКА

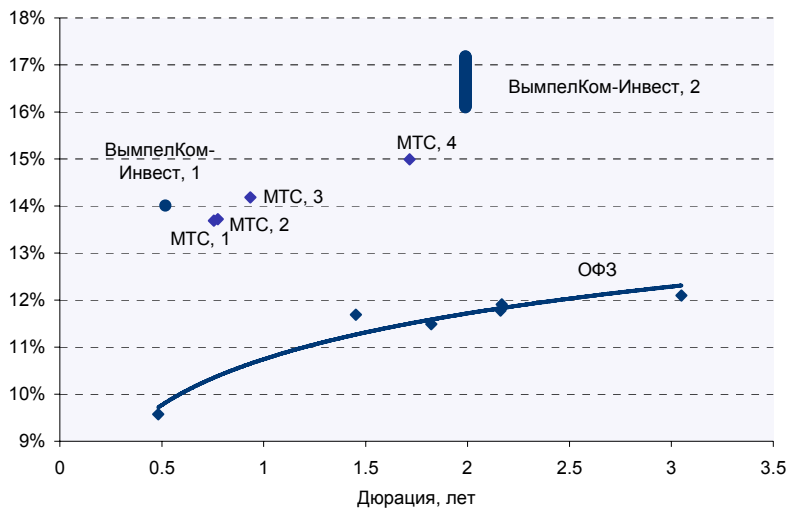
Позиционирование

В настоящее время у ВымпелКома в обращении находится один рублевый выпуск облигаций ВымпелКом–Инвест серии 01 объемом 10 млрд руб. с офертой 26 января 2010 года. Выпуск входит в список РЕПО ЦБ и в целом характеризуется высокой ликвидностью. Эффективная доходность облигаций к оферте составляла 14,32% годовых (дюрация 0,52 года) по итогам пятничных торгов. Исторический спрэд между доходностью облигаций данного выпуска и синтетической кривой ОФЗ составил за последние 2 месяца порядка 470–490 б.п. Кроме того, на внутреннем рынке заимствований также торгуются выпуски облигаций сопоставимого по «большой тройке» оператора МТС серий 01, 02 и 03 объемом по 10 млрд руб. каждый. Более того, 19 мая 2009 года у МТС состоялось размещение облигационного займа серии 04 объемом 15 млрд руб. с офертой 2 года, которое, на наш взгляд, может выступать в качестве ориентира по премии за первичное предложение по бумагам сопоставимого эмитента в текущих условиях. Среди бумаг вышеприведенных выпусков МТС недавно размещенные облигации серии 04 можно назвать наиболее ликвидными. Текущая доходность данного выпуска облигаций установилась на уровне 14,99% годовых (дюрация 1,72 года), уменьшившись с 16,75% годовых в момент размещения данного выпуска к двухлетней оферте (выпуск торгуется выше номинала по цене 102,54). Размещение данного выпуска прошло с премией к облигационному займу МТС серии 03 (дюрация в тот момент составляла 1,03 года) в размере порядка 160–170 б.п.

Таким образом, принимая во внимание текущий спрэд между торгующимся выпуском ВымпелКом–Инвест серии 01 и ОФЗ, более длинную дюрацию, итоги прошедшего в мае размещения облигаций МТС серии 04, а также несколько уступающий по качеству МТС кредитный профиль Эмитента, считаем, что справедливая доходность выпуска ВымпелКом–Инвест серии 03 составляет 16,8–17,10% годовых к оферте через 2 года. Наличие рейтинга эмиссии от международного агентства и перспектива вхождения бумаг выпуска в список

ЦБ в качестве обеспечения по сделкам РЕПО только могут повысить интерес инвесторов к данному размещению.

Доходность облигационных выпусков ВымпелКом-Инвест, МТС и кривая доходности ОФЗ



Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Илья Ильин
ilin_io@nomos.ru

Денежный рынок

Последний рабочий день недели выдался довольно бурным для участников внутреннего денежного рынка. Так, относительно равномерное ослабление рубля, происходившее в течение недели, в пятницу, на фоне сохраняющейся коррекции цен на нефть, приняло довольно ажиотажный характер. Всего за день курс национальной валюты потерял около 1 рубля по отношению к корзине (94 коп. к долл.), закрытие которой произошло на отметке 38,50 руб. (32,72 руб. по долл.) – максимума с середины апреля. Торги сопровождались высокими оборотами, объем сделок по инструментам «рубль–доллар» в секции «tomorrow» превысил 7,2 млрд долл., против 3 млрд долл. днем ранее. При этом ЦБ, препятствуя резким колебаниям рублевого курса, провоцирующим спекулятивную активность, выходил с интервенциями на валютный рынок, продав около 2 млрд долл. К сегодняшнему утру цены на нефть остались на пятничных уровнях, например, котировки марки Brent находятся в районе 59–60 долл. за баррель. Тем не менее, девальвационные ожидания остаются на высоком уровне, уже с открытием корзина подорожала более чем на 40 коп. и торгуется в районе 38,91 руб.

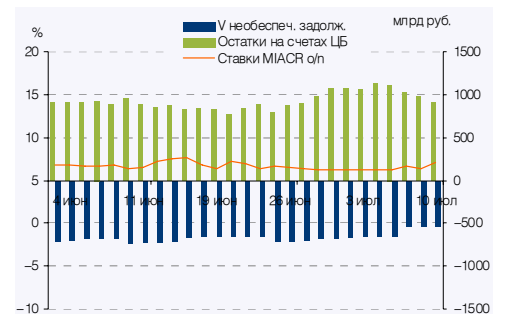
На наш взгляд, при ценах на нефть в рамках 55–60 долл. за барр. текущий уровень корзины выглядит несколько завышенным, и не исключено, что в случае стабилизации нефтяных котировок, мы можем увидеть некоторое укрепление национальной валюты.

Впрочем, пока на глобальных рынках царят «панические» настроения, обуславливающие отход от рисков, ждать роста цен на «черное золото» не приходится.

Активность Банка России на валютном рынке, абсорбировавшего, как мы отметили выше, порядка 2 млрд долл. в рублевом эквиваленте, не замедлила сказаться на конъюнктуре денежного рынка. В результате в пятницу стоимость коротких ресурсов выросла с утренних 6% до 8% по вечер.

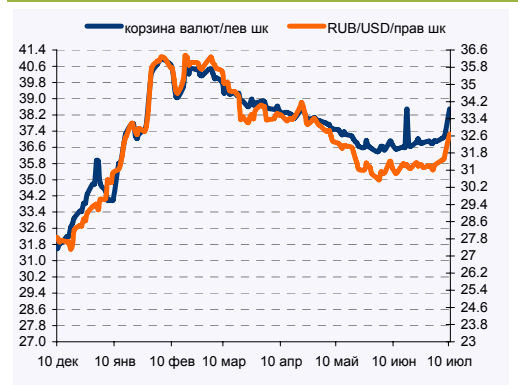
По итогам дня остатки банков на счетах в ЦБ снизились с 989,8 млрд до 914,9 млрд руб. Вполне очевидно, что сокращение банковской ликвидности не вписывается в планы Банка России, стремящегося «сдвинуть с мертвой точки» кредитную деятельность сектора. Поэтому в конце недели ЦБ вновь объявил о снижении ставки рефинансирования и прочих ставок на 0,5%. Кроме того, в первые дни наступившей недели в рамках беззалоговых аукционах банкам будет предложено до 150 млрд руб., причем 130 млрд руб. будет предложено на «внеплановом» аукционе сроком на 6 месяцев.

Динамика самостоятельности банковской системы



Источник: Банк России

Динамика валютного курса



Источник: Bloomberg

События денежного рынка

Дата	Событие
13 июл	беззалоговый аукцион объемом 130 млрд руб. ЦБ сроком на 6 мес.
14 июл	ломбардные аукционы ЦБ на срок 2 недели, 3 мес. беззалоговый аукцион объемом 20 млрд руб. ЦБ сроком на 5 нед.
15 июл	возврат ЦБ ранее привлеченных на аукционах 13,8 млрд руб. возврат Минфину ранее привлеченных 45 млрд руб. размещение средств с аукционов, проведенных 06.07 и 07.06 уплата ЕСН и 1/2 акцизов

Долговые рынки

В пятницу нефть в очередной раз «делала погоду» торговых площадок. На фоне того, как котировки нефти приближались к отметке 59 долл. за баррель, охватившее рынки «бегство в качество» приобретало все более внушительные масштабы. Спрос на казначейские обязательства позволил 10-летним UST без особых проблем «расстаться» с 10 б.п. в доходности и вернуться на уровень 3,30% годовых.

Из макростатистики в США сегодня публикуются только данные по бюджету за июнь, но мы не будем переоценивать влияние этого показателя. Сейчас все внимание инвесторов сконцентрировано в сырьевом сегменте, который сохраняет свою отрицательную динамику и, преодолев уровень в 59 долл., движется дальше вниз. Как мы уже отмечали ранее, фактором, который способен несколько «встряхнуть» рынки, отражая, что ситуация не столь плачевна, как кажется – это ожидаемые на этой неделе отчетные данные за второй квартал текущего года из финансового сектора. Goldman Sachs завтра первым озвучит свои результаты.

Пока же рынки продолжает «лихорадить», что только подталкивает к переходу в «защитные инструменты».

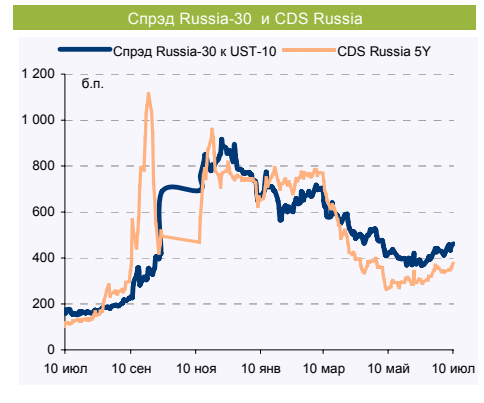
Российские торговые площадки в пятницу оказались под давлением напомнившего о себе процесса девальвации – за пятничные торги корзина валют подорожала до 38,50 руб., то есть на 94 коп. С одной стороны, логично, что снижение цен на нефть стало поводом для переоценки рубля. С другой, девальвация выглядит весьма агрессивной – при цене российской нефти Urals в 59 долл. за баррель рубль варьировался в диапазоне 31,5 – 32 руб. за доллар, тогда как в пятницу доллар стоил на FOREX уже порядка 32,4 руб. Отчасти такое поведение игроков на внутреннем рынке может быть оправдано желанием «сработать на опережение», при этом факт очередного понижения ставки рефинансирования оказался неспособным выступить соизмеримым противовесом, чтобы удержать российский рынок от коррекции.

Так, в российских еврооблигациях котировки Russia-30 большую часть дня «держались» на уровне 98%, однако с началом торгов в США и более заметной коррекции в сырьевом сегменте котировки снизились до 97,5% – 97,625%, где остались до закрытия.

В корпоративных еврооблигациях продажи повлекли за собой снижение котировок в среднем от 0,5% до 0,75%, при этом в более серьезных масштабах они коснулись квази-суверенных выпусков, которые во время последнего ралли демонстрировали самый заметный рост, в частности, Газпрома.

В рублевом сегменте сообщение о переходе с понедельника на ставку рефинансирования в 11% годовых и, как следствие, на более низкие ставки фондирования в ЦБ в какой-то мере позволило сдержать масштабы коррекции, однако полностью избежать влияния внешнего

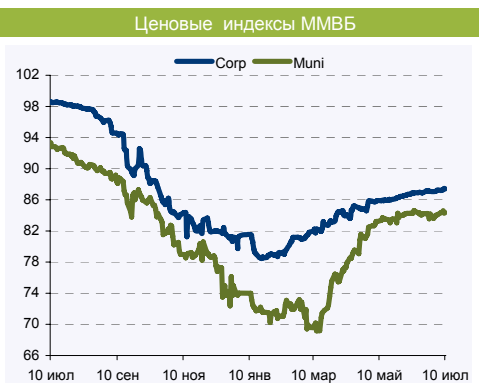
Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММВБ

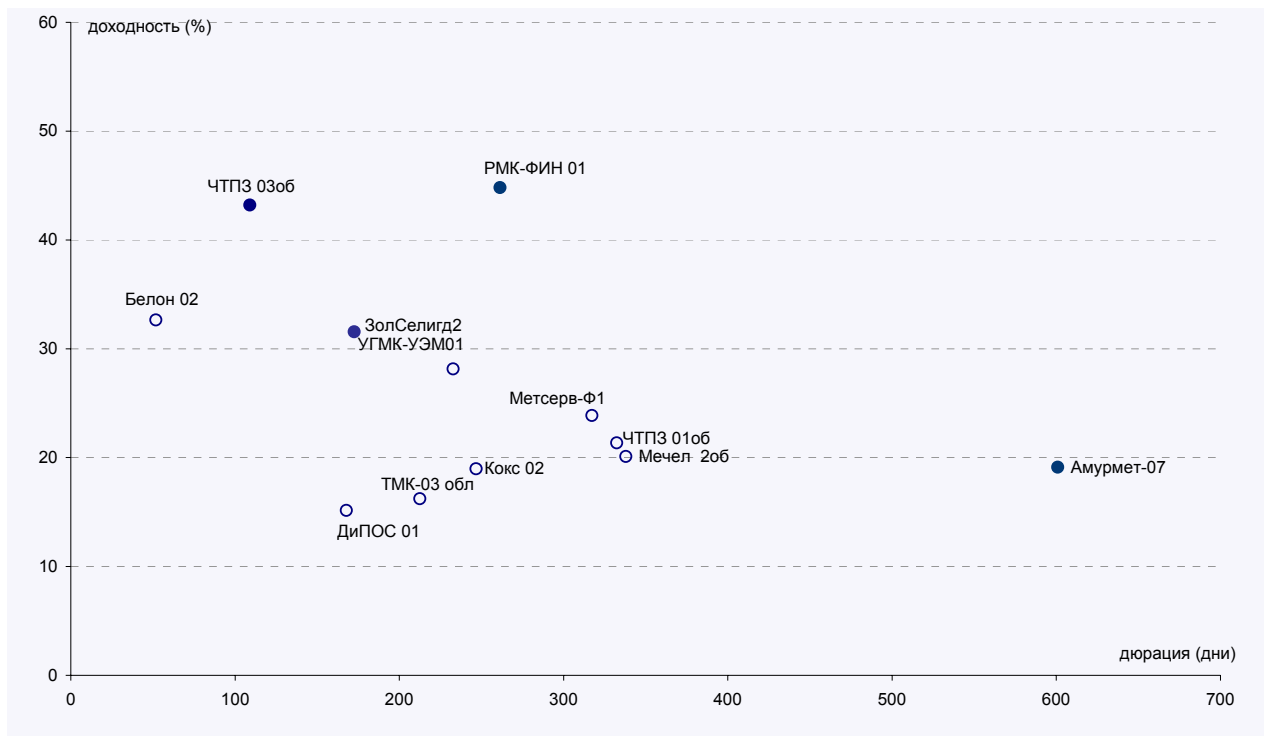
негатива, уже получившего название предвестника «второй волны кризиса», не удалось.

Как и в еврооблигациях, коррекция в первую очередь затронула выпуски, сохраняющие ликвидность и поддерживающие рост в последнее время: в госбумагах это серии 25064 (УТМ 11,90%) и 25065 (УТМ 12,10%), которые подешевели в пределах 5 б.п. Среди корпоративных бумаг – выпуски Газпром нефти (УТР 13,92%), МТС–4 (УТР 14,99%), ИКС5–4 (УТР 18,28%), ВК–Инвест (УТР 14,23%), а также облигации РЖД, подешевевшие в диапазоне от 10 до 20 б.п., в субфедеральных облигациях – это, конечно же, бумаги Москвы, где снижение котировок составило порядка 40 б.п. в бумагах Мгор–50 (УТМ 14,28%), Мгор–54 (УТМ 14,74%), Мгор–58 (УТМ 14%) и «ограничилось» 10 б.п. в Мгор–61 (УТМ 15,10%), Мгор–62 (УТМ 15,19%) и Мгор–63 (УТМ 15,10%).

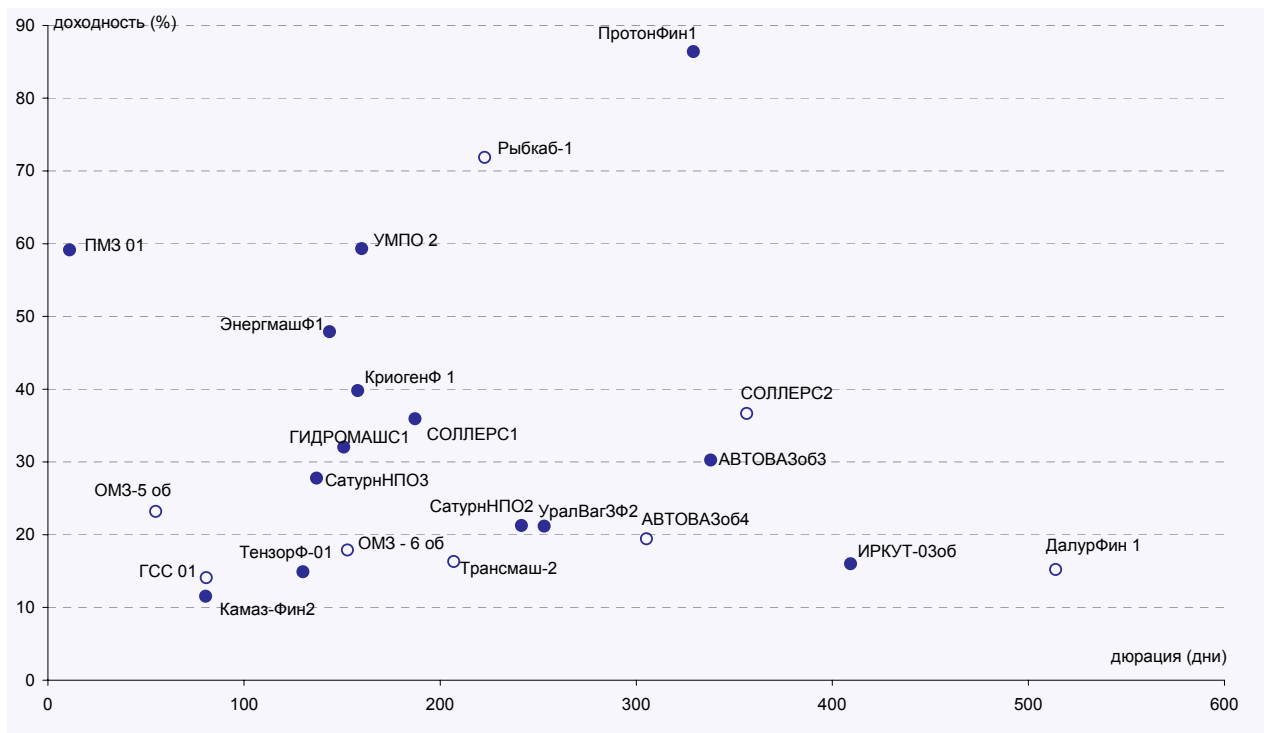
Примечательно, что обороты продаж существенно уступают масштабам сделок сегмента РЕПО, в какой-то мере поддерживающего стабильность спроса на выпуски, которые могут быть предъявлены в качестве залога по операциям РЕПО.

Новая неделя начинается довольно напряженно. Рубль продолжает терять свои позиции к обеим валютам, что снижает привлекательность инвестиций в рублевые активы, и, следовательно, будет выступать дополнительным мотивом для продолжения коррекции не только в российских евробондах, где за последнее время значительно увеличилась доля нерезидентов, чьи продажи, как правило, носят более агрессивный, чем у локальных игроков, характер, но и в рублевом сегменте. При этом средства, которые ЦБ планирует предложить на беззалоговых аукционах сегодня и завтра, смогут оказать какую-либо поддержку рынкам не раньше, чем в среду. В первичном сегменте сегодня размещение облигаций «Камской долины», которое, по сути, представляет собой этап схемы реструктуризации текущих обязательств. Ближайшее «рыночное размещение» ожидается завтра – облигации серии 03 «ВымпелКом – Инвест» на 10 млрд руб.

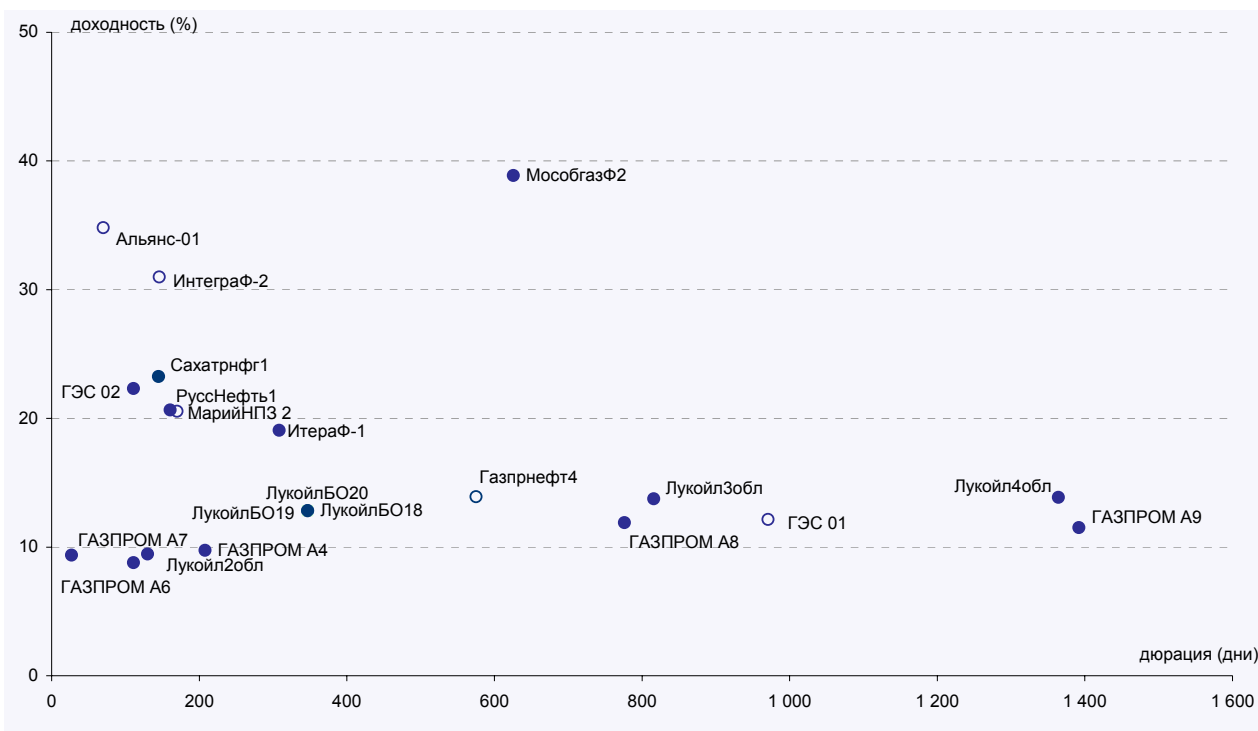
Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



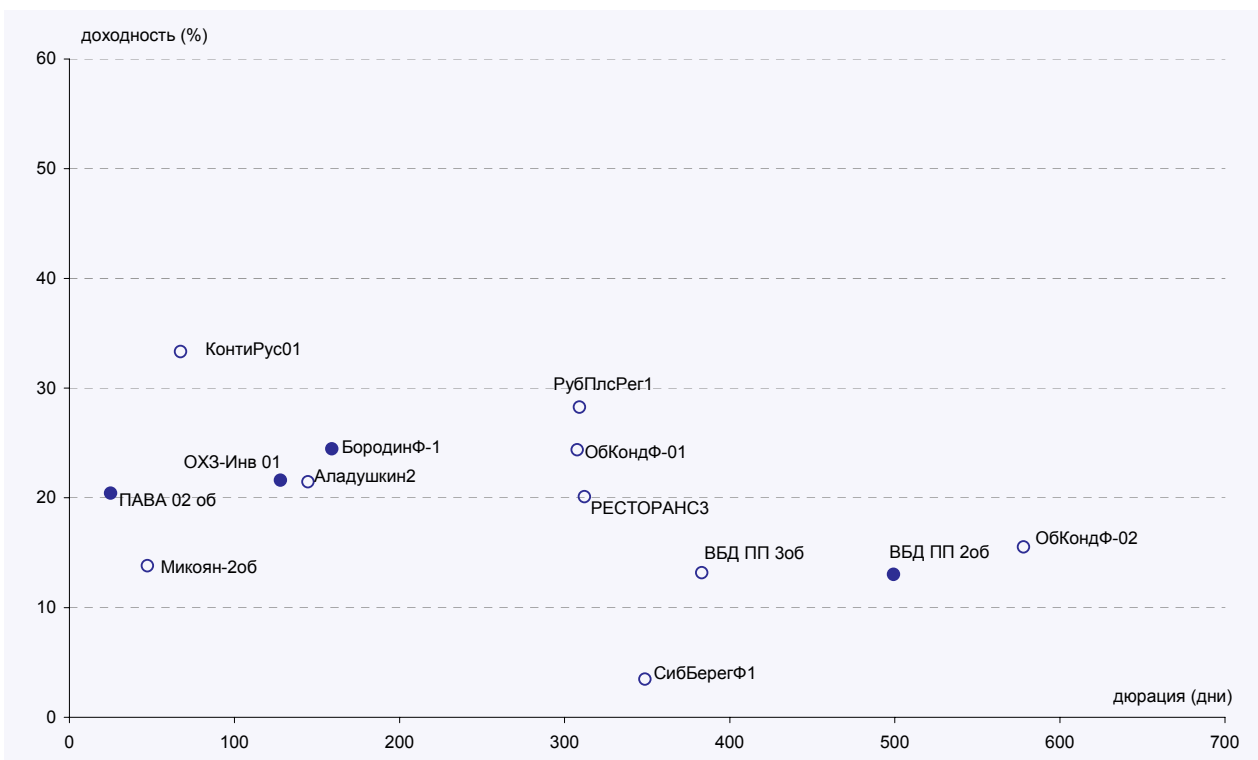
Машиностроение



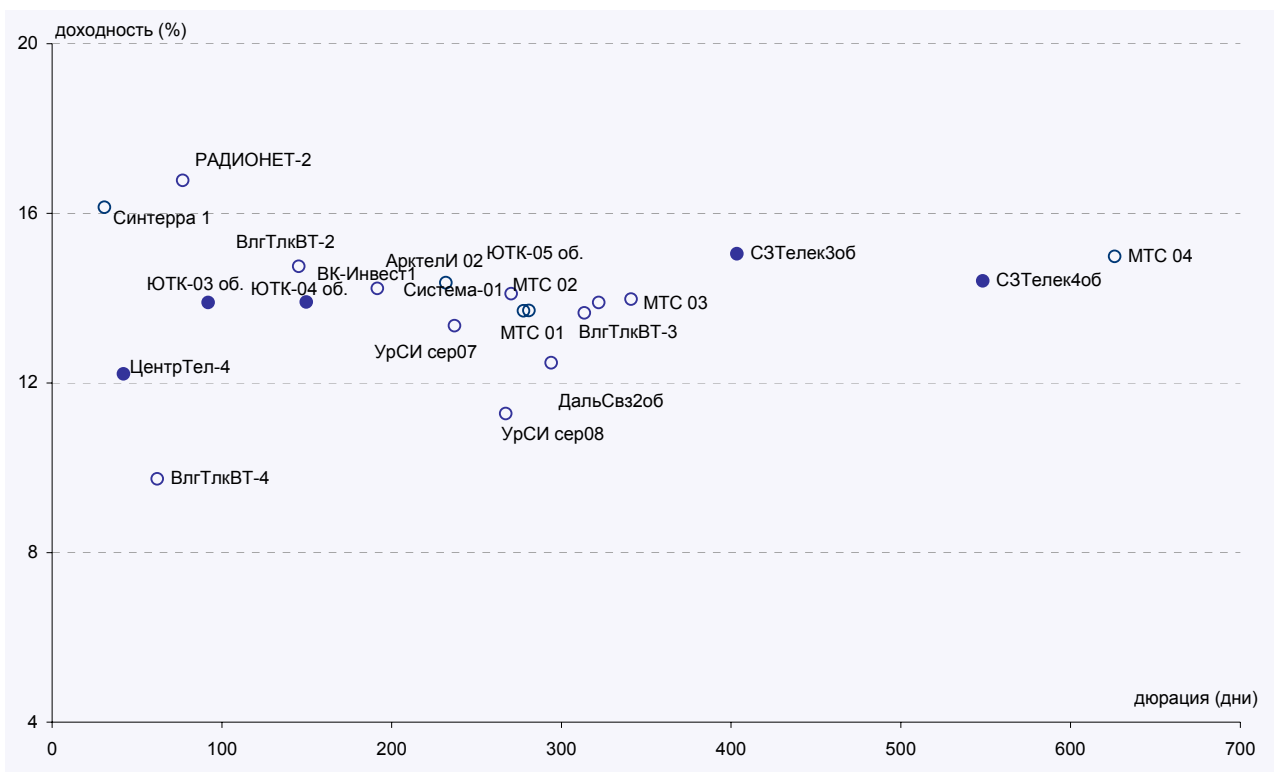
Нефтегазовый сектор



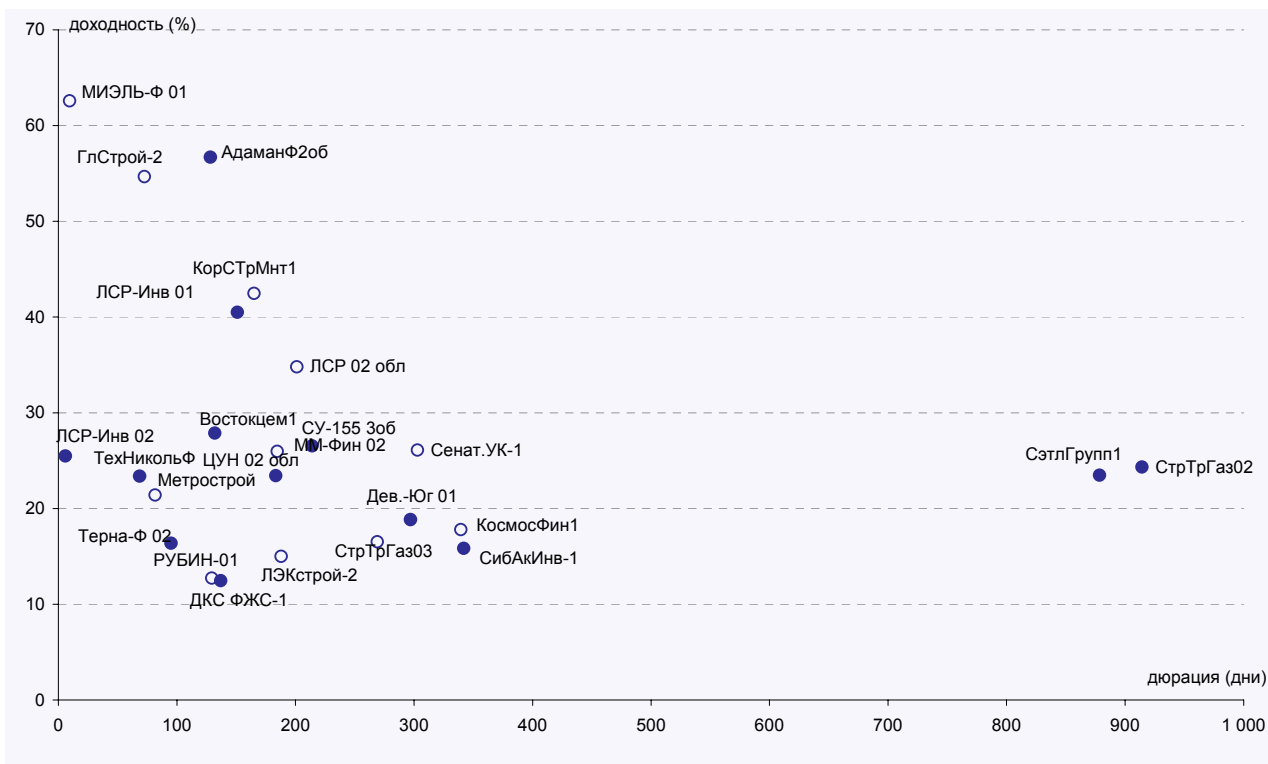
Потребсектор и АПК



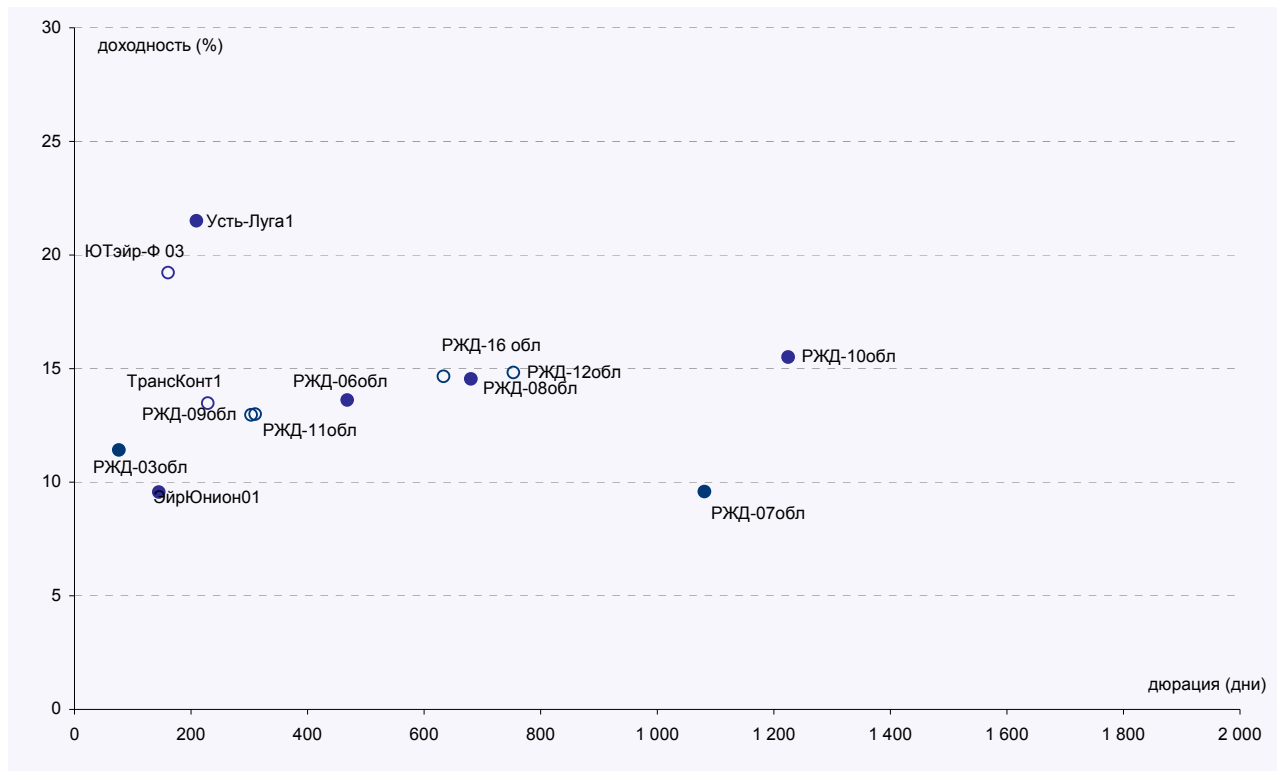
Телекоммуникации и медиа



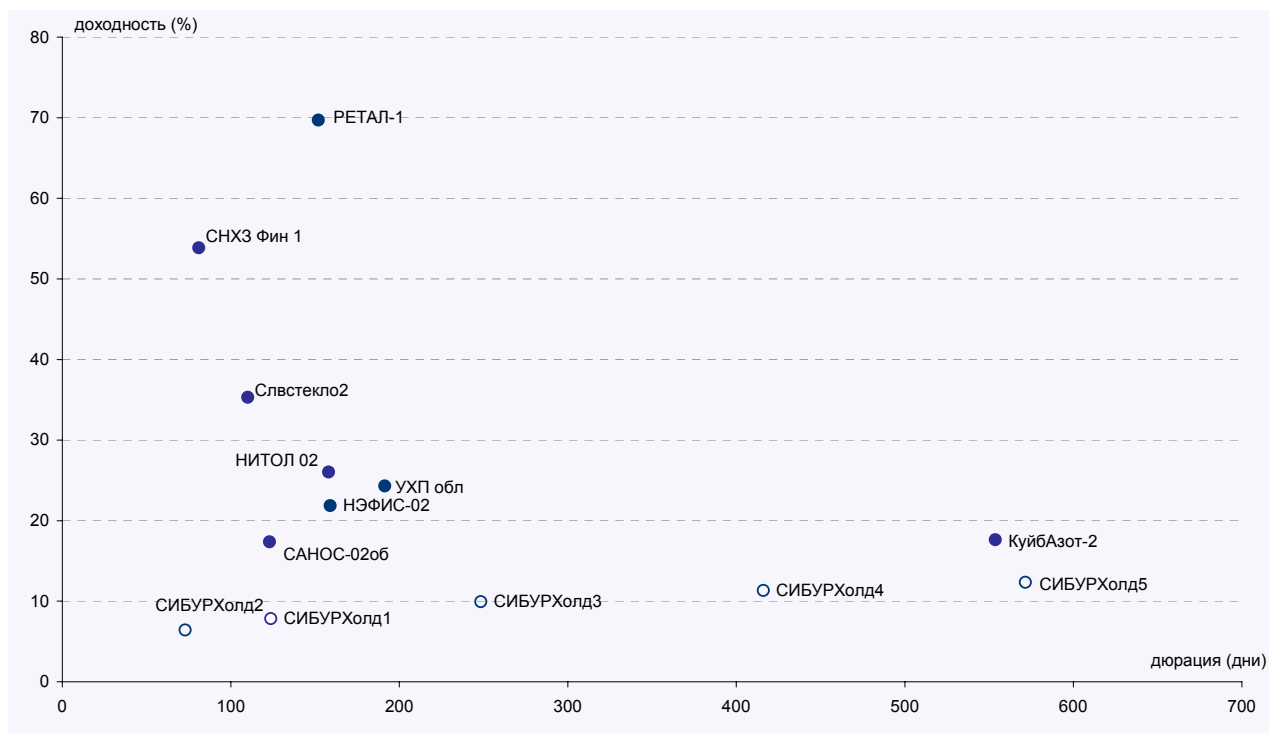
Строительство, девелопмент и стройматериалы



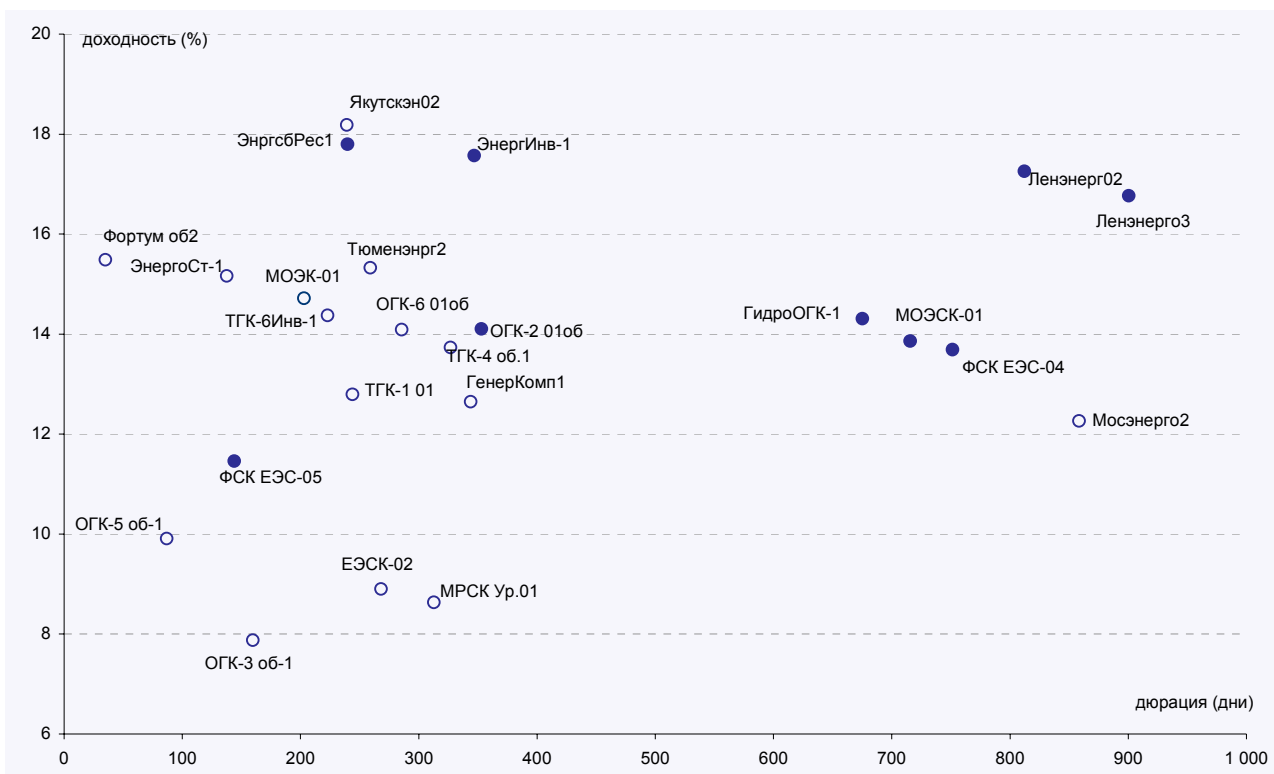
Транспорт



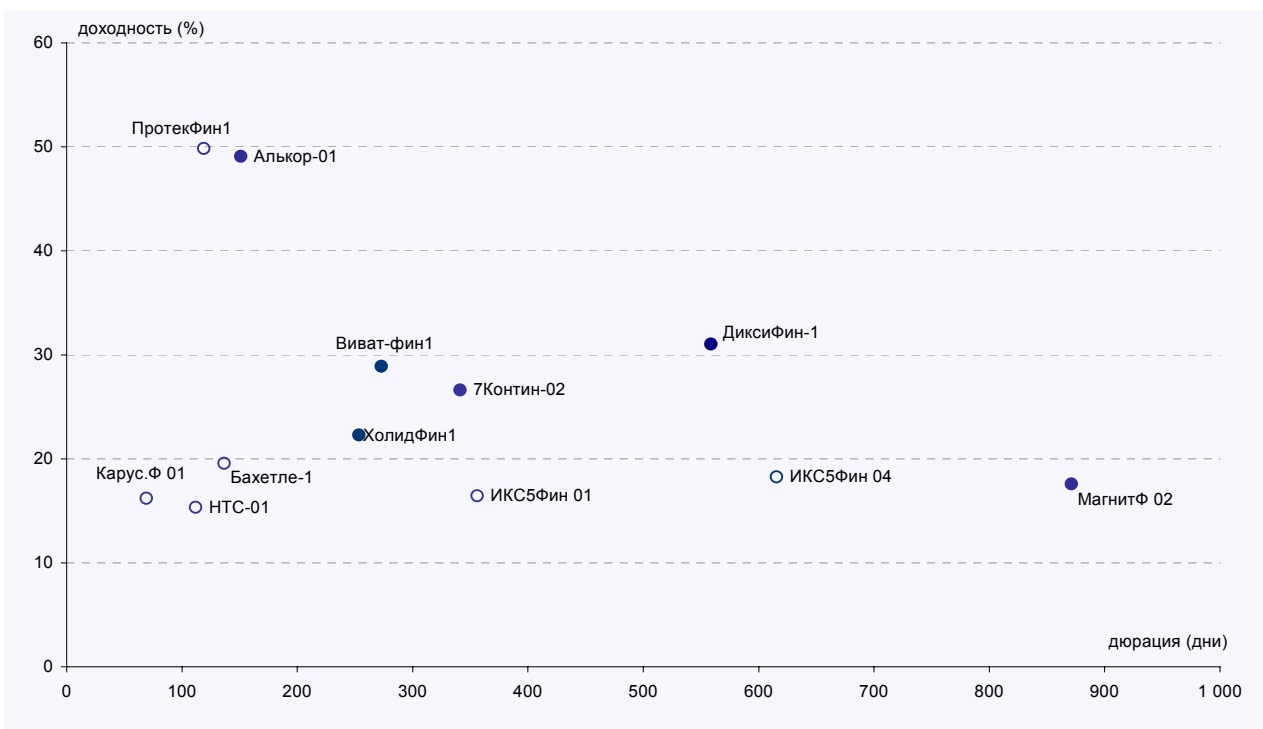
Химия и ЛПК



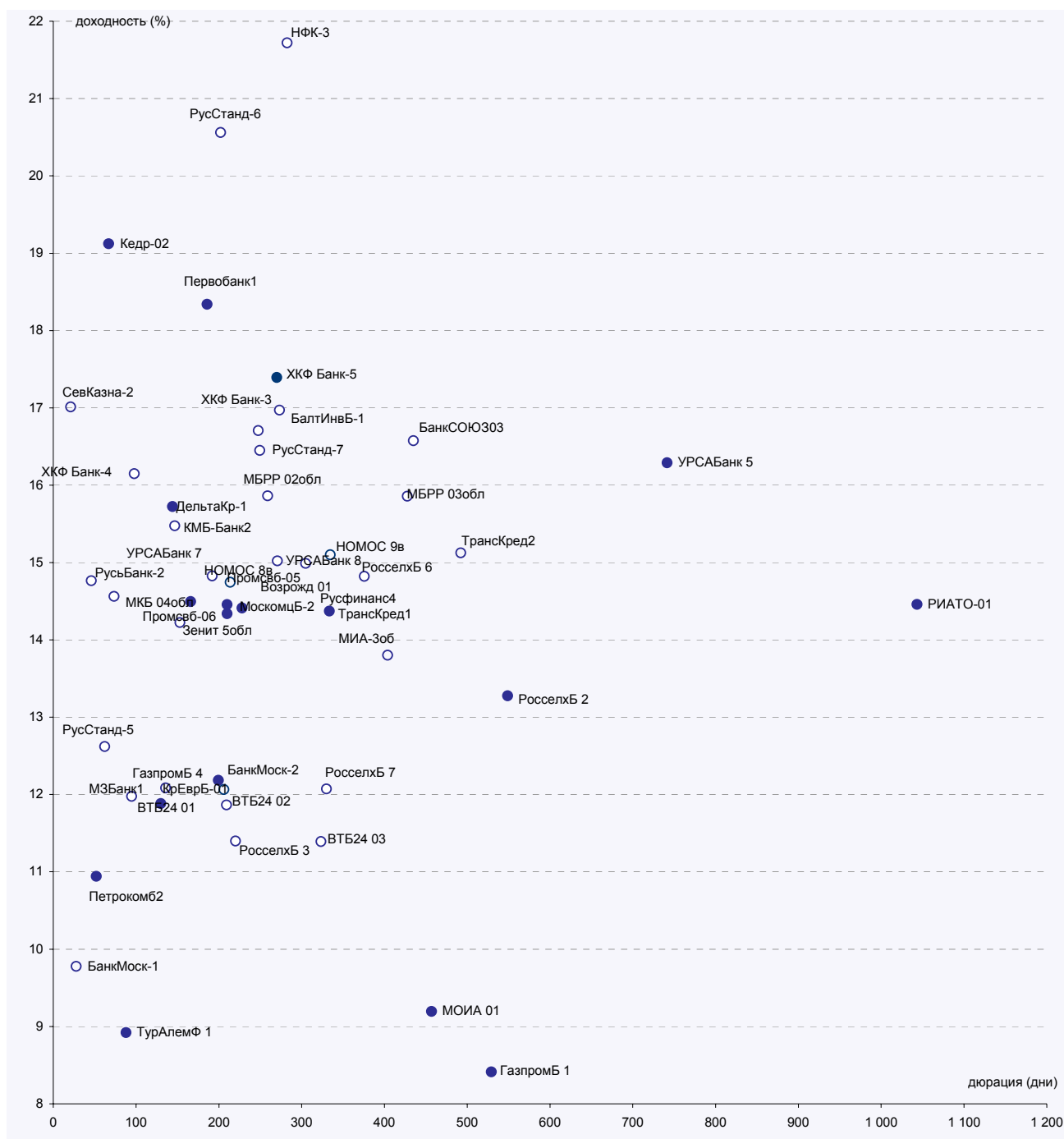
Энергетика



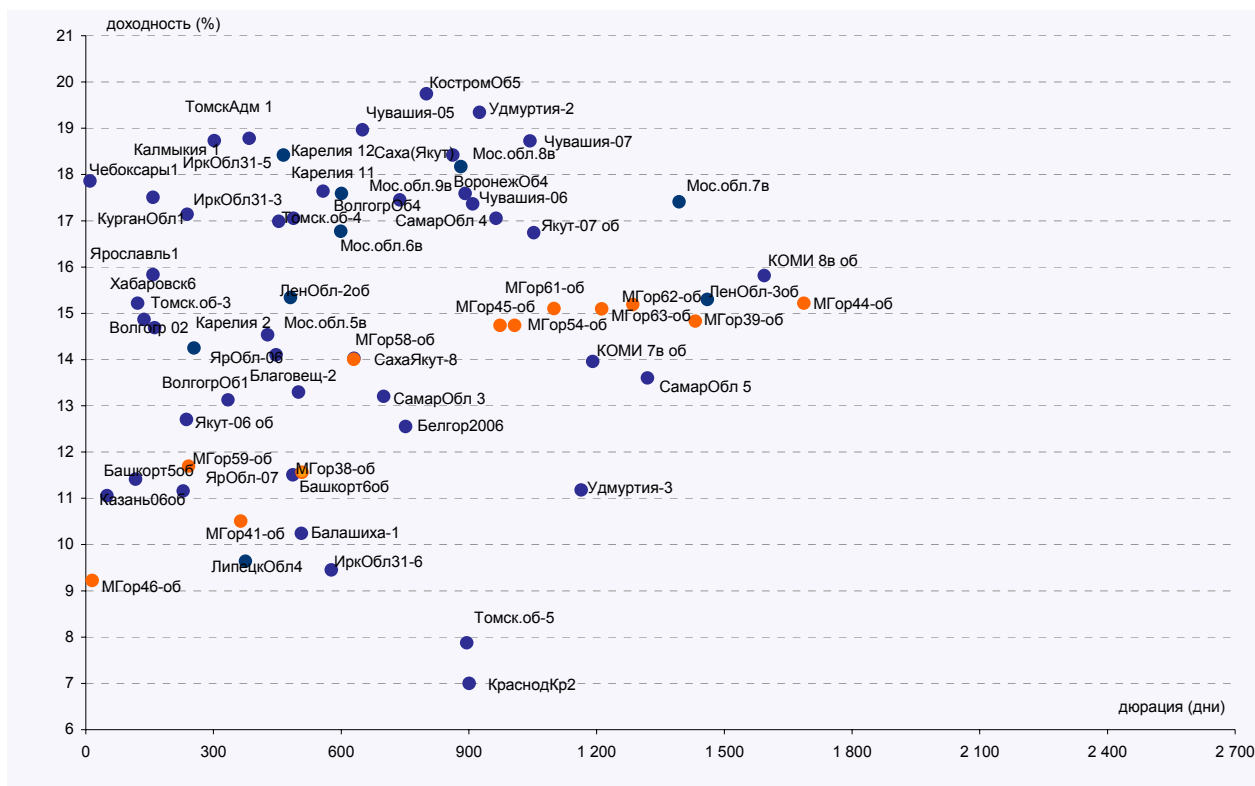
Ритейл



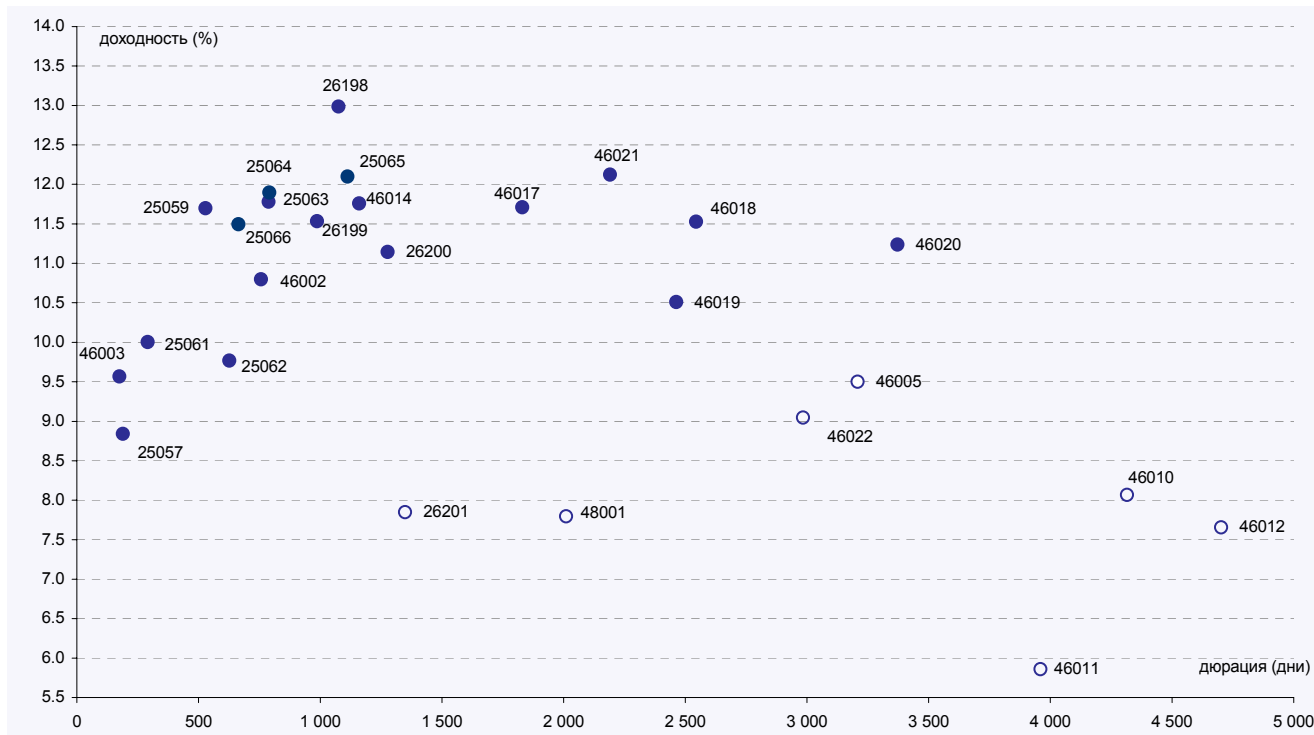
Финансовый сектор



Субъекты РФ



Облигации федерального займа



Контактная информация

Номос-Банк (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Кузина Анна / ext. 4587	kuzina_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ililn_io@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Гильманов Марат / ext. 3141	gilmanov_mr@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.