

# Ежедневный обзор долговых рынков от 14 января 2011 г.

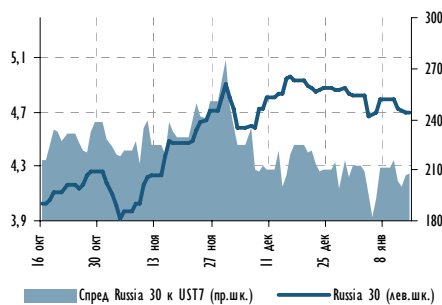


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,336	▲ 1,8%		-0,1%
USD/RUB	29,98	▼ -0,7%		-1,8%
Корзина валют/RUB	34,48	▲ 0,4%		-1,9%
<b>Денежный рынок</b>				
Корсчета, млрд руб.	712,8	▼ -222,7		-175,5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	990,4	▲ 220,4		420,9
MOSPRIME о/п	2,9	▼ 0,0		1,2
3М-MOSPRIME	4,1	▲ 0,0		0,0
3М-LIBOR	0,30	■ 0,0		0,0
<b>Долговой рынок</b>				
UST-2	0,58	▼ 0,0		0,0
UST-10	3,30	▼ -0,1		0,0
Russia 30	4,70	▼ 0,0		-0,1
Russia 5Y CDS	141	▲ 1,9		-4,2
EMBI+	231	▼ -4		-17
EMBI+ Russia	186	▼ -3		-13
<b>Товарный рынок</b>				
Urals, долл./барр.	95,17	▲ 0,0%		3,4%
Золото, долл./унц.	1373,8	▼ -1,0%		-3,3%
<b>Фондовый рынок</b>				
ТСX	1 878	▲ 0,5%		6,1%
Dow Jones	11 732	▼ -0,2%		1,3%
Nikkei	10 504	▼ -0,8%		2,7%

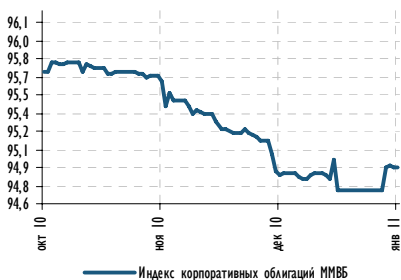
Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций.** После непродолжительного ралли в среду, в четверг котировки российских евробондов стабилизировались. В частности, «Тридцатка» продолжает торговаться в диапазоне 116,25–116,50%. В корпоративном сегменте появилось больше оферов.

► Мы сохраняем позитивный взгляд на рынок российских евробондов на фоне роста цен на нефть, а также позитивных ожиданий по рынку КО США.

► **Рублевый долговой рынок.** Рублевый долговой рынок явно оживился на фоне роста цен на нефть, укрепления курса рубля и наличия в системе 1,7 трлн руб. ликвидности. Вчера мы видели торговую активность в широком списке ликвидных бумаг, при этом котировки в среднем подросли в пределах 15–20 б. п.

► В нынешних условиях, денежно-кредитная политика ЦБ является главным риском для рынка облигаций, однако пока что очень мало определенности относительно того, что ЦБ может предпринять дальше (см. Темы российского рынка).

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- Слишком много «шортов» по евро
- Доходность Treasuries наконец-то пошла вниз

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Какие сигналы подает вчерашний аукцион ОБР?

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Банки копят на налоги
- 2010 г. не оправдал надежд на существенное сокращение оттока капитала

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- 16 января совет директоров Vimpelcom Ltd. (–/–/–) рассмотрит новую схему объединения с Wind Telecom
- ТМК (В/В1/–) меняет условия выпуска еврооблигаций ТМК2011 в преддверии нового выпуска евробондов

## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Публикация данных по инфляции в США за декабрь



## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

**Слишком много «шортов» по евро**

Вчера самые интересные события происходили, пожалуй, на рынке EUR/USD. В который раз европейская валюта преподносит неприятный и, очевидно, дорогостоящий сюрприз тем, кто спешит ее хоронить. За прошедшие сутки курс евро укрепился более чем на 2 цента и сегодня с утра держался на отметке 1,334 долл.

В качестве поводов для роста курса европейской валюты выступили успешные аукционы по размещению долгов Португалии и Испании, надежды на позитивные сдвиги в процессе совершенствования европейских коллективных механизмов финансовой безопасности, а также неожиданно агрессивные комментарии главы ЕЦБ Жан-Клода Трише относительно инфляции. В качестве движущей силы роста, вероятно, стало закрытие по стоп-лоссам коротких позиций по евро, коих с учетом нынешнего информационного фона на рынке скопилось, видимо, немало.

Между тем Трише в ходе пресс-конференции по итогам заседания ЕЦБ заявил, что рост инфляции в еврозоне может продолжиться. Он также дал понять, что повышение ставок является одной из возможных опций в данной ситуации; при этом решения по ставкам никак не связаны с мерами по поддержке банковской системы, которые следует рассматривать отдельно.

Относительно нашего мнения по курсу европейской валюты хотелось бы сказать следующее. Мы не были и не являемся «медведями» по паре EUR/USD, даже несмотря на все нынешние европейские проблемы. Текущие котировки кажутся нам вполне оправданными с учетом того, что с долларом, на наш взгляд, проблем не меньше, чем с евро. В числе этих проблем – QE, «двойной дефицит», а также вчерашнее заявление агентства S&P, которое вслед за Moody's сообщило, что не исключает понижения прогноза по рейтингу США в будущем. В этой связи мы полагаем, что пару EUR/USD в ближайшее время ждет скорее беспорядочная волатильность, чем какой-либо устойчивый тренд, а недоверие к обеим валютам продолжит поддерживать золото и, в меньшей степени, нефть и другие товарные рынки.

**Доходность Treasuries наконец-то пошла вниз**

Несмотря на довольно позитивный настрой на фондовых рынках, улучшающиеся ожидания по состоянию американской экономики, а также высказывания представителей S&P, доходность долгосрочных американских казначейских нот пошла вниз. В частности, ставка UST10 опустилась на 8 б. п. до отметки 3,30%.

У нас складывается впечатление, что на данных уровнях доходности все негативные для КО США ожидания уже заложены в цены, поэтому рынок ищет повод для снижения ставок. В частности, вчера спрос на КО США мог вырасти после завершения очередной серии аукционов Казначейства. Между тем ФРС продолжает скупать UST, и, как показали вчерашние данные формы H4.1, размер баланса ФРС на прошедшей неделе установил новый рекорд, вплотную приближаясь к отметке 2,5 трлн долл.

Мы по-прежнему ждем, что в среднесрочной перспективе доходности UST10 будут ниже, чем сейчас, чем поддержит котировки российских еврооблигаций.

Сегодня предстоит ряд интересных статистических публикаций по экономике США, из которых, на наш взгляд, наиболее важны данные по росту потребительских цен, розничным продажам и загрузке производственных мощностей.



## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

**Какие сигналы подает вчерашний аукцион ОБР?**

Несмотря на всю предсказуемость, вчерашние итоги размещения ОБР17 на 500 млрд руб. все же можно считать довольно любопытными. Несмотря на то что в системе скопилось ликвидности более чем на 1,7 трлн руб., крупнейшие банки (основные держатели ОБР) отказались вчера покупать трехмесячные ОБР. Всего было размещено бумаг на 3,8 млрд руб. под 3,38% (NDF 3М минус 10 б. п.). Отсутствие спроса на ОБР вполне объяснимо и говорит о следующих тенденциях.

Крупнейшие банки не видят смысла покупать ОБР на три месяца под ставку 3,38%, в то время как существует серьезная вероятность еще одного повышения депозитных ставок ЦБ на следующем заседании 24 января (судя по последним данным по инфляции). Тем более не имеет смысла брать ОБР на 3 месяца под 3,38%, когда недельный депозит ЦБ дает сейчас доходность в 3,0%. Не случайно, накануне с корсчетов в депозиты ушло более 200 млрд руб. Доходность по недельному депозиту практически та же, что и по ОБР, но при этом есть вероятность уже через две недели переразместить деньги по более высокой ставке.

Отдельный вопрос: зачем вообще ЦБ предлагает на аукционе ставку, заведомо не интересную ни дочерним банкам нерезидентов, ни госбанкам. Как таким образом можно стерилизовать ликвидность? А ведь именно для стерилизации ликвидности, вроде бы, и выпускаются ОБР.

Возможных ответов напрашивается два. Во-первых, ЦБ может подталкивать держателей ОБР к покупке ОФЗ. Во-вторых, последняя динамика курса рубля вновь заставила ЦБ задуматься о, казалось бы, давно неактуальной проблеме притока спекулятивного капитала на фоне высоких цен на нефть.

Подобное внутреннее противоречие нынешней денежно-кредитной политики (ставки по депозитам – повышаем, ставки по ОБР – не повышаем) может говорить об отсутствии в руководстве ЦБ четкого представления о том, что дальше делать со ставками. С одной стороны, инфляция явно требует действий, с другой – повышение процентных ставок (в особенности по депозитам) приведет либо к необходимости серьезного увеличения объема валютных интервенций, чего хочется избежать, либо к серьезному укреплению курса рубля – также нежелательного. Невозможное триединство в действии.

В таких условиях каждое заседание ЦБ (а также и любое время между ними) может стать источником сюрпризов и трудно предсказать, когда и какая ставка будет повышена.

На наш взгляд, в данном контексте наиболее оправдан был бы турецкий подход (если мы конечно не хотим отпустить рубль в свободное плавание прямо сейчас или же ввести валютный контроль). То есть, ЦБ следует прекратить повышать депозитные ставки, при этом стоит серьезно поднять ставки по инструментам предоставления ликвидности (прежде всего, РЕПО), а также резервные требования, добиваясь роста средних по году краткосрочных межбанковских ставок, пусть даже ценой их большей волатильности.

Что касается рынка облигаций, то он от этой неопределенности только выигрывает: в условиях избытка ликвидности, роста цен на нефть и укрепления курса рубля ожидания повышения ставок ЦБ являются чуть ли не единственной для рынка угрозой. В такой ситуации ЦБ, демонстрируя нерешительность, играет на руку покупателям рублевого долга, у которых становится меньше поводов бояться резкого и решительного подъема ставок.

Павел Пикулев  
pavel.pikulev@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)



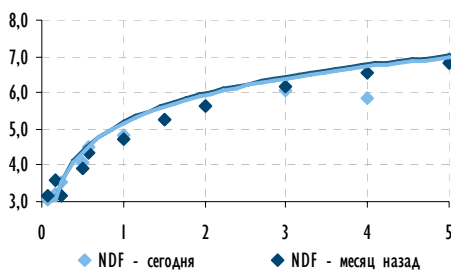
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Банки копят на налогах

Ситуация на денежном рынке остается довольно благоприятной: на это указывает снижение ключевых индикаторов стоимости заимствования. В частности, ставки по кредитам о/п для банков первого круга вчера находились преимущественно в диапазоне 2,0–2,5%, а сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 2,5–3,0%. Ставки по операциям однодневного РЕПО опустились на ММВБ еще на 5–15 б. п. и достигли уровней 2,95–3,20% – в зависимости от типа базового актива.

Объемы ликвидности в банковской системе остаются более чем комфортными: сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ вчера выросла на 20 млрд руб. – до 1,72 трлн руб. При этом, несмотря на наличие свободных средств, спрос на ОБР-17 оказался ничтожно малым: с учетом ставки отсечения на уровне 3,5% было размещено бумаг всего на 3,8 млрд руб. из предложенных 500 млрд руб. (подробнее о причинах – в *Темах российского рынка*).

Сегодня кардинальных изменений ситуации на рынке МБК мы не ожидаем: по всей видимости, в преддверии периода налоговых платежей банки продолжают поддерживать баланс ликвидных активов на уровнях, близких к текущим, в то время как уровень ставок о/п по фактическим сделкам вряд ли превысит доходность депозитов в ЦБ на сопоставимый срок (2,75%).

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

## 2010 г. не оправдал надежд на существенное сокращение оттока капитала

**Новость:** ЦБ оценивает чистый отток капитала из РФ в 2010 г. в 38,3 млрд долл., что почти на три четверти выше озвученных ранее прогнозов. При этом по сравнению с 2009 г. показатель сократился всего на 32,7%, хотя от посткризисного года ожидали гораздо большего.

**Комментарий:** Отметим ряд интересных, на наш взгляд, тенденций.

Во-первых, наиболее существенную долю в структуре оттока капитала по итогам 2010 г. составили такие статьи как не полученная своевременно экспортная выручка (28,9 млрд долл.) и чистые ошибки и пропуски (-5,4 млрд долл.). При исключении этих параметров отток капитала из России сокращается до 4,0 млрд долл.

Однако это не объясняет столь слабой динамики по сравнению с предыдущим годом, так же, как и ошибочных прогнозов ЦБ (значения данной статьи платежного баланса были распределены по кварталам более или менее равномерно), когда объем недополученной экспортной выручки оказался также достаточно высоким (27,1 млрд долл.).

Во-вторых, отток наблюдался в основном в корпоративном секторе, и преимущественно за счет наращивания активов за рубежом. Обязательства, несмотря на значительный объем долгов, по которым дата погашения наступила в четвертом квартале, немного увеличились; следовательно, значительная часть задолженности была рефинансирована. При этом роста обязательств перед иностранными игроками оказалось недостаточно, чтобы свести отток капитала на «нет».

Наконец, существенный негативный вклад в итоговый показатель оттока капитала внесло сальдо прямых иностранных инвестиций: при увеличении пассивов российских компаний на 28,6 млрд долл. сокращение активов зарубежных инвесторов в России составило 41,9 млрд долл. Подобному развитию событий, на наш взгляд, способствовали как низкий аппетит к риску в целом, так и сохранение неблагоприятного инвестиционного климата конкретно в России, где к тому же темпы роста реального сектора в 3–4 кварталах 2010 г. существенно замедлились.

В 2011 г. мы ожидаем реализации более оптимистичного сценария, чем в прошлом году. Высокие цены на нефть будут способствовать сохранению профицита внешней торговли, в то время как положительный дифференциал доходности между российским и



зарубежными рынками, в совокупности с тенденцией к укреплению рубля, может способствовать тому, что инвесторы обратят более пристальное внимание на рублевые активы. В результате мы ожидаем сокращения оттока капитала до нулевых отметок, а при ценах на нефть на уровне 95–100 долл. за баррель и отсутствии масштабных коллапсов в ключевых экономиках мира не исключаем формирования притока капитала на уровне 10–12 млрд долл. по итогам года.

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

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Vimpelcom Ltd.  
S&P/Moody's/Fitch – / – / –

### 16 января совет директоров Vimpelcom Ltd. рассмотрит новую схему объединения с Wind Telecom

**Новость:** По данным Коммерсанта и Ведомостей, в воскресенье 16 января совет директоров Vimpelcom Ltd. рассмотрит новую схему объединения компании с Wind Telecom (прежнее название Weather Investments) Нагиба Савириса. Коммерсант со ссылкой на неназванные источники сообщает, что, согласно новой схеме, Н. Савирис «возьмет на себя риски, связанные с предстоящей национализацией алжирского сотового оператора Orascom Telecom Algeria», при этом могут быть скорректированы параметры и сумма сделки.

Ведомости сообщают о том, что по новому варианту сделки Н. Савирис не получит мест в совете директоров объединенной компании. При этом новый вариант предусматривает увеличение доли Н. Савириса в объединенном Vimpelcom Ltd. за счет эмиссии в пользу Wind Telecom дополнительных привилегированных акций (объем эмиссии не уточняется). Привилегированные акции Vimpelcom Ltd. участвуют в голосовании наравне с обыкновенными, но по ним не выплачиваются дивиденды. По информации источников, Н. Савирису придется выкупить доэмиссию привилегированных акций (сумма не уточняется). Таким образом, общая денежная составляющая всей сделки будет меньше первоначально заявленных 1,8 млрд долл.

**Комментарий:** Мы видим высокую вероятность одобрения новых условий советом директоров Vimpelcom Ltd., так как они, по всей видимости, учитывают рекомендации, вынесенные советом директоров в конце декабря прошлого года, и смогут удовлетворить Telenor, представители которого на совете директоров голосовали против сделки. При этом позиция Н. Савириса по отношению к новым условиям сделки пока остается неясной. По информации Ведомостей, новые условия были предварительно согласованы с Wind Telecom, но Н. Савирис не делал никаких публичных заявлений о сделке с прошлого года.

С точки зрения возможного эффекта на торгуемые облигации Вымпелкома, на наш взгляд, важным моментом может быть пересмотр денежной составляющей сделки, так как это, очевидно, снижает риски роста левиреджа российской дочки ОАО «Вымпелком» и, как следствие, негативных рейтинговых действий со стороны S&P и Moody's, поставивших рейтинги компании на пересмотр после объявления о готовящейся сделке. Напомним, что в конце прошлого года новостные агентства сообщали о планах привлечения Вымпелкомом синдицированного кредита на 4 млрд долл. с последующим замещением новыми выпусками облигаций. Мы не исключаем роста в еврооблигациях Вымпелкома после опубликования решений советов директоров Vimpelcom Ltd. и Wind Telecom в начале следующей недели.

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

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



ТМК  
S&P/Moody's/Fitch B / B1 / –

### ТМК меняет условия выпуска еврооблигаций ТМК2011 в преддверии нового выпуска евробондов

**Новость:** ТМК сегодня опубликовала предложение держателям еврооблигаций, погашаемых в 2011 году, изменить некоторые параметры кредитного соглашения. В частности, предлагается увеличить размер разрешенной задолженности, ограничивающей возможности компании по увеличению долга после нарушения ковенанты (3,5x долг/ЕБИТДА), со 100 млн долл. до 270 млн долл. Кроме того, ТМК предлагает увеличить период, в течение которого компания может иметь дополнительный долг, привлеченный для целей рефинансирования, – с 5 до 30 дней до/после погашения соответствующего обязательства.

За согласие с предлагаемыми изменениями ТМК предлагает инвесторам премию в размере 0,25% номинала в случае выражения согласия до 21 января и 0,1% – до 2 февраля.

**Комментарий:** Мы рекомендуем держателям согласиться на предлагаемые изменения: на наш взгляд, они не ведут к существенному ухудшению позиций кредиторов и имеют чисто технический характер. Отметим сегодняшнее сообщение Bond Radar о том, что компания планирует провести встречи с инвесторами касательно нового выпуска бондов – очевидно, именно этим и вызваны намерения компании «ослабить» условия по существующим бумагам. Мы полагаем, что средства от размещения облигаций будут направлены на рефинансирование долга, так же, как и привлеченный в конце прошлого года кредит Альфа-Банка (15,1 млрд руб. на 6 лет). В 2011 году ТМК необходимо погасить 826 млн долл. обязательств, в 2012 году – еще около 1 млрд долл.

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



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
17.01.2011	Оферта <b>М-ИНДУСТРИЯ, 2</b>	1 500
	Оферта <b>Промтрактор-Финанс, 3</b>	5 000
	Уплата страховых взносов в фонды	
	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
18.01.2011	Оферта <b>Нижне-Ленское-Инвест, 3</b>	1 000
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю	
19.01.2011	Погашение <b>ОФЗ 25059</b>	41 000
	Размещение <b>ОФЗ 25076</b>	30 000
	Оферта <b>ФОРМАТ, 1</b>	1 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	11 420
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	30 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
20.01.2011	Уплата 1/3 НДС за 4-й квартал 2010 г.	
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
21.01.2011	Оферта <b>Интерград, 1</b>	900
	Оферта <b>Синергия, 3</b>	2 500
24.01.2011	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
25.01.2011	Уплата акцзов, НДСПИ	
	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю	
26.01.2011	Размещение <b>ОФЗ 25077</b>	30 000
	Оферта <b>ЛК Уралсиб, 5</b>	3 000
	Оферта <b>Промтрактор-Финанс, 3</b>	5 000
	Купонные выплаты по <b>ОФЗ 25072</b>	5 348
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	70 000
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
27.01.2011	Погашение <b>Газпромбанк, 1</b>	5 000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
28.01.2011	Уплата налога на прибыль	
31.01.2011	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 000
	Аукцион РЕПО сроком 3 месяца	
01.02.2011	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
02.02.2011	Купонные выплаты по ОФЗ	5 919
	Размещение <b>ОФЗ 26204</b>	30 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
03.02.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
08.02.2011	Оферта <b>Группа АСР, 2</b>	5 000
	Погашение <b>ГАЗ-финанс, 1</b>	5 000
	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
09.02.2011	Погашение <b>Банк Русский стандарт, 6</b>	6 000
	Размещение ОФЗ	40 000
	Частичное погашение <b>ОФЗ 46002</b>	15 500
	Оферта <b>М-ИНДУСТРИЯ, 2</b>	1 500
	Купонные выплаты по ОФЗ	14 338
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	
10.02.2011	Погашение <b>Трансмашхолдинг, 2</b>	4 000
	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
11.02.2011	Оферта <b>АИЖК, 20</b>	5 000
	Оферта <b>Банк Москвы, 2</b>	10 000
	Оферта <b>Фортум, 2</b>	5 000
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44  
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Металлургия

**Сергей Канин**  
+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

#### 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

#### Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**  
+7 (495) 980 43 89

#### 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 Дёмкин, CFA**  
начальник управления  
+7 (495) 980 43 10  
Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

**Павел Пикулев**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Кредитный анализ

**Яков Яковлев**  
+7 (495) 988 24 92  
**Юрий Тулинов**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шапшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11  
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03  
**Артем Спасский**  
+7 (495) 989 91 20  
**Светлана Голодинкина**  
+7 (495) 988 23 75

#### Трейдинг

**Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988 24 11

### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**  
директор  
+7 (495) 988 24 48

### Управление электронной торговли

**Максим Малетин**  
начальник управления  
+7 (495) 983 18 59  
+8 (800) 200 70 88  
broker@gazprombank.ru

#### Продажи

**Александр Лежнин**  
+7 (495) 988 23 74  
**Никита Иванов**  
+7 (495) 989 91 29

**Анна Нифанова**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

#### Трейдинг

**Денис Филипов**  
+7 (495) 428 49 64

**Дамир Терентьев**  
+7 (495) 983 18 89

**Тимур Зубайраев**  
+7 (495) 913 78 57

### 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) 719 17 74

**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) 428 49 80

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.