

Ежедневный обзор долговых рынков от 3 сентября 2010 г.



Ключевые индикаторы

	Значение закрытия		Изменение, %		
			День	месяц	к нач. года
Валютный рынок					
EUR/USD	1,283	▲	0,1%	-2,8%	-10,4%
USD/RUR	30,70	▲	0,0%	2,8%	2,2%
Корзина валют/RUR	34,60	▼	0,0%	1,4%	-3,8%
Денежный рынок					
Корсчета, млрд руб.	486,7	▼	-69,0	-63,6	-347,4
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	611,1	▲	93,6	126,0	170,8
MOSPRIME o/n	2,6	▼	-0,1	-0,1	-1,8
3M-MOSPRIME	3,7	■	0,0	0,0	-3,3
3M-LIBOR	0,29	▼	0,0	-0,1	0,0
Долговой рынок					
UST-2	0,50	▼	0,0	0,0	-0,6
UST-10	2,63	▲	0,0	-0,3	-1,2
Russia 30	4,31	▼	0,0	-0,4	-1,1
Russia 5Y CDS	166	▼	-2,3	8,2	-19,2
EMBI+	283	▼	-5	11,0	9
EMBI+ Russia	220	▼	-7	-4,0	32
Москва-48	7,68	■	0,00	0,0	н/д
Газпром-11	7,12	▼	-0,01	0,0	-1,9
Газпром-13	5,93	▼	-0,09	-0,1	-2,9
Товарный рынок					
Urals, долл./барр.	76,34	▲	0,7%	-4,3%	-0,5%
Brent, долл./барр.	76,19	▲	0,4%	-7,4%	-1,3%
Фондовый рынок					
ТСX	1 456	▲	0,4%	-4,1%	0,8%
Dow Jones	10 320	▲	0,5%	-3,3%	-1,0%
Nikkei	9 067	▲	0,0%	-6,1%	-14,0%

Источник: Bloomberg

СТРАТЕГИЯ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

- ▶ Интерес к покупкам еврооблигаций сохраняется. Данные EPRF свидетельствуют о продолжении притока средств в облигационные фонды развивающихся рынков.
- ▶ Газпромбанк доразместил 500 млн долл. выпуска GPB 11
- ▶ Сравнительно оптимистичный день на рынке еврооблигаций

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ На рынке МБК сохраняется стабильность

СТРАТЕГИЯ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- ▶ Рублевые облигации: осторожные покупки на вторичном рынке
- ▶ Русфинанс Банк (-/Ваа3/-) – щедрое на первый взгляд предложение

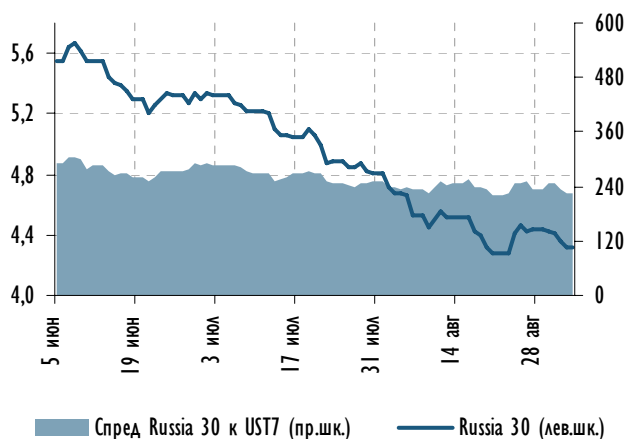
ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Газпром (BBB/Ваа1/BBB) опубликовал сильную финансовую отчетность по МСФО за 1-й кв. 2010 г.
- ▶ Группа ВТБ (BBB/Ваа1/BBB) – «загадки» отчетности за 2-й кв. 2010 г. по МСФО
- ▶ Вымпелком (BB+/Ва2/-): финансовые результаты за 2-й кв. 2010 г. по US GAAP, еврооблигации по-прежнему выглядят перепроданно
- ▶ Евраз (B/B2/B+): результаты по МСФО за 1П2010 г., бумаги по-прежнему привлекательны

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ США: количество созданных рабочих мест за август, индекс активности в секторе услуг
- ▶ Еврозона: объем розничных продаж

Доходность Russia 30 и спред к UST 7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg



КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Интерес к покупкам еврооблигаций сохраняется

Вчера вечером были опубликованы данные агентства EPRF о движении денежных средств за неделю, закончившуюся 1 сентября. По данным агентства, приток денежных средств в облигационные фонды развивающихся стран продолжился, несмотря на некоторое замедление. Напомним, что на прошлой неделе на фоне очередного роста сомнений в отношении перспектив мировой экономики была предпринята попытка коррекции на рынке еврооблигаций. Но, судя по сохранению притока денег, фонды намерены продолжить покупки, хотя отметим, что на рынке стало больше желающих продать на текущих высоких ценовых уровнях.

Газпромбанк доразместил 500 млн долл. выпуска GPB 11

На этом фоне качественные заемщики с развивающихся рынков сохраняют возможности выгодно привлекать средства на рынках капитала. В частности, Газпромбанк (ВВ/Ваа3/-) вчера доразместил 500,0 млн долл. недавно выпущенных еврооблигаций GPB 2014 с доходностью YTM 6,1% @ декабрь 2014 г. Напомним, изначальный объем эмиссии составлял 500,0 млн долл., ставка купона по бумаге – 6,25% годовых.

Сравнительно оптимистичный день на рынке еврооблигаций

Вчерашний день прошел по несколько необычному сценарию – высокая активность была отмечена с самого начала дня и была поддержана открытием североамериканских фондовых рынков, которые по итогам дня прибавили от 0,5% до 1,0%. Поводом для оптимизма послужили данные по динамике розничных продаж и активности на рынке недвижимости. Тем не менее данные по числу первичных заявок на пособия по безработице оказались смешанными: хотя на прошлой неделе их число сократилось (до 472 тыс., на 3 тыс. меньше прогнозного уровня), предыдущее значение было пересмотрено в сторону повышения (до 478 тыс.).

Повышение оценок темпов роста ВВП Еврозоны во втором квартале до 1,9% г/г и прогноза по итогам года, вышедших в середине вчерашнего дня, в целом не оказало влияние на настроения.

Вчера цены американских КО продолжали снижаться. В результате доходности выпусков UST7 (YTM 2,06%) и UST10 (YTM 2,63%) снизились примерно еще на 4–5 б. п. По итогам дня котировки Russia 30 (YTM 4,30%) прибавили еще 1/4 фигуры, спред к UST7 сократился до 224 б. п. (-8 б. п.).

Среди корпоративных выпусков отметим продажи в выпусках Transneft 14 (YTM 4,32) и покупки в выпуске VEB 20 (YTM 5,57%). VIP-18 (YTM 6,79%) практически никак не отреагировал на публикацию данных за 2-й кв. 2010 г. (см. кредитный комментарий).

Ждем данные по рынку труда

Внешний фон, сложившийся на зарубежных площадках сегодня утром, остается умеренно позитивным и может оказать поддержку котировкам. Однако, возможно, перед выходом данных по рынку труда в США (16:30 мск), лучше воздержаться от активных действий.

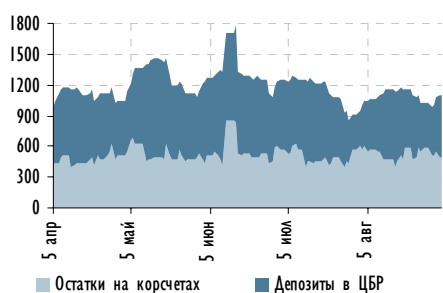
Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 10

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdykevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 85)



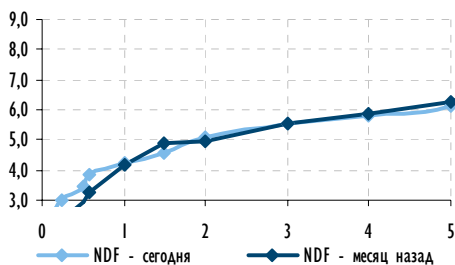
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Денежный рынок

На рынке МБК сохраняется стабильность

На российском денежном рынке в четверг произошло снижение краткосрочных ставок. Стоимость заимствования о/п опустилась до минимума с середины июня и составила 2,64%, всего на 14 б. п. превысив ставку по депозитам в ЦБ на сопоставимый срок, что указывает на существенное сокращение премии за риск контрагента. Плата по недельным кредитам снизилась на 4 б. п. – до 2,96%. Стоимость заимствования на «длинном» конце кривой индикативных ставок MOSPRIME осталась без изменений.

Объем ликвидности, накопленной банками, также остается на комфортных для финансовой системы уровнях: сумма остатков на к/с и депозитах в ЦБ в четверг составила чуть менее 1,1 трлн руб. (изменение за день не превысило 2,0 млрд руб.).

На валютном рынке в четверг отсутствовали резкие изменения курса евро. Ж.-К. Трише, выступая вчера на пресс-конференции по итогам заседания ЕЦБ, заявил о готовности органов денежно-кредитного регулирования еврозоны продолжить вплоть до 2011 г. предоставление ликвидности банкам в неограниченном объеме. В то же время прогноз по темпам роста ВВП региона был повышен: до 1,6% в 2010 г. (с 1,0%) и до 1,4% в следующем году (с 1,2%). Однако, учитывая тот факт, что подобная стратегия монетарных властей совпала с ожиданиями участников рынка, это не оказало существенной поддержки евро. В то же время прогнозы участников рынка относительно данных по рынку труда в США, вероятно, будут оказывать давление на доллар в течение дня.

На ММВБ доллар расчетами «завтра» в четверг умеренно подешевел – до 30,70 руб. Евро рос в течение дня, однако так и не смог закрыть отрицательный гэп, с которого начались торги по валюте, завершив день на отметке 39,39 руб. Стоимость бивалютной корзины в четверг составила 34,60 руб.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 85)

КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рублевые облигации: осторожные покупки на вторичном рынке

В рублевых выпусках в четверг вновь можно было наблюдать неагрессивный спрос на отдельные выпуски первого-второго эшелонов. Впрочем, как и в среду, покупки носили довольно осторожный характер и не привели к какой-либо существенной положительной переоценке по бумагам. В «голубых фишках» выпуски Газпром-11, 13, Газпром нефть БО5, НОВАТЭК БО1, РЖД-23, ВТБ БО2 подорожали в пределах 5–30 б. п. Во втором эшелоне интерес присутствовал в выпусках металлургов – Алроса-21, СУЭК, НорНикель БО3, Северсталь БО2, Мечел БО2 (+10–29 б. п.), а также ВК-Инвест-1 (+55 б. п.).

Вчера ЮниКредит Банк закрыл книгу по размещению двух выпусков на 10 млрд руб. Ставка купона была установлена на уровне 7,5%, что соответствует доходности на три года в 7,64% – по верхней границе первоначального ориентира организаторов (7% – 7,5%). Ранее мы писали о том, что ориентир доходности достаточно агрессивен – на наш взгляд, справедливым был бы уровень, близкий к тому, на котором торгуется сопоставимый по дюрации Росбанк БО2 – порядка 7,9%.

Русфинанс Банк (-/ВааЗ/-) – щедрое, на первый взгляд, предложение

Вчера Русфинанс Банк открыл книгу по размещению 5-летних облигаций серий 08 и 09 совокупным объемом 4,0 млрд руб. Ориентир ставки полугодичных купонов в настоящее время составляет 7,75–8,25% годовых, что соответствует доходности УТР 7,90–8,42% к оферте через 2 года. Закрытие

книги состоится 16 сентября в 17:00 мск, техническое размещение выпусков – 20 сентября (для серии 08) и 21 сентября (серия 09).

В первом рассмотрении данные ориентиры доходности предлагают неплохую возможность получить премию при участии в первичном размещении долга заемщика с кредитным качеством инвестиционного уровня. Мы напоминаем, что Русфинанс Банк является 100%-ной дочкой Societe Generale (A+/Aa2/A+). В настоящее время идет процесс объединения российских активов SocGen вокруг Росбанка (BB+/Baa3/BBB+), следовательно инвестицию в бумаги Русфинанс Банка можно рассматривать как вложение в будущие риски объединенной группы. 2-летние биржевые облигации Росбанк БО-01, для сравнения, вчера можно было купить лишь под YTM7,2% @ июнь 2012 г., то есть на 70–120 б. п. ниже ориентировочной доходности выпусков Русфинанс Банка.

Мы планируем в ближайшее время выпустить отдельный комментарий по размещению облигаций Русфинанс Банка.

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

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Газпром
S&P/Moody's/Fitch

BBB/Baa1/BBB

Нефть и газ

Газпром опубликовал сильную финансовую отчетность по МСФО за 1-й кв. 2010 г.

Газпром опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1-й кв. 2010 г. Выручка компании достигла 957 млрд руб., +14,3% к аналогичному периоду прошлого года.

Выручка компании оказалась на 0,6% выше наших прогнозов и на 4,1% выше консенсуса. По сравнению с предыдущим кварталом выручка увеличилась на 5,8%, чистая прибыль – на 5,2%. Показатель EBITDA, по нашим оценкам, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года вырос на 20,8% до 407 млрд руб., рентабельность EBITDA увеличилась на 42,6%. (более подробный комментарий по операционной деятельности см. в нашем ежедневном комментарии по рынку акций).

Обратим внимание на снижение чистого долга Газпрома (с учетом активов, предназначенных для продажи) по итогам 1-го кв. 2010 г.. сократился на 11,3 млрд долл. за счет увеличения денежных средств и эквивалентов на 6 млрд долл. и сокращения объема долга на 5,3 млрд долл. Обратим внимание на то, что обязательства, предназначенные для продажи (ЗАО «Газэнергопромбанк») на конец марта 2010 г. оценивались примерно в 4 млрд долл. и после завершения сделки (август 2010 г.) уже не будут учитываться на балансе ОАО «Газпром» как обязательства.

На 31 марта 2010 г. мы оценивали соотношение Чистый долг/EBITDA на уровне 0,92x, что является одним из самых низких значений за последние несколько лет. По заявлениям представителей компании, на конец текущего года долговая нагрузка должна снизиться в терминах Долг/EBITDA до 1,0x с 1,26x на конец марта 2010 г. (наша оценка).

В целом мы считаем вышедшую отчетность нейтральной для котировок долговых облигаций Газпрома. Из обращающихся выпусков мы хотели обратить внимание на **Gazprom 19** (YTM 5,92%), который предлагает привлекательную премию к кривой доходности газового монополиста на уровне 25–30 б. п.

Газпром: результаты за I-е полугодие 2010 г. по МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	IK10	IK09	кв/кв
Выручка	2 423 245	3 285 486	2 990 971	956 816	837 156	14,3%
EBITDA	885 355	1 554 286	1 123 537	407 315	337 073	20,8%
Рентабельность EBITDA, %	36,5%	47,3%	37,6%	42,6%	40,3%	
Операционный денежный поток	598 508	1 016 551	897 154	483 116	233 963	106,5%
Капитальные вложения	892 241	895 598	993 111	250 061	236 071	5,9%
Свободный денежный поток до финансирования	-293 733	120 953	-95 957	233 055	-2 108	



Всего активов	6 792 556	7 168 568	8 363 215	8 558 242	7 475 942	14,5%
Собственный капитал	4 313 097	4 913 099	5 645 946	5 976 310	5 053 021	18,3%
Совокупный долг, в том числе	1 510 666	1 365 764	1 625 705	1 501 093	1 533 845	-2,1%
<i>Доля долга, %</i>	<i>краткосрочного</i>					
	34,8%	32,3%	26,9%	20,9%	29,7%	
Денежные средства и эквиваленты	279 109	343 833	249 759	398 797	338 417	17,8%
Показатели						
Долг/Собственный капитал, х	0,35	0,28	0,29	0,25	0,30	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	11,5	25,9	15,1	28,5	25,8	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,39	0,66	1,22	0,92*		

*- показатель ЕБИТДА рассчитан за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Алексей Демкин
Alexei.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 10Иван Хромушин
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 495 980 4389Евраз
S&P/Moody's/Fitch B/B2/B+

Металлургия

Евраз: финансовые результаты по МСФО за 1П2010 г., бумаги по-прежнему привлекательны

Новость: Вчера Евраз представил финансовые результаты за 1-е полугодие 2010 года по МСФО, показавшие улучшение кредитных метрик на фоне уверенного роста денежных потоков и рентабельности. Мы по-прежнему считаем рублевые выпуски Евряза (Евразхолдинг Финанс 1,3, Сибметинвест 1,2) одними из наиболее недооцененных на рынке, учитывая сохраняющиеся существенный спред к выпускам Северстали.

Комментарий: Наши основные выводы из опубликованных цифр мы приводим ниже:

- ▶ **Уверенный рост денежных потоков на фоне восстановления спроса и роста цен, рост доли продаж на внутреннем рынке в выручке.** По сравнению с 1П2009 г., продажи Евряза выросли почти на 40%, ЕБИТДА увеличилась более чем вдвое, обеспечив улучшение рентабельности с 10% до 18%. Наиболее существенно выросла маржа сырьевого сегмента бизнеса – с 15% до 35% по ЕБИТДА, по стальному сегменту норма прибыли увеличилась с 9% до 13%. Рост выручки и прибыльности отразил заметное улучшение ценовой конъюнктуры с прошлого года и восстановление спроса на продукцию. При этом ключевым драйвером роста стал возросший спрос на строительный прокат на внутреннем рынке (СНГ), продажи которого выросли на 52% год к году, а также продукции для ж/д отрасли (+31%). В итоге Евраз сократил долю полуфабрикатов и в структуре продаж (с 40% до 29% в натуральном выражении в 1П2010 г.) и увеличил долю конечной продукции – главным образом, сортового проката.
- ▶ Выручка североамериканского сегмента бизнеса в 1П2010 г. выросла на 16% г/г, в первую очередь, за счет заметного роста продаж по плоскому прокату (толстый лист).
- ▶ Менеджмент дал прогнозы по ЕБИТДА на третий квартал – 480–500 млн. долл. Снижение к уровню второго квартала будет обусловлено более низкими контрактными ценами: Евраз, как правило, устанавливает цены с лагом 1–3 месяца к спот-рынку, таким образом цены на 3-й квартал отразят снижение, наблюдавшееся летом. При этом, учитывая что сейчас цены на сталь корректируются вверх после снижения, в 4-м кв. 2010 г. конъюнктура должна быть лучше. По комментариям менеджмента, компания ведет переговоры с покупателями полуфабрикатов на 4-й кв. 2010 г. о цене 600 долл./т., плюс 31% к среднему уровню 2-го кв. 2010 г. В то же время в 4-м кв. продажи традиционно снижаются под воздействием сезонного фактора. В целом результаты 2П2010 г. могут оказаться близкими к 1П2010 г., что предполагает ЕБИТДА порядка 2,3 млрд долл. за год.



- ▶ **Повышение ориентира по капитальным затратам.** Компания объявила о повышении ориентира по данному показателю в 2010 году до 950 млн долл. (ранее – 800 млн долл.). Дополнительные расходы будут направлены на ряд новых, а также ускорение существующих проектов – разработка ресурсной базы по коксующемуся углю и введение новой технологии, позволяющей сократить расход угля. Мы отмечаем, что в первом полугодии практически весь объем капитальных расходов покрывался операционным денежным потоком Евраз – при этом последняя цифра включает в себя отрицательный эффект роста оборотного капитала (144 млн долл.), которого во 2-ом полугодии 2010 г. менеджмент не ожидает. Как следствие, мы полагаем, что, несмотря на рост капитальных расходов, свободный денежный поток Евраз по итогам года не должен сильно уйти в отрицательную зону.
- ▶ **Долговая нагрузка: улучшение кредитных метрик, риски ликвидности под контролем.** Долг Евраз практически не изменился с начала года (около 7,9 млрд долл.), при этом кредитные метрики заметно улучшились за счет роста денежных потоков: в терминах Долг / EBITDA (за 6 мес. 2010 г., приведенная к годовой базе) леверидж составил 3,4х, Чистый долг / EBITDA – 3,1х. Если наше предположение о том, что итоги 2П2010 г. будут близкими к цифрам за первые 6 месяцев, окажется верным, примерно на этих уровнях кредитные метрики Евраз останутся и по итогам всего 2010 г. Короткий долг Евраз составляет порядка 1,6 млрд долл., что примерно соответствует сумме денежных средств на балансе (654 млн долл.) и доступных незадействованных кредитных ресурсов (923 млн долл. по отчетности). При этом мы полагаем, что Евраз сохраняет хороший доступ к различным источникам рефинансирования – в том числе на публичных рынках, что должно позволить улучшить структуру долга. Согласно комментариям менеджмента в ходе конференц-звонка, сейчас Евраз находится на стадии привлечения синдицированного кредита в канадских долларах (300 млн.). В целом, мы полагаем, что рефинансирование краткосрочных обязательств сейчас не представляет сложностей для компании.

Евраз: результаты за 1-е полугодие 2010 г. по МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009	1П10	г/г	1П09
Выручка	12 859	20 380	9 772	6 379	38%	4 639
ЕБИТДА	4 305	6 235	1 237	1 154	147%	468
Рентабельность ЕБИТДА, %	33%	31%	13%	18%	8 п.п.	10%
Операционный денежный поток*	2 648	2 626	1 063	381	-53%	815
Капитальные вложения	-744	-1 103	-441	-397	96%	-203
Свободный денежный поток до финансирования	-3 024	229	1 246	-4	-	1 195
Всего активов	18 637	19 451	23 424	23 541	2%	23 115
Собственный капитал	5 950	4 672	10 284	10 312	8%	9 575
Совокупный долг, в том числе	6 756	9 986	7 923	7 873	-7%	8 482
доля краткосрочного долга, %	31%	39%	25%	22%	-24 п.п.	46%
Денежные средства и эквиваленты	352	930	675	654	-10%	725
Показатели						
Долг/Капитал, х	1,1	2,1	0,8	0,8	-	0,9
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	12	10	2	3	-	2
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,5	1,5	5,9	3,1	-	8,3

за вычетом процентных расходов*

Источник: компания, расчеты Газпромбанк

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

Вымпелком
S&P/Moody's/Fitch

BB+/Ba2/-

Телекоммуникации

Вымпелком: финансовые результаты за 2-й кв. 2010 г. по US GAAP, еврооблигации по-прежнему выглядят перепроданно

Новость: Вчера Vimpelcom Ltd. представил свою финансовую отчетность за 2-й кв. 2010 г. Мы отмечаем, что с точки зрения кредитного профиля эмитента еврооблигаций ОАО «Вымпелком» ключевым моментом сейчас является риск реализации агрессивной M&A стратегии материнской компании – Vimpelcom Ltd. (в частности, обсуждаемая сделка Wind/Orascom), которая, скорее всего, будет профинансирована в том числе за счет роста левериджа российской «дочки», что, в свою очередь, может повлечь негативную реакцию со стороны рейтинговых агентств). В то же время, на наш взгляд, даже учитывая этот риск, еврооблигации Вымпелкома сейчас выглядят перепроданно. Несмотря на недавний рост, Вымпелком-18 по-прежнему торгуется со спредом около 20 б. п. к МТС-20. Мы считаем, что, принимая во внимание обозначенные риски, доходность Вымпелком-18 должна быть на одном уровне с МТС-20 – учитывая разницу в дюрации, это соответствует премии порядка 30 б. п. за кредитное качество. При этом, если сделка не состоится, снижение доходности Вымпелкома может быть еще более существенным.

Комментарий:

Мобильный сегмент в России не преподнес сюрпризов. Выручка Вымпелкома от услуг мобильной связи в России совпала с нашим прогнозом, составив 51,8 млрд руб. (прогноз Газпромбанка – 51,0 млрд руб.). Как и ожидалось, отставание Вымпелкома от основных конкурентов по темпам роста в России во 2-м кв. 2010 г. продолжилось. По нашим оценкам, доля Вымпелкома по доходам среди операторов «Большой тройки» снизилась во 2-м кв. 2010 г. на 0,2 п. п. до 33,3%. При этом за последние четыре квартала оператор уступил конкурентам (прежде всего, Мегафону) 1,4% рынка. По нашему мнению, отставание Вымпелкома закономерно, учитывая, что у МТС исторически выше доля высокодоходных абонентов, которые постепенно возвращаются к докризисному уровню потребления услуг сотовой связи.

Рентабельность по EBITDA сотового бизнеса в России составила 51,1%, что на 0,1 п. п. ниже уровня 1-го кв. 2010 г. Давление на маржу во 2-ом кв. 2010 г., главным образом, оказало увеличение расходов компании на рекламу и маркетинг.

Динамика в сегменте фиксированной связи на уровне ожиданий. Доходы от услуг фиксированной связи в России соответствовали нашим ожиданиям (9,9 млрд руб.). Увеличение на 5% кв/кв было вызвано, в первую очередь, позитивной динамикой в операторском сегменте (+8% кв/кв). Доходы от корпоративных клиентов увеличились на 3% кв/кв на фоне сезонных факторов. При этом мы отмечаем, что доходы в корпоративном сегменте продолжают демонстрировать снижение г/г (-7% г/г в долларах) на фоне усиления конкуренции и ценового давления. Относительно слабые результаты в сегменте населения (рост доходов на 2% кв/кв) были обусловлены низким притоком новых абонентов ШПД (+3% кв/кв) на фоне падения ARPU на 9% кв/кв.

Рентабельность по EBITDA фиксированного бизнеса в России составила 27,1% (-1,6 п. п. кв/кв, -7,1 п. п. г/г).

Позитивная динамика доходов и высокая рентабельность сотового бизнеса на Украине. Совокупная выручка (Киевстар и УРС) сотовой связи на Украине составила 369 млн долл., что совпало с нашим прогнозом (доходы в гривнах увеличились на 8% кв/кв, по сравнению с прогнозом – на 9%). Хотя компания не представила разбивку показателей между Киевстаром и УРС, мы полагаем, что в целом квартальная динамика Киевстара была сопоставима с МТС. Агрегированный показатель MOU вырос во 2-ом кв. 2010 г. на 5% кв/кв до 427 мин/мес., ARPU – на 9% кв/кв до 40гр/мес. (у МТС за тот же период – +3% и +12% соответственно). В целом итоги за 2-й кв. 2010 г. свидетельствуют о позитивных сезонных и общеэкономических тенденциях на Украине, подтверждающих хорошие перспективы роста доходов во втором полугодии за счет восстановления спроса на фоне стабильного уровня цен. Агрегированный показатель рентабельности по EBITDA мобильного бизнеса на Украине во 2-ом кв. 2010 г. составил 55,1% (+5 п. п. кв/кв, -0,5 п. п. г/г).

Высокие показатели ликвидности и денежного потока. Общий долг

Vimpelcom Ltd. на конец 2-го кв. 2010 г. составил 6,3 млрд долл. (-5% кв/кв), чистый долг – 4,0 млрд долл. по сравнению с 5,1 млрд на 31 марта. Отношение Долг/ЕБИТДА (12М) – 1,4. До конца 2010 г. компании предстоит погасить незначительную сумму в 213 млн долл. На 2011 г. придется пик погашений долга – 1,9 млрд долл., из них 890 млн – в 1-м полугодии. В ходе телефонной конференции менеджмент компании назвал комфортный уровень долговой нагрузки в 2,0 Долг/ЕБИТДА. Операционный денежный поток Vimpelcom Ltd. за 1П2010 г. составил 1,80 млрд долл., чистый денежный поток увеличился на 10% по сравнению с 1П09 г. до 1,32 млрд долл.

Основные заявления, сделанные менеджментом компании в ходе телефонной конференции:

- ▶ CEO Vimpelcom Ltd. А. Изосимов в ходе конференции подтвердил факт переговоров о покупке у египетского миллиардера Нагиба Савириса третьего по величине сотового оператора Италии – Wind и 51% оператора Orascom Telecom. Кроме того, А. Изосимов признал наличие потенциального интереса к активам в Западной Европе в случае, если их цена будет привлекательна для покупки. Интерес объясняется, в первую очередь, тем, что сотовым операторам на насыщенных рынках в перспективе могут открыться новые возможности роста за счет сегмента передачи данных. Реализация новых возможностей будет, прежде всего, определяться возможностями монетизации стремительно растущего спроса на передачу данных. Ключевым в этом смысле станет вопрос ценообразования на рынке данных.
- ▶ Объем капитальных затрат Vimpelcom Ltd. в 2010 г. будет соответствовать верхней планке озвученного ранее диапазона 15–20% от выручки. В настоящее время компания увеличивает инвестиции, возвращаясь к нормализованному докризисному уровню, во всех странах, в первую очередь, в России. По итогам 1-го полугодия капзатраты Vimpelcom Ltd. составили 480 млн долл. – 17,7% от выручки.
- ▶ Руководство Vimpelcom Ltd. предварительно заявляет о возможности выплаты в качестве дивидендов 50% от свободного денежного потока в России и на Украине. Дивиденды будут выплачиваться два раза в год. Обсуждение дивидендной политики компании находится в финальной стадии, официальные заявления по данному вопросу возможны в октябре-ноябре. Менеджмент не уточнил, когда могут быть выплачены дивиденды.

Результаты Vimpelcom Ltd. за 2-й кв. 2010 г. по US GAAP, млн долл.

	2007	2008	2009	2К10	кв/кв	1К10
Выручка	7 171	10 117	8 703	2 642	18%	2 231
ЕБИТДА	3 597	4 860	4 324	1 263	18%	1 071
Рентабельность ЕБИТДА, %	50%	48%	50%	48%	0 п. п.	48%
Операционный денежный поток	3 037	3 421	3 513	1 001	25%	803
Капитальные вложения	-1 606	-2 391	-892	-270	29%	-210
Свободный денежный поток до финансирования	1 130	-4 097	2 603	1 496	150%	598
Всего активов	10 569	15 725	14 733	20 943	39%	15 032
Собственный капитал	5 412	4 389	4 389	10 644	98%	5 376
Совокупный долг, в том числе	2 767	8 443	7 353	6 333	-5%	6 648
доля краткосрочного долга, %	19%	23%	25%	24%	19%	20%
Денежные средства и эквиваленты	1 004	915	1 447	2 353	54%	1 530
Показатели						
Долг/Капитал, х	0,5	1,9	1,7	0,6	-	1,2
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	22	11	8	11	-	8
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,5	1,5	1,4	0,9	-	1,2
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	2,4	отр.	2,8	2,2	-	2,6

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

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



Андрей Богданов
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 43

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

Финансовый сектор

Группа ВТБ (ВВВ/Ваа1/ВВВ) – «загадки» отчетности за 2-й кв. 2010 г. по МСФО

Новость: Вчера Группа ВТБ представила консолидированные финансовые результаты деятельности во 2-м кв. 2010 г. по МСФО, которые оказались лучше прогнозов аналитиков. В частности, группе удалось продемонстрировать внушительный рост кредитного портфеля (gross, +10,9% за квартал), а также, пусть и небольшой, рост чистой процентной маржи (+30 б. п. до 5,5% во 2-м кв.), что идет в разрез с общерыночными тенденциями.

Тем не менее мы не считаем высокой вероятность того, что выход отчетности окажет влияние на котировки облигаций банка, особенно с учетом того факта, что до конца года первичное предложение новых заимствований с его стороны останется существенным. Из отдельных выпусков на текущих уровнях, на наш взгляд, привлекательными выглядят ВТБ 15 (УТМ 5,6% @ март 2015 г.) и ВТБ 18 (УТР 4,9% @ май 2013 г.) на внешнем долговом рынке и ВТБ БО-1/2/5 (УТМ 7,5% @ март 2013 г.) – на внутреннем.

Комментарий

Мы считаем нужным обратить внимание на следующие особенности финансовой отчетности ВТБ:

- ▶ **Рост кредитного портфеля группы во многом стал следствием единичных крупных сделок.** Напомним, в июне банк выдал кредит на 2,0 млрд долл. Украине, а также, по сообщениям СМИ, помог профинансировать сделку по покупке контрольного пакета Уралкалия в объеме 3,0 млрд долл. На долю данных сделок пришлось более половины совокупного прироста кредитного портфеля банка gross за квартал (+275,6 млрд руб.), что, таким образом, не позволяет пока сделать вывод о полноценном восстановлении объемов кредитования российской экономики со стороны банка.
- ▶ **Источник роста чистой процентной маржи ясен не до конца.** В условиях падающих на протяжении всего 2010 года ставок по новым кредитам и высокой склонности корпоративных заемщиков добиваться понижения ставок по сделанным в 2008-2009 гг. заимствованиям, ВТБ удалось во 2-м кв. 2010 г. удержать доходность кредитных операций на уровне 11,7% (-10 б. п. к 1-му кв. года против, к примеру, снижения на 150 б. п., зарегистрированного за аналогичный период у Сбербанка – с 13,4% до 11,9%). Одновременно с этим стоимость фондирования ВТБ на волне общерыночных факторов снизилась на 20 б. п. до 5,6%, что позволило банку продемонстрировать рост чистой процентной маржи на 30 б. п. до 5,5%.
- ▶ Руководство банка связывает данный феномен с высокой степенью взаимопроникновения корпоративного и инвестиционного бизнесов, что позволяет предлагать клиентам более комплексные и доходные для ВТБ продукты. К тому же у ВТБ оборачиваемость активов ниже, чем пассивов, следовательно, общая тенденция падающих ставок быстрее сказывается на стоимости фондирования банка.
- ▶ В то же время мы напоминаем, что еще в начале июня руководство ВТБ выражало надежду, что по итогам 2010 года показатель маржи не упадет ниже 4,6% (и лишь вчера данная оценка была повышена до 5,0%). Не исключено, что столь высокий уровень показателя во 2-м кв. стал в чем-то сюрпризом и для самого банка.
- ▶ **ВТБ намерен реализовать план по заимствованиям в 2010 году в полном объеме 5,0 млрд долл.,** из которых к настоящему моменту были освоены 2,9 млрд. В частности, не так давно в СМИ

фигурировали сообщения о готовности банка плотно изучить в сентябре вопрос размещения долларовых еврооблигаций. Таким образом, фактор нового первичного предложения, вполне возможно, будет оставаться одним из ключевых драйверов спреда между выпусками еврооблигаций ВТБ и Сбербанка на уровне около 70–80 б. п. при высокой прочности кредитных профилей обоих.

Основные показатели финансовой отчетности Группы ВТБ за 2-й кв 2010 г. по МСФО, млрд руб.

	2008	2009	1К10	2К10	1П10
Чистые процентные доходы	113,6	152,2	42,0	44,4	86,4
Чистые комиссионные доходы	16,3	21,0	5,1	6,7	11,8
Операционная прибыль	150,4	166,6	56,2	47,5	103,7
Операционные расходы	-67,5	-76,4	-22,2	-21,7	-43,9
Резервы	-63,2	-154,7	-15,5	-11,7	-27,2
Чистая прибыль (убыток)	4,6	-59,6	15,3	9,8	25,1
Денежные средства и эквиваленты	416,1	260,2	169,3		163,5
Средства в других банках	308,0	345,6	282,1		247,4
Ценные бумаги	259,9	400,7	326,7		319,1
Нетто кредитный портфель	2555,6	2309,9	2291,0		2553,3
Кредиты ЦБ	611,6	314,8	32,7		110,4
Средства других банков	388,7	287,0	309,0		336,6
Средства корпоративных клиентов	747,8	1092,3	1060,9		1137,8
Средства частных клиентов	354,1	476,5	493,6		551,0
Долговые ценные бумаги	560,1	485,7	535,1		528,5
Прочие заемные средства	237,1	156,1	128,8		127,4
Субординированный долг	226,3	195,3	185,6		186,4
Собственный капитал	392,1	504,9	520,5		524,1
Всего активов	3697,4	3610,8	3362,0		3627,8
Ключевые показатели					
Чистая процентная маржа (NIM), %	4,4%	4,7%	5,2%	5,5%	5,2%
Чистый процентный спред (NIS), %	4,1%	4,2%	4,6%	4,8%	4,6%
Расходы/Доходы, %	44,9%	45,9%	39,5%	45,7%	42,3%
Стоимость риска, %	3,0%	5,8%	2,3%	2,2%	2,2%
Нетто кредитный портфель/Депозиты, %	231,9%	147,2%	147,4%		151,2%
NPL/Кредиты, %	1,9%	9,8%	10,2%		9,5%
Реструктуризация/Кредиты, %	0,6%	11,8%	12,9%		10,7%
Резервы/Кредиты, %	3,6%	9,2%	9,8%		9,3%
Покрытие NPL резервами, %	188,1%	94,2%	96,1%		98,0%
Совокупная достаточность капитала (TCAR), %	17,3%	20,7%	22,2%		19,3%
Денежные средства/Активы, %	11,3%	7,2%	5,0%		4,5%

Источник: данные банка, расчеты Газпромбанк

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 74 74 (доб. 2 14 17)



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
03.09.2010	Оферта ВБД ПП-3	5 000
06.09.2010	Оферта КБ МИА-3	1 500
	Оферта НОК-3	1 000
	Оферта ТГК-2, 1	3 087
07.09.2010	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца, полгода	
08.09.2010	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	32 000
	Аукцион ОФЗ 26203	40 000
	Аукцион ОФЗ 25072	25 000
09.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
	Оферта СБ Банк-3	1 500
	Погашение Банк Русский стандарт-5	5 000
	Погашение Министерство финансов Самарской области 25002	2 000
	Погашение ТАИФ-Финанс-1	4 000
14.09.2010	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
15.09.2010	Уплата страховых взносов в фонды	
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	13 000
	Возврат фонду ЖКХ с депозитов банков	4 222
	Погашение ОБР-13	500 000
	Аукцион ОФЗ 25075	35 000
	Аукцион ОФЗ 25074	5 000
16.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
	Оферта ТехноНИКОЛЬ-Финанс-2	3 000
	Погашение ИРКУТ-3	3 250
	Погашение Сибирьтелеком-6	2 000
	Погашение ХКФ Банк-3	3 000

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
сентябрь	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
03.09.2010	Дикси Групп: неаудированная финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
06.09.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
07.09.2010	Globaltrans: финансовая отчетность	1П10 г.
07.09.2010	ММК: финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2010 г.
09.09.2010	Башнефть: финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
15.09.2010	АФК Система: финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
октябрь	ММК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	Мечел: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	НорНикель: финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
октябрь	НорНикель: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
11.10.2010	Х5: операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
15.10.2010	Евраз: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
19.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
конец октября	ТГК-1: операционные результаты	9М10 г.
16.11.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	9М2010 г.
18.11.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
середина ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М10 г.
ноябрь	ОГК-5: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
конец ноября	ТГК-1: финансовая отчетность по МСФО	9М10 г.
01.12.2010	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 г.

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

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Долговой рынок

Алексей Дёмин, СГА

+7 (495) 980 43 10

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Рустам Шихамедов

+7 (495) 428 50 69

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

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

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков

начальник департамента

+7 (495) 988 23 24

Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление торговлей и продаж инструментов фондового рынка

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Продажи

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Евгений Терещенко

+7 (495) 988 24 10

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Андрей Чичерин

директор

+7 (495) 983 19 14

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «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.