

Ежедневный обзор долговых рынков от 22 ноября 2011 г.

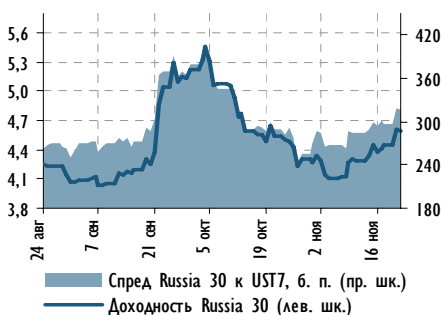


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,349 ▼	-0,3%	0,8%
USD/RUB	31,16 ▲	1,0%	2,0%
Корзина валют/RUB	36,11 ▲	1,1%	2,7%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	668,8 ▼	-48,8	-219,5
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	137,9 ▲	26,3	-431,7
MOSPRIME о/п	5,4 ▲	0,1	3,7
3М-MOSPRIME	6,8 ▼	0,0	2,8
3М-LIBOR	0,50 ▲	0,0	0,2
Долговой рынок			
UST-2	0,26 ▼	0,0	-0,3
UST-10	1,96 ▼	-0,1	-1,3
Russia 30	4,60 ▲	0,2	-0,2
Russia 5Y CDS	266 ▲	26,3	120,0
EMBI+	387 ▲	13	139
EMBI+ Russia	307 ▲	16	108
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	107,20 ▼	-0,5%	16,5%
Золото, долл./унц.	1677,3 ▼	-2,7%	18,1%
Фондовый рынок			
ТС	1 425 ▼	-4,7%	-19,5%
Dow Jones	11 547 ▼	-2,1%	-0,3%
Nikkei	8 278 ▼	-0,8%	-19,1%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Вчерашний день можно считать отличной иллюстрацией пословицы «беда не приходит одна»... Негативные новости поступали со всех сторон. Возглавляет список (пусть и ожидаемое) заявление представителей американских демократов и республиканцев о неспособности пока достичь договоренности об источниках изыскания 1,2 трлн долл. для сокращения дефицита бюджета в течение 10 лет (вышло уже после закрытия бирж). Заслуживают также внимания новости о пересмотре Министерством финансов Германии прогноза роста национальной экономики до 0,5–1,0% в следующем году, равно как и заявление агентства Moody's об обеспокоенности ростом стоимости заимствований для Франции. На этом фоне вчерашняя статистика по продажам домов в США, превзошедшая ожидания рынка, выглядит каплей в море.
- ▶ Специфика нынешней ситуации состоит в том, что большинство возможных источников негатива уже известны участникам рынка. Другое дело, что их количество зашкаливает (суверенные долги стран PIIGS и их способность реализовывать austerity measures / бюджетная дисциплина и суверенные рейтинги крупнейших развитых стран / экономическая рецессия (как минимум в Еврозоне) / устойчивость мировой финансовой системы и т.д.) – и никогда нельзя знать, откуда поступит новая негативная новость.
- ▶ В подобных условиях, безусловно, инвесторам остается идти в активы, считающиеся безрисковыми, – так, доходность UST10 вчера снизилась на 4 б.п. до 1,96% – и стараться ухватывать крупницы «негативных» новостей. Сегодня такими крупницами могут стать решение агентств Moody's и S&P не понижать суверенный рейтинг США вслед за очередным провалом бюджетных переговоров между республиканцами и демократами и заявление Fitch о том, что оно, скорее всего, ограничится понижением прогноза по рейтингу страны на «негативный».
- ▶ **Российские еврооблигации** на этом фоне ожидаемо продавали – RUSSIA 30 завершала день на отметке 116,375% от номинала (против 117,50% вечером пятницы), VIP22 распродали до 84,75% (85,875% соответственно). Не избежали подобной участи и **рублевые долги** - выпуски ОФЗ потеряли в цене в среднем до 50 б.п., котировки корпоративных инструментов также преимущественно снижались.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Вся надежда на аукционы

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **МТС (BB-/Ba2/BB+)**: сильные результаты за 3К11 по US GAAP

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- ▶ **Москва** может пересмотреть порядок размещения временно свободных средств городского бюджета: любые банки с капиталом более 30 млрд руб. и рейтингами не ниже категории «BBB-/Ba2/BB+» будут иметь возможность привлекать ресурсы. Потенциально негативно для **Банка Москвы (-/Ba2/BBB-)** – существенного получателя средств в настоящее время

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Россия**: депозитный аукцион Минфина объемом 95 млрд руб.
- ▶ **США**: вторая оценка динамики ВВП в 3К11 (17:30 мск), протоколы заседания FOMC (23:00 мск)



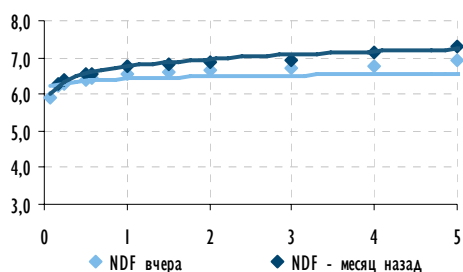
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Вся надежда на аукционы

Выплаты трети начисленного по итогам третьего квартала НДС прошли в понедельник без существенных потрясений. Банки нарастили задолженность по операциям прямого однодневного РЕПО на 38,4 млрд руб. (до 228 млрд руб.), однако этого оказалось недостаточно, чтобы сохранить объем ликвидных активов неизменным. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ за день сократилась на 22,5 млрд руб., в результате чего нетто-отток ликвидности в связи с налоговыми выплатами можно оценить примерно в 60,8 млрд руб. Учитывая то, что объем НДС к выплате мы оцениваем в 200–220 млрд руб., 140–160 млрд руб. должны были поступить из бюджета в виде расходов, компенсировав тем самым отток средств из банковской системы.

Стоимость заимствования на рынке МБК в понедельник находилась в довольно широком диапазоне 4,0–5,5%, а сегодня утром кредитные организации выставляют котировки на уровне 4,75–5,25% (ставки о/п для банков первого круга). Сегодня ЦБ проведет аукцион РЕПО на 7 дней, спрос в рамках которого, вероятно, окажется довольно высоким. Кроме того, депозитный аукцион сегодня проведет Минфин: ведомство предложит банкам рефинансировать имеющуюся задолженность по инструменту (погашение очередного депозита состоится в среду) на сумму 95 млрд руб. до 7 декабря. Учитывая более высокую ставку Минфина (минимальная стоимость бюджетных средств на аукционе установлена на уровне 5,85%, в то время как недельные средства под залог ценных бумаг в ЦБ можно получить под 5,26%), банки, вероятно, продолжат реструктурировать задолженность, рефинансируя обязательства в ЦБ, а не в Минфине.

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

МТС
S&P/Moody's/Fitch
BB/Ba2/BB+

МТС: сильные результаты за 3К11 по US GAAP

Новость: МТС вчера опубликовали финансовые итоги 3К11 по US GAAP и провели телеконференцию для инвесторов. В целом кредитный профиль компании остается сильным, в том числе благодаря консервативной рыночной стратегии в России, обеспечивающей довольно устойчивую (особенно по сравнению с конкурентами) динамику рентабельности, а также умеренному левериджу.

Мы не исключаем, что в начале следующего года успешное погашение короткого выпуска MOBTEL12 станет драйвером роста интереса к длинному выпуску MOBTEL20, что позволит бумаге сократить текущие премии к корпоративным выпускам «investment grade» (например, премия к TMENRU20 сейчас превышает 160 б.п.). В то же время на текущий момент более интересной идеей нам представляется покупка длинных выпусков Вымпелкома, которые сейчас торгуются с рекордными, и, на наш взгляд, фундаментально необоснованными премиями к MOBTEL20 – 215–235 б.п. в терминах Z-Спреда.

Комментарий: Наши основные выводы из опубликованных цифр представлены ниже:

Выручка и прибыль: устойчивая динамика рентабельности. Выручка компании в 3К11 выросла на 5% кв/кв и на 13% г/г, EBITDA – на 11% кв/кв и на 9% г/г. Консолидированная норма прибыли EBITDA выросла на 2,3 п.п. кв/кв до 44%, рентабельность российского сегмента – на 2,4 п.п. до 45,1%, что компания объясняет не только влиянием сезонных факторов (рост деловой активности в 3-м квартале), но и позитивными изменениями в операционном бизнесе: ростом объема услуг с высокой добавленной стоимостью, улучшением прибыльности фиксированной связи, а также снижением комиссионных вознаграждений по мере снижения продаж сим-карт и увеличения доли реализации через собственную торговую сеть.

Динамика рентабельности МТС в России выгодно отличает компанию от одного из основных конкурентов – Вымпелкома, норма прибыли EBITDA которого в России в 3К11 снизилась до 40% (-7 п.п. г/г, против -0,4 п.п. у МТС). В то же время разница является прямым следствием разной стратегии на рынке в текущем году: количество абонентов сотовой связи МТС в России во 2-3К11 снижалось, и год к году рост в 3К11 составил всего 0,6%, против 10% г/г у Вымпелкома.

Денежный поток: основные траты по инвестициям еще впереди. В 3К11 МТС сгенерировала 615 млн долл. свободного денежного потока (около 1,5 млрд долл. за 9М11). Средства главным образом были направлены на финансирование дивидендов за 2010 год – общий объем выплат в 3К11 превысил 1 млрд долл. Помимо собственных средств МТС использовала и заемные источники: чистый объем привлечений по отчету о движении денежных средств составил 550 млн долл. в 3К11. В том числе в июле компания продала «в рынок» облигации выпуска МТС-2 на 6,3 млрд руб., которые до этого были выкуплены по оферте.

Несмотря на некоторое ускорение реализации инвестиционной программы в 3К11, существенный объем запланированных инвестиций МТС по-прежнему приходится на 4-й квартал. Компания подтвердила прогноз по капитальным вложениям на 2011 год на уровне 22–24% выручки (2,7–3 млрд долл., исходя из текущего консенсус-прогноза Bloomberg), тогда как за 9М11 было проинвестировано лишь 1,5 млрд долл. (16,1% выручки).

Ждем сокращения имеющейся «подушки ликвидности» по итогам года. Дополнительное давление на денежный поток в 4К11 окажет финансирование M&A сделок: в октябре МТС объявили о приобретении оператора кабельного телевидения и ШПД в Татарстане (сумма сделки – 180 млн долл., учитывая чистый долг приобретаемой компании). Кроме того, в декабре компания планирует закрыть сделку по покупке 29% МГТС у АФК «Система» (21 млрд руб. включая долг, или около 673 млн долл.). «Пик» инвестиционных расходов в 4К11 вероятно приведет к сокращению подушки ликвидности на балансе (порядка 1,5 млрд долл. на 30/09/11) по итогам года. При этом, учитывая крупные выплаты по долгу в начале 2012 г. (погашение MOBTEL12 в январе на 400 млн долл.), мы не



исключаем, что компания вновь прибегнет к заемным источникам – хотя, вероятно, в довольно ограниченном объеме: в ходе конференц-звонка менеджмент заявил, что компания не планирует существенных новых привлечений в среднесрочной перспективе.

Динамика долга отражает «валютную переоценку». Несмотря на чистые привлечения в 3К11, долг по балансу в 3К11 сократился на 200 млн долл., что отражает эффект валютной переоценки: почти 80% долга МТС номинировано в рублях (курс доллара к рублю за квартал вырос на 15%). В терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» левверидж составил 1,1х.

В ходе конференц-звонка менеджмент вновь уверил, что компания планирует в срок погасить выпуск MOBTEL12 в январе 2012 г., в то же время не предоставив дополнительных подробностей. Мы полагаем, что успешное исполнение обязательств по бумаге, ставшей предметом опасений инвесторов в текущем году (из-за незаконченной судебной тяжбы с компанией Nomihold Securities), должно стать поводом для роста интереса к длинному выпуску компании – MOBTEL20.

МТС: финансовые показатели по US GAAP, млн долл.

	2009	2010	3К11	кв/кв	2К11	9М11	г/г	9М10
Выручка	9 867	11 293	3 275	5%	3 128	9 337	13%	8 298
ЕБИТДА	4 486	4 863	1 442	11%	1 304	3 882	5%	3 714
Рентабельность ЕБИТДА, %	45,5%	43,1%	44,0%	2,3 п.п.	41,7%	41,6%	3,2 п.п.	44,8%
Операционный денежный поток	3 596	3 617	1 319	73%	761	2 988	9%	2 740
Капитальные вложения	-2 328	-2 647	-704	34%	-528	-1 511	57%	-963
Свободный денежный поток	1 268	970	615	163%	234	1 478	-17%	1 777
Всего активов	15 749	14 478	14 219	-8%	15 382	14 219	-2%	14 446
Собственный капитал	4 351	4 157	3 748	4%	3 609	3 748	-15%	4 397
Совокупный долг, в том числе	8 350	7 161	7 250	-3%	7 450	7 250	12%	6 476
доля краткосрочного долга, %	24%	11%	15%	7 п.п.	8%	15%	-12 п.п.	27%
Денежные средства и эквиваленты	2 728	1 261	1 473	20%	1 223	1 473	-32%	2 161
Показатели, х								
Долг/Капитал, х	1,9	1,7	1,9	-	2,1	1,9	-	1,5
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	7,8	6,3	7,9	-	8,1	7,9	-	8,4
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,3	1,2	1,1	-	1,3	1,1	-	0,9
Долг/Свободный денежный поток, х	6,6	7,4	10,8	-	10,4	10,8	-	2,6

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
22.11.11	Депозитный аукцион Минфина сроком до 7 декабря	95 000
23.11.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	95 000
	Аукцион 10-летних ОФЗ	10 000
25.11.11	Уплата акцизов, НДС	
28.11.11	Уплата налога на прибыль	
	Оферта РЖД, 12	15 000
29.11.11	Погашение Интегра-Финанс, 2	3 000
30.11.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	38 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	3 231
01.12.11	Оферта МОЭК, 1	6 000
	Оферта ТКС Банк БО-2	1 500
	Оферта Меткомбанк, 1	900
05.12.11	Оферта Внешпромбанк БО-1	3 000
07.12.11	Возврат Минфину средств с депозитов банков	73 210
	Аукцион 6-летних ОФЗ	10 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	2 572
08.12.11	Оферта Россельхозбанк, 5	10 000
	Оферта Райффайзенбанк, 4	10 000
	Оферта ЧТПЗ БО-1	5 000
09.12.11	Оферта ВТБ-Лизинг Финанс, 7	5 000
14.12.11	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 000
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	226 950
15.12.11	Уплата страховых взносов в фонды	

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
29.11.11	ТМК: финансовые результаты по МСФО	9М11
30.11.11	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	3К11
08.12.11	Башнефть: финансовые результаты по МСФО	3К11
декабрь 2011	Русгидро: финансовые результаты по МСФО	9М11

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00 доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодкинская

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ППБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ППБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ППБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ППБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.