

Ежедневный обзор долговых рынков от 13 марта 2012 г.

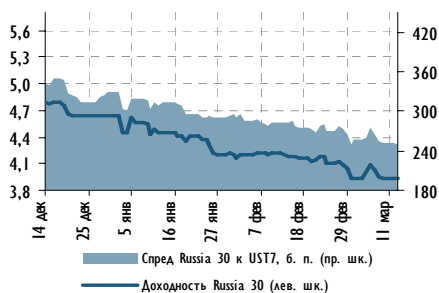


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1,316	▲ 0,2%		1,5%
USD/RUB	29,60	▲ 0,6%		-7,9%
Корзина валют/RUB	33,81	▲ 0,8%		-7,3%
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	744,2	▲ 80,2		-403,2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	95,5	▲ 2,2		-113,2
MOSPRIME о/п	5,4	▲ 0,5		-0,2
3М-MOSPRIME	6,8	▲ 0,0		-0,5
3М-LIBOR	0,47	■ 0,0		-0,1
Долговой рынок				
UST-2	0,32	▲ 0,0		0,1
UST-10	2,03	▲ 0,0		0,2
Russia 30	3,94	▲ 0,0		-0,7
Russia 5Y CDS	177	▼ -1,7		-97,8
EMBI+	317	▼ -3		-59
EMBI+ Russia	243	■ 0		-78
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	123,29	▼ -0,6%		16,6%
Золото, долл./унц.	1701,3	▼ -0,7%		8,8%
Фондовый рынок				
PTS	1 714	▲ 2,2%		24,0%
Dow Jones	12 960	▲ 0,3%		6,1%
Nikkei	9 890	▼ -0,4%		17,0%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММББ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Центральным событием понедельника стали итоги встречи министров финансов еврозоны, которые приняли решение о выделении второго пакета помощи (130 млрд евро), после того как был завершен обмен долга, выпущенного по греческому законодательству. На этой неделе МВФ должен будет принять решение о выделении своей части помощи.
- ▶ В то же время внимание министров финансов начало смещаться к рутинным проблемам других стран из зоны риска (GIIPS), в частности к сокращению бюджетного дефицита Испании, которая ранее призналась, что не может выполнить установленные ограничения на этот год в 4,4% ВВП и предлагала увеличить этот предел до 5,8%. Похоже, компромисс будет найден в районе 5,3%, что грозит стране еще большим снижением темпов роста экономики и увеличением безработицы.
- ▶ Рынки в целом позитивно восприняли результаты встречи. Основные фондовые индексы закрылись вчера в небольшом плюсе. С утра фьючерсы на заокеанские индексы находились в положительной зоне. Доходность UST10 (2,04%) прибавила еще 1 б.п., курс евро укрепился выше отметки 1,31 и сегодня с утра торгуется в районе 1,3180 дол.
- ▶ Вчера активность в **российском секторе** была высокой, хотя по итогам дня котировки изменились незначительно, показав разнонаправленную динамику. RUSSIA 30 (YTM 3,94%) закрылась немногим ниже 120%, российский CDS-спред сузился до 177 б.п. (-2 б.п.) – минимального значения с 5 августа прошлого года.
- ▶ На валютном рынке вчера торги проходили в режиме повышенной волатильности: курс корзины начал день с уровней выше предыдущего закрытия, снижавшись в первую половину дня, однако затем вернулся к отметке 33,8 руб. – т.е. к значениям, которые предшествовали длинным выходным в России.
- ▶ В **рублевых облигациях**, тем не менее, вчера можно было наблюдать покупки: котировки длинных ОФЗ-26205, 26206 выросли в пределах 15 б.п., новая семилетняя бумага 26208 подросла на 27 б.п., в корпоративном сегменте выпуск ФСК-15 прибавил в цене 20 б.п.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Налоговый период не за горами – самое время начать готовиться

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ МТС (BB/Ba2/BB+): результаты по US GAAP за 2011 год
- ▶ НОВАТЭК (BBB-/Baa3/BBB-): телеконференция по итогам 2011 г.

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- ▶ Совет директоров **ОАО «РЖД» (BBB-/Baa1/BBB)** утвердил программу рублевых облигаций на 90 млрд руб. Ожидаемое событие (Интерфакс)

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Германия:** индекс потребительской уверенности ZEW (14:00 мск)
- ▶ **США:** решение FOMC по ставке (22:15 мск)



МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Налоговый период не за горами – самое время начать готовиться

Ситуация на российском денежном рынке постепенно становится более напряженной. В частности, вчера на двух аукционах однодневного РЕПО с ЦБ банки привлекли 83,5 млрд руб. (против 20,5 млрд руб. в воскресенье). Ставки по кредитам о/п под залог облигаций по ММВБ подскочили вчера до 5,32% годовых (5,06% накануне).

Наиболее логичное объяснение – стартующий совсем скоро очередной налоговый период (на грядущий четверг приходится уплата страховых взносов в фонды). С учетом его близости, вполне логичным выглядела бы дальнейшая повышательная динамика ставок денежного рынка (4,65–5,25% годовых для банков 1-го круга сегодня с утра) и сохранение спроса на инструменты рефинансирования ЦБ (так, в следующий понедельник состоится аукцион 3-месячного РЕПО). На сегодняшнее утро чистая ликвидная позиция банков и так находится в отрицательной зоне, составляя, по нашим подсчетам, -59,2 млрд руб. (-78,3 млрд руб. вчера).

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

МТС
S&P/Moody's/Fitch

BB/Ba2/BB+

МТС: результаты по US GAAP за 2011 год. Нейтрально

Новость: Компания «МТС» вчера представила свои финансовые результаты за 2011 год по US GAAP.

Наши основные выводы из представленных цифр:

Хорошая динамика выручки и прибыли. Консолидированная выручка компании за период составила 2,98 млрд долл., не изменившись к уровню годичной давности и снизившись на 9% к предыдущему кварталу на фоне влияния сезонных факторов. Доходы от услуг мобильной связи в России выросли на 7,6% г/г, что сопоставимо с темпами роста у Мегафона и подтверждает сохранение МТС сильных позиций на российском рынке.

Консолидированный показатель EBITDA за квартал составил 1,28 млрд долл., рентабельность по EBITDA выросла на 5 п.п. г/г до 43%, превысив ожидания рынка. На норму прибыли позитивно сказалось улучшение структуры выручки в конце года, когда компания сократила долю дешевого низкомаржинального оборудования в продажах розничной сети. Общая рентабельность по EBITDA российского мобильного сегмента (включает услуги связи и продажу оборудования) в 4К11 составила 43,2% по сравнению с 37,7% годом ранее.

Компания представила осторожный прогноз операционных показателей на 2012 год. При сохранении нынешней макроэкономической конъюнктуры рост консолидированной выручки ожидается в пределах 5–7% в рублевом эквиваленте по сравнению с 9% в 2011 году. МТС планируют сохранить органические темпы роста в 5–7% в 2013–2015 гг. Рентабельность по EBITDA прогнозируется в диапазоне 40–42% по сравнению с 41,8% в 2011 г., а в долгосрочной перспективе – выше 40%.

Капитальные затраты останутся в пределах 20–22% от выручки, а в 2013–2015 сократятся до 15–18%. В 2012 г. компания планирует завершить строительство сети 3G в России. На эти цели (включая увеличение транзитных мощностей) будет направлено порядка 60–65% всего годового объема капитальных затрат. Инвестиции в сеть четвертого поколения в 2012 г. планируются в незначительном объеме, основные затраты на этот проект придутся на последующие годы.

Денежные потоки и долговая нагрузка. Чистый денежный поток МТС в 4К11 был отрицательным (-213 млн долл.) на фоне уже традиционного для компании пика инвестиционных расходов в конце года: капитальные

вложения превысили 1 млрд долл., что составляет более 40% от годовой цифры. Кроме того, компания направила порядка 840 млн долл. на приобретения: в 4К11 были закрыты сделки по покупке 100% доли в компании Sistema Inventure, владеющей 29% пакетом в МГТС (21 млрд руб. с учетом долга), а также оператора ШПД и кабельного телевидения в Татарстане (180 млн долл. с учетом долга).

Компания частично профинансировала расходы из заемных источников: совокупный долг увеличился почти на 1,5 млрд долл. до 8,715 млрд долл. после привлечения кредитных линий Сбербанка. При этом часть привлеченных средств осталась на балансе в качестве резерва под погашения / рефинансирование долга в 1К12: в январе МТС погасила выпуск еврооблигаций на 400 млн долл., а в феврале рассчиталась по кредиту Газпромбанка на 15,2 млрд руб. Ливеридж в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» вырос с 1,1х на 30/09/11 до 1,3х на конец прошлого года. Во 2–4К12 компании предстоит погасить всего 710 млн долл., из них большая часть – рублевые облигации МТС-5 (15 млрд руб.), по которым предстоит оферта в июле.

В ходе конференц-звонка менеджмент отметил следующее:

- ▶ В 2012 г. рентабельность ЕБИТДА может оказаться под некоторым давлением в связи с полным переходом компании на новую модель расчетов с дилерами, которая предполагает разделение доходов от новых абонентов по сравнению с фиксированным размером вознаграждения по прежней схеме.
- ▶ В обозримом будущем компания намерена развиваться на существующих рынках и не планирует активную географическую экспансию.
- ▶ Размер дивидендов за 2011 год будет определен в соответствии с существующей дивидендной политикой, которая предполагает выплату не менее 50% от чистой прибыли. При этом за последние пять лет дивидендные выплаты МТС фактически составили 60–78% от чистой прибыли.
- ▶ Компания не планирует выходить на рынок еврооблигаций в этом году, при этом не исключено что МТС может привлечь средства на рынке рублевого долга.

Основные финансовые показатели МТС по US GAAP, млн долл.

	2009	2010	2011	4К11	кв/кв	3К11
Выручка	9 867	11 293	12 319	2 982	-9%	3 275
ЕБИТДА	4 486	4 863	5 163	1 281	-11%	1 442
Рентабельность ЕБИТДА, %	45,5	43,1	41,9	43,0	-1 п.п.	44,0
Операционный денежный поток	3 596	3 617	3 849	861	-35%	1 319
Капитальные вложения	-2 328	-2 647	-2 584	-1 074	52%	-704
Свободный денежный поток	1 268	970	1 265	-213	-135%	615
Всего активов	15 749	14 478	15 318	15 318	8%	14 219
Собственный капитал	4 351	4 157	3 571	3 571	-5%	3 748
Совокупный долг, в том числе	8 350	7 161	8 715	8 715	20%	7 250
доля краткосрочного долга, %	24	11	13	13	-2 п.п.	15
Денежные средства и эквиваленты	2 728	1 261	1 937	1 937	31%	1 473
Показатели						
Долг/Капитал, х	1,9	1,7	2,4	2,4	-	1,9
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	9,6	7,0	8,7	8,8	-	7,9
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,3	1,2	1,3	1,3	-	1,1
Долг/Свободный денежный поток, х	6,6	7,4	6,9	6,9	-	10,8

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Комментарий: Мы оцениваем финансовые результаты МТС за 4К11 как в целом нейтральные. МТС сохраняют хорошие темпы роста выручки в мобильном сегменте в России, оставаясь при этом наиболее высокорентабельным оператором «большой тройки». Хотя осторожный



прогноз компании на 2012 год может быть воспринят как негативный сигнал относительно перспектив развития бизнеса, на наш взгляд, замедление темпов роста выручки по сравнению с 2011 г. будет вызвано объективными причинами: замедлением роста в сегменте передачи данных, переориентацией розничной сети на продажи высокомаржинальных продуктов. При этом некоторое негативное влияние на рентабельность в связи с переходом на новую модель расчетов с дилерами должно носить временный характер, а в среднесрочной перспективе, наоборот, способствовать улучшению «качества абонентской базы» МТС за счет увеличения ARPU и снижения показателя оттока.

В целом финансовые результаты вряд ли могут повлиять на котировки торгуемых облигаций компании. Выпуск евробондов MTS20 торгуется с премией порядка 90 б.п. к кривой Газпрома (в терминах Z-спредов), и мы не видим потенциала ее сужения с текущих уровней.

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

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

НОВАТЭК
S&P/Moody's/Fitch

BBB-/Baa3/BBB-

НОВАТЭК: телеконференция по итогам 2011 г.

Комментарий: НОВАТЭК провёл телеконференцию для инвесторов по результатам 4К11. Мы хотели бы обратить внимание на следующие моменты, обсуждаемые в ходе телеконференции:

- ▶ Компания оставила без изменения свой прогноз добычи газа на 2012 год, рост добычи ожидается на уровне 6–7% г/г, добыча может достичь 55–56 млрд кубометров. Напомним, в 2012 году компания в очередной раз планирует увеличить мощности Юрхаровского месторождения еще на 4 млрд кубометров, что позволит нарастить мощности месторождения до 37 млрд кубометров в год, а мощность всей компании – до 57–59 млрд кубометров в год. Это выше наших прогнозов, согласно которым НОВАТЭК нарастит добычу на 3% в 2012 году.
- ▶ Прогноз компании по капзатратам – 50 млрд руб.; 33% от этой суммы (16,5 млрд руб.) будет потрачено на развитие Юрхаровского месторождения, 30% (15 млрд руб.) – на терминал и инфраструктуру в Усть-Луге, 22% (11 млрд руб.) – на поддерживающие вложения в текущие добывающие месторождения, которыми управляет дочернее общество «Таркосаленефтегаз», еще 11% (5,5 млрд руб.) – на дальнейшую постройку Пууровского ЗПК. Ямал-СПГ, СеверЭнергия и Сибнефтегаз не включены в эти затраты. Мы отмечаем, что это чуть превышает наш прогноз по капвложениям компании в 2012 году (48 млрд руб.) и не окажет значительного влияния на оценку компании.
- ▶ В настоящее время компания не планирует выпускать долговые инструменты – операционного денежного потока достаточно для финансирования инвестиционной программы. В то же время компания не исключает заимствования в случае M&A сделок.
- ▶ Относительно повышения темпов роста НДПИ на газ до 80% от уровня повышения регулируемых цен на газ, менеджмент компании не считает этот сценарий реалистичным и напоминает, что уже несколько раз рынок обсуждал сценарии резкого повышения вышеупомянутого налога, которые не были реализованы. Компания отмечает, что летом этого года правительство приступит к рассмотрению нового трехлетнего бюджета, которое может иметь решающее значение при определении дальнейшего темпа роста НДПИ на газ.
- ▶ Компания ведет переговоры о маркетинге своего газа в Европу, при этом подчеркивает, что конкретных планов по реализации газа в



Европе и контрактов, даже предварительных, не существует.

- ▶ Компания начала предварительный поиск покупателей для своего СПГ с проекта Ямал-СПГ, что является очередным косвенным подтверждением нашего позитивного взгляда на перспективы реализации этого проекта.
- ▶ НОВАТЭК подтвердил, что доля конечных потребителей газа в структуре продаж вырастет до 70–75% в 2012 году, с 55% в 2011 году.

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

Александр Назаров
Alexander.Nazarov@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 81



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
13.03.12	Погашение Ростелеком, 3	3 000
14.03.12	Возврат Минфину средств с депозитов банков	10 000
	Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	3 500
	Аукцион ОФЗ 26206	17 970
15.03.12	Погашение Кокс, 2	5 000
	Оферта ТГК-1, 1	4 000
	Оферта Национальный стандарт, 1	1 500
	Уплата страховых взносов в фонды	
16.03.12	Погашение Разгуляй-Финанс, 3	3 000
19.03.12	Аукцион прямого РЕПО с ЦБ, срок 3 месяца	
20.03.12	Уплата 1/3 НДС за 4-й кв. 2011 г.	
21.03.12	Погашение Татфондбанк, 5	2 000
	Возврат ЦБ средств 3-месячного РЕПО, аукцион 19.12.11 г.	54 818
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	67 400
	Аукцион ОФЗ 26205	35 200
22.03.12	Купонные выплаты по ОФЗ	5 610
23.03.12	Погашение Магнит Финанс, 2	5 000
26.03.12	Оферта ММК БО-3	5 000
	Погашение НКНХ, 4	1 500
	Уплата акцизов, НДС	
27.03.12	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	20 000
28.03.12	Оферта Банк Санкт-Петербург БО-2	5 000
	Купонные выплаты по ОФЗ и ГСО-ППС	3 271
	Уплата налога на прибыль	
	Аукционы ОФЗ	38 430

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
26.03.12	Татнефть: финансовые результаты по US GAAP	4K11
26-30/03/2012	НЛМК: финансовые результаты по US GAAP	2011
28.03.12	Сбербанк: финансовые результаты по МСФО	2011
28.03.12	Евраз: финансовые результаты по МСФО	2011
19.04.12	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	2011
23.04.12	Башнефть: финансовые результаты по МСФО, телеконференция	2011
26.04.12	АФК "Система": финансовые результаты по US GAAP	4K11 и 2011
27.04.12	Газпром: финансовые результаты по МСФО, телеконференция	2011
02.05.12	TNK-BP International: финансовые результаты по US GAAP	1K12
11.05.12	Газпром нефть: финансовые результаты по US GAAP	1K12
15.05.12	Транснефть: финансовые результаты по МСФО, встреча с аналитиками	4K11 и 2011
23.05.12	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2K12
06.06.12	Башнефть: финансовые результаты по МСФО	1K12
21.08.12	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2K12
20.11.12	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3K12

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

Вице-президент — Начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

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

Редакторская группа

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

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

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+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

Александр Питалефф, старший трейдер

+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

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 Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 — 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (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 ГПБ (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 ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (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.