

# Ежедневный обзор долговых рынков от 4 октября 2012 г.

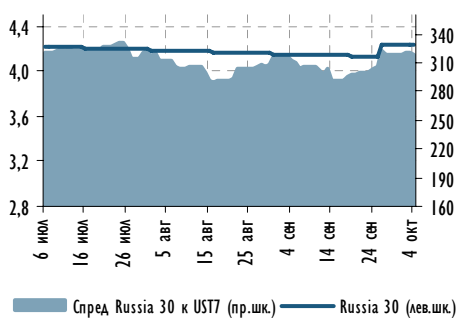


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>			
EUR/USD	1,291 ▼	-0,1%	-0,4%
USD/RUB	31,17 ▲	0,3%	-3,0%
Корзина валют/RUB	35,24 ▲	0,1%	-3,4%
<b>Денежный рынок</b>			
Корсчета, млрд руб.	553,6 ▼	-157,6	-593,8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	69,9 ▼	-27,9	-138,8
MOSPRIME о/н	5,75% ▼	-33 б.п.	12 б.п.
3М-MOSPRIME	7,16% ■	0 б.п.	-6 б.п.
3М-LIBOR	0,35% ▼	0 б.п.	-23 б.п.
<b>Долговой рынок</b>			
UST-2	0,23% ▼	0 б.п.	-1 б.п.
UST-10	1,62% ▼	-1 б.п.	-26 б.п.
Russia 30	4,23% ▼	0 б.п.	-32 б.п.
Russia 5Y CDS	139 б.п.	-2 б.п.	-136 б.п.
EMBI+	276 б.п.	-4 б.п.	-101 б.п.
EMBI+ Russia	170 б.п.	-2 б.п.	-151 б.п.
<b>Товарный рынок</b>			
Urals, долл./барр.	106,18 ▼	-3,4%	0,4%
Золото, долл./унц.	1778,0 ▲	0,2%	13,7%
<b>Фондовый рынок</b>			
ТСX	1 492 ▼	-1,0%	8,0%
Dow Jones	13 495 ▲	0,1%	10,5%
Nikkei	8 747 ▼	-0,4%	3,4%

Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- Среда ознаменовалась выходом хорошей американской статистики. Индикатор занятости от ADP, предвещающий основную статистику по рынку труда (Payrolls), которая выйдет завтра, продемонстрировал снижение по сравнению с прошлым месяцем, но оказался лучше прогнозов. Индекс экономических условий в непромышленной сфере (ISM Non-Manufacturing) в сентябре вырос до 55,1 п. с 53,7 п. месяцем ранее (рынок ожидал 53,4 п.).
- С другой стороны, цены на нефть вчера испытали ощутимое падение: со 111,4 до 108,0 долл. за баррель Brent. Вероятно, основной причиной также стали данные из США: объем добычи нефти в стране достиг максимумов более чем за 15 лет.
- Сегодня внимание участников рынка будет приковано к заседанию ЕЦБ. От европейского регулятора не ожидают кардинальных мер, однако М. Драги может несколько приоткрыть «завесу» относительно перспектив и условий предоставления помощи периферийным странам региона. Поздно вечером по мск будут опубликованы протоколы заседания ФРС.
- Российские еврооблигации** вчера продолжали демонстрировать повышательную динамику. Следует заметить, что в большинстве случаев, однако, ценовой рост не превышал 50 б.п. RUSSIA30 завершила день на отметке 127,1% от номинала (+0,25 п.п.).
- На **рынке рублевого долга** ключевым событием стал аукцион по размещению 15-летних ОФЗ, который показал высокий рыночный спрос: Минфин разместил почти 19 млрд руб. (около 75% предложения) под 8,22%, общий спрос на бумагу превысил 41 млрд руб. (1,7x от объема предложения).
- На наш взгляд, успех был ожидаем: бумага выглядит дешево относительно других длинных выпусков, кроме того, Минфин предложил премию к рынку по доходности (5 б.п. к уровням до объявления диапазона), которая, впрочем, вчера не реализовалась.
- На вторичном сегменте, котировки ОФЗ почти не изменились относительно уровней предыдущего дня.

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Новый евробонд **Северстали (BB+/Ba1/BB)**: справедливый ориентир
- Дебютный рублевый бонд **Мегафона (BBB-/Baa3/BB+)**: комментарий к размещению

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- За 9М12 внешний долг России увеличился на 9,8%
- Чистый отток частного капитала за 9М12 составил 57,9 млрд долл.
- Инфляция за неделю 25 сентября – 1 октября 2012 г. осталась на уровне 0,1%; ожидаем, что 5 октября ЦБ не повысит ставки
- Денежный рынок: падение спроса на деньги, снижение ставок

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Промсвязьбанк (-/Ba2/BB-)** объявляет не самый жадный ценовой диапазон в рамках IPO – будет ли сделка?

## НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- Евраз (B+/Ba3/BB-)** увеличивает долю в **Распадской (-/B1/B+)** до 82%: позитивно для евробонда RASPAD17, спред к кривой Евраза должен сократиться до нуля



## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Северсталь  
S&P/Moody's/Fitch

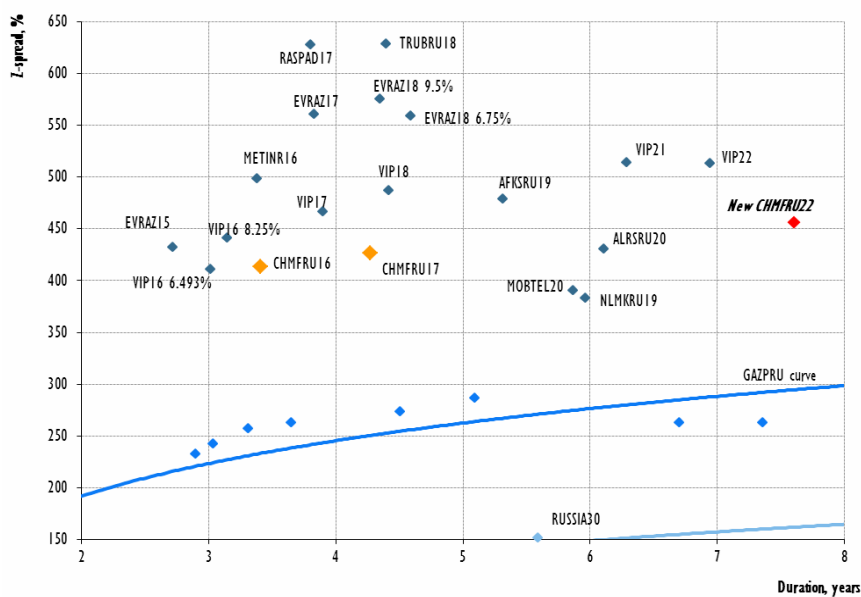
BB+/Ba1/BB

## Новый евробонд Северстали: ориентир выглядит справедливо

Вчера вечером стал известен ориентир по новому выпуску евробондов Северстали: компания планирует разместить 10-летний выпуск с доходностью «в районе 6,125%», сделка закрывается сегодня. Это соответствует Z-спреду 456 б.п., что обеспечивает премию 30 б.п. по отношению к выпуску CHMFRU17 (Z-спред 426 б.п.). По нашим оценкам, это достаточно справедливая компенсация, учитывая угол наклона кривой Z-спредов другого эмитента рейтинговой категории «Double-B» – Вымпелкома: премия (в терминах Z-спреда) VIP22 к VIP18 вчера составляла 26 б.п.

Кредитный профиль Северстали в целом представляется нам достаточно комфортным: компания имеет наименее высокий леверидж в отрасли (1,2x «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 1П12) и существенный запас денежных средств на балансе (1,9 млрд долл.). На наш взгляд, активность компании на первичном рынке объясняется желанием воспользоваться крайне благоприятной ситуацией и оптимизировать структуру долга: пик в графике погашений (около 1,5 млрд долл.) приходится на следующий год, еще около 740 млн долл. компании надо погасить во 2-м полугодии.

## Ориентир доходности по новому выпуску CHMFRU22 (Z-спреды)



Источник: Bloomberg, Минфин

Яков Яковлев  
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru  
+7 (495) 988 24 92Мегафон  
S&P/Moody's/Fitch

BBB-/Baa3/BB+

## Дебютный рублевый бонд Мегафона: комментарий к размещению

Сегодня Мегафон закрывает книгу по размещению дебютного выпуска рублевых облигаций в объеме 10 млрд руб. Ориентир доходности к двухлетней оферте – 8,37–8,63%. На наш взгляд, более адекватно выглядит верхняя граница объявленного диапазона – 8,63%.

Ниже мы приводим основные моменты касательно кредитного профиля компании, на которые мы хотели бы обратить внимание инвесторов.

**Бизнес-модель: агрессивный органический рост и фокус на внутреннем рынке.** Мегафон исторически имеет репутацию наиболее агрессивного игрока из «большой тройки» российских сотовых операторов, задающего тон в конкурентной борьбе на рынке. Последние несколько лет компания наращивала свою долю, в 2010 году потеснив Вымпелком и став вторым по числу абонентов и выручке оператором в России. При

этом Мегафон исторически делал акцент на органический рост, не принимая участия в крупных M&A сделках и до недавнего времени не выплачивая дивидендов (в отличие от МТС и Vimpelcom Ltd.), а активно инвестируя в расширение покрытия сети и внедрение новых технологий (3G). В 2006-2011 гг. среднее отношение капитальных вложений к выручке для Мегафона составляло 29%, против 23% для двух других игроков сектора. В итоге компания стала лидером на рынке услуг с высокой добавленной стоимостью – в частности, в сегменте мобильной передачи данных, обеспечивающем основной рост бизнеса сотовых операторов в России в последние годы.

**Структура акционеров: существенные изменения в 2012 г.** До недавнего времени в структуре владельцев Мегафона не было контролирующего акционера: 43,8% принадлежало шведско-финской Teliasonera, 31,1% контролировал холдинг «АФ-Телеком» Алишера Усманова, еще 25,1% – Altimo. Существенные изменения в составе владельцев произошли в апреле 2012 г.: АФ-Телеком стал владельцем 50% плюс одной акции, выкупив часть пакета Teliasonera (доля сократилась до 35,6%) и Altimo (10,6%). Кроме того, еще 14,4% пакета Altimo выкупила «дочка» самого Мегафона, заплатив около 2,16 млн дол., таким образом Altimo полностью вышла из капитала. Финансирование сделки в конечном счете «легло на баланс» компании: накануне выкупа акций Мегафон выплатил акционерам солидные дивиденды за несколько лет в размере 151,86 млрд руб. (5,14 млрд дол.).

**Упрощенная структура владения, соглашение о дивидендах, планы IPO = низкие риски акционерных конфликтов.** Два ключевых акционера, Teliasonera и АФ-Телеком, имеют одинаковый вес в совете директоров компании (по 3 директора от каждой стороны, плюс один независимый директор). Кроме того, по соглашению сторон, оба владельца также имеют равные голосующие права: Teliasonera может голосовать пакетом казначейских акций до проведения IPO или до того, как доля Teliasonera снизится до 25% – долгосрочного целевого ориентира, который компания хотела бы сохранить за собой. IPO планировалось провести до конца года – 10,6% акций Мегафона предложит Teliasonera, еще 9,4% – сам Мегафон (из пакета казначейских акций).

В рамках сделки Teliasonera и АФ-Телеком также договорились о будущей дивидендной политике Мегафона – согласно презентации Teliasonera, Мегафон будет выплачивать ежегодно большее из 50% чистой прибыли и 70% свободного денежного потока.

Более простая структура капитала и соглашение между двумя ключевыми владельцами в части дивидендной политики и IPO, после которого фактически у компании останется один контролирующий акционер, минимизирует риски возникновения новых конфликтов между собственниками. Прежние споры были связаны с попыткой Altimo и Teliasonera объединить свои доли в Мегафоне и турецкой Turksell (в 2009 г.), против чего выступил третий акционер, и последующим «блокированием» выплаты дивидендов, на которых настаивали Altimo и Teliasonera.

**Риски M&A: на наш взгляд, невысоки.** Внутренний ориентир компании по леввериджу, согласованный с Teliasonera в рамках сделки по выкупу акций, составляет 1,2–1,5х «Чистый долг/ЕБИТДА» (против 1,5х на 30/06/12). Избыточные денежные средства «сверх» установленного ориентира долговой нагрузки предполагается распределять между акционерами.

«Приоритетность» дивидендов, по нашему мнению, делает маловероятным какие-либо крупные M&A сделки, которые могут оказать существенное влияние на кредитные метрики. Последние комментарии ключевого акционера Алишера Усманова (интервью Reuters 28/09/12) подтверждают достаточно консервативную стратегию в отношении выхода на новые рынки за пределами России. Отметим также, что для финансирования небольших по масштабам сделок Мегафон может использовать казначейские акции (на IPO предполагается продать 9,4% из выкупленных 14,4%). Одним из возможных приобретений компании на

российском рынке может стать доля в Евросети – в сентябре Мегафон подал ходатайство на приобретение 25%-ного пакета.

**Кредитный портфель.** Общий долг Мегафона на 31/08/12 составлял 157 млрд руб., по данным презентации для инвесторов. Основную часть задолженности (чуть более 70%) составляют рублевые кредиты от крупных российских банков, привлеченные на финансирование выплаты дивидендов и выкупа собственных акций у Altimo в апреле 2012 г. (Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк). График погашения долга предполагает выплаты порядка 39 млрд руб. в 2013 году и пик погашений (около 52 млрд руб.) – в 2015 г. При этом в 2008–2011 гг. компания в среднем генерировала порядка 140 млрд руб. свободного денежного потока ежегодно. Мы не исключаем, что помимо рублевых облигаций Мегафон может привлечь средства и на внешних рынках, что позволит существенно улучшить график погашения.

**Позиционирование.** Ориентиром для дебютного бонда Мегафона можно считать выпуски Вымпелкома (ВВ/Ва3/-): относительно ликвидные Вымпелком-1, 2, 4 вчера торговались с доходностью порядка 9,3% к оферте в марте 2015 г. Дисконт выпуска Мегафона, по ориентиру организаторов, составляет порядка 90–120 б.п., в том числе около 30 б.п. – дисконт за разницу в дюрации, 60–90 б.п. – за разницу в кредитном риске (более высокий левэридж, рейтинг ниже на 1-2 ступени). При этом мы обращаем внимание на тот факт, что рейтинги Мегафона были поставлены S&P и Moody's на пересмотр с негативным прогнозом после привлечения долга в 1П12. Учитывая этот факт, более адекватным выглядит дисконт за кредитное качество порядка 60 б.п. без учета разницы за дюрацию – это соответствует доходности по верхней границе диапазона (8,63%).

Мегафон: финансовые показатели по US GAAP, млн руб.

	2009	2010	2011	1П12	1П11	г/г
Выручка	181 883	215 515	242 608	129 864	113 713	14,2%
ЕБИТДА	88 192	97 774	100 822	53 800	49 043	9,7%
Рентабельность по ЕБИТДА	48,5%	45,4%	41,6%	41,4%	43,1%	
Операционный денежный поток	79 350	86 613	97 295	51 529	46 128	11,7%
Капитальные вложения	-46 036	-63 860	-73 332	-24 868	-33 879	-26,6%
Свободный денежный поток	125 386	150 473	170 627	76 397	80 007	-4,5%
Всего активов	246 180	317 467	383 468	304 256	349 709	-13,0%
Собственный капитал	183 914	233 126	276 632	71 700	254 607	-71,8%
Совокупный долг	44 105	32 921	43 709	172 607	41 400	316,9%
доля краткосрочного долга, %	17,7%	37,0%	17,0%	30,4%	34,0%	-10,7%
Денежные средства и эквиваленты	61 664	66 221	87 396	16 639	79 381	-79,0%
Чистый долг	-17 559	-33 300	-43 687	155 968	-37 981	-510,6%
<b>Показатели</b>						
Долг/Собственный капитал, х	0,24	0,14	0,16	2,41	0,16	-
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	55,2	30,8	34,9	-48,3	37,2	-
Чистый долг/ЕБИТДА, х	-0,20	-0,34	-0,43	1,52	-0,28	-
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	0,4	0,2	0,3	2,3	-	-

Источник: Данные компании, расчеты Газпромбанка

Финансовые показатели сотовых компаний «большой тройки», 2011-1П12, млн долл.

	Мегафон		МТС		Vimpelcom Ltd.	
	2011	1П12	2011	1П12	2011	1П12
Выручка	8 266	4 243	12 319	6 136	23 477	11 364
ЕБИТДА	3 435	1 758	5 163	2 636	9 525	4 792
ЕБИТДА рентабельность	42%	41%	42%	43%	41%	42%
САРЕХ/Выручка	30%	19%	21%	18%	31%	16%
Свободный денежный поток	816	871	1 265	1 149	-154	1 178
Свободный денежный поток после дивидендов	816	-4 090	25	1 146	-1 383	1 178
Чистый долг	-1 357	4 752	6 778	5 626	24 326	23 067
Чистый долг/ЕБИТДА	-0,4	1,4	1,3	1,0	2,6	2,4

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

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

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

За 9М12 внешний долг России увеличился на 9,8%, быстрее всех прирастали обязательства государственных органов власти (18,9% УТД)

**Новость:** Банк России сообщил, что совокупный внешний долг РФ на 1 октября 2012 г. составил 597,7 млрд долл., что составляет примерно 30% ВВП, прогнозируемого нами по итогам 2012 г.

**Комментарий:** По своему абсолютному значению внешний долг в 3К12 на оказался на 13,2% больше, чем на аналогичную дату 2011 г. Относительно предкризисного 3К08 объем внешних обязательств увеличился на 10,5%. Наибольшими темпами прирастает государственный внешний долг (23,8% г/г), который на отчетную дату достиг 41,3 млрд долл. или чуть более 2,1% ВВП. При этом доля государства в структуре внешнего долга немного выросла (до 6,9% против 6,4% на конец 2011 г.).

Банковский сектор на конец 3К12 накопил 185,2 млрд долл. внешнего долга (9,2% ВВП), что на 17,7% больше, чем по итогам 3К11, но на 6,4% меньше уровня 3К08. Доля банковского сектора в общем объеме заимствований составляет 31,0%, что примерно на 1 п.п. больше, чем на конец 2011 г.

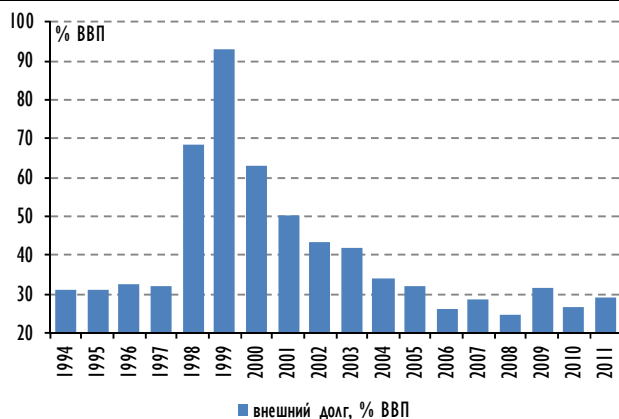
Сектор нефинансовых корпораций аккумулировал внешний долг на сумму 358,4 млрд долл. (17,8% ВВП), что на 10,2% выше значений 3К11 и на 16,7% выше показателя 3К08. Доля реального сектора в общем объеме долга снизилась на 1,7 п.п. относительно конца 2011 г. Из общей суммы заимствований нефинансовых корпораций 67,2% приходится на кредиты и только 27,8% – на обязательства перед прямыми инвесторами. Корпоративные долговые ценные бумаги занимают скромные 3,1%.

Внешний долг РФ, 2008-2012 гг., млрд долл.

	2008	2009	2010	2011	2012			3К12/3К11	3К12/3К08
					1К	2К	3К		
<b>ВНЕШНИЙ ДОЛГ, ВСЕГО</b>	480,5	467,2	488,9	545,4	565,3	572,7	597,7	13,2%	10,5%
Внешний долг государства	29,5	31,3	34,5	34,7	36,3	41,1	41,3	23,8%	26,7%
в т.ч.:									
ценные бумаги в иностранной валюте	17,3	20,3	23,1	21,7	20,9	26,7	26,2	20,9%	30,7%
ценные бумаги в рублях	0,1	0,8	1,9	5,9	8,7	8,3	9,3	178,3%	-
Внешний долг банковского сектора	166,3	127,2	144,2	162,8	169,3	175,4	185,2	17,7%	-6,4%
Внешний долг нефинансовых корпораций	282,0	294,1	298,2	336,7	348,1	344,9	358,4	10,2%	16,7%
в т.ч.:									
долг перед прямыми инвесторами	30,9	45,7	63,2	84,7	88,3	89,3	99,7	23,5%	218,0%
кредиты	236,1	232,1	218,6	233,0	240,5	235,6	240,9	6,7%	-3,4%
долговые ценные бумаги	8,3	9,4	10,6	12,3	11,9	9,6	11,2	-3,9%	-33,0%

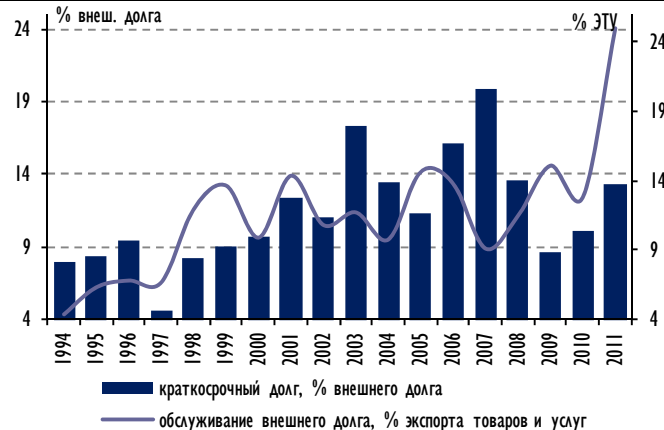
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Динамика отношения «долг/ВВП»



Источник: Всемирный Банк, расчеты Газпромбанка

Показатели долговой устойчивости



Источник: Всемирный Банк, расчеты Газпромбанка

Иван Синельников  
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

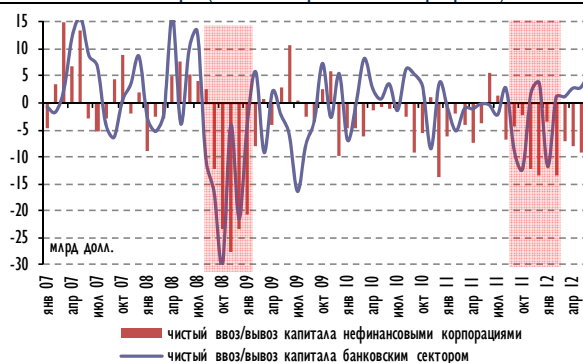


Чистый отток капитала частного сектора за 9М12 составил 57,9 млрд дол., однако к концу года скорость оттока может замедлиться

**Новость:** Банк России сообщил, что чистый отток капитала за 9М12 составил 57,9 млрд дол. (2,9% ВВП), что на 27,5% больше, чем на аналогичную дату 2011 г.

**Комментарий:** Ускорение оттока капитала происходило в самом начале 2012 г., когда частный сектор вывез на 34,6 млрд дол. больше, чем получил от нерезидентов. Примечательно, что в периоды наибольшего ослабления рубля в 2012 г. (конец мая – июнь) всплеска оттока не произошло, а в июне был даже зафиксирован чистый приток (в основном за счет банковского сектора).

#### Чистый отток капитала частного сектора (банки и нефинансовые корпорации)



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

По итогам 9М12 чистый отток капитала нефинансовых корпораций составил 63,0 млрд дол., за 3К12 этот показатель составил 16,9 млрд дол. (отток – 29,5 млрд дол., приток – 15,1 млрд дол.). В соответствии с графиком погашения внешнего долга (последние доступные данные – на 1 апреля 2012 г.), в 3К12 реальный сектор должен был погасить 17,6 млрд дол. основного долга и еще 3,3 млрд дол. процентных платежей.

В банковском секторе сложилась принципиально иная ситуация. За 9М12 чистый приток составил 5,3 млрд дол., в т.ч. за 3К12 – 3,4 млрд дол. (отток – 7,4 млрд дол., приток – 10,8 млрд дол.). За июль-сентябрь 2012 г. банки погасили 7,1 млрд дол. основной суммы внешнего долга и еще 1,6 млрд дол. пришлось на проценты.

Наш базовый прогноз по чистому оттоку капитала на 2012 г. составляет 70,4 млрд дол., т.е. на 4К12 приходится порядка 12,5 млрд дол. (см. наш специальный обзор от 25 июля 2012 г. «Российская экономика во 2П12: Тихая гавань-2. Перезагрузка»). Исходя из текущих тенденций, годовой уровень чистого оттока следовало бы прогнозировать вблизи отметки 100,0 млрд дол., однако в нашем сценарии была заложена либерализация рынков ОФЗ, субфедеральных, муниципальных и корпоративных облигаций в части допуска Euroclear и Clearstream до конца 2012 г. В этой связи можно надеяться на приток иностранного капитала и относительно сглаженные итоговые показатели по частному сектору в конце года.

#### Чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором, 2008-2012 гг., млрд дол.

	2008	2009	2010	2011	1К12	2К12	3К12	9М12	9М12/9М11
чистый ввоз/вывоз капитала частным сектором	-133,8	-56,1	-34,4	-80,4	-34,6	-9,7	-13,6	-57,9	27,5%
чистый ввоз/вывоз капитала банковским сектором	-57,1	-30,5	16,1	-24,2	-9,7	11,6	3,4	5,3	-130,3%
иностранные активы	-65,3	11,8	-1,8	-32,1	-10,1	4,7	-7,4	-12,8	-45,8%
иностранные пассивы	8,2	-42,1	17,9	7,9	0,4	6,9	10,8	18,1	196,7%
чистый ввоз/вывоз капитала нефинансовыми корпорациями	-76,9	-25,7	-50,2	-56,2	-24,8	-21,3	-16,9	-63	125,0%
иностранные активы	-164,3	-58,1	-67	-108,6	-28,7	-22,3	-29,5	-80,5	20,1%
иностранные пассивы	98,6	34,2	24,8	62,1	9,8	5,3	15,1	30,2	-29,8%
чистые ошибки и пропуски	-11,3	-1,7	-8,4	-10	-6	-4,3	-2,6	-12,9	207,1%

Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Иван Синельников  
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)



Инфляция за неделю 25 сентября – 1 октября 2012 г. осталась на уровне 0,1%; ожидаем, что 5 октября ЦБ не повысит ставки

**Новость:** По информации Росстата, инфляция за неделю 25 сентября – 1 октября 2012 г. составила 0,1%. Таким образом, с начала месяца ИПЦ вырос на 0,6%, с начала года – на 5,2%, годовой уровень достиг 6,5%.

С точки зрения структуры ИПЦ наибольший рост продемонстрировали цены на продовольственные товары, в т.ч. на яйца – 1,2%, пшеничную муку – 0,9%, хлеб и макаронные изделия – на 0,3-0,5%. Цены на автомобильный бензин и дизтопливо увеличились на 0,7%. Горячее водоснабжение подорожало на 1,0%, отопление, холодное водоснабжение и проезд в городском транспорте – на 0,3-0,7%.

В то же время продолжается снижение цен на плодоовощную продукцию, в среднем на 2,0%. Кроме того, сахар-песок стал дешевле на 1,1%.

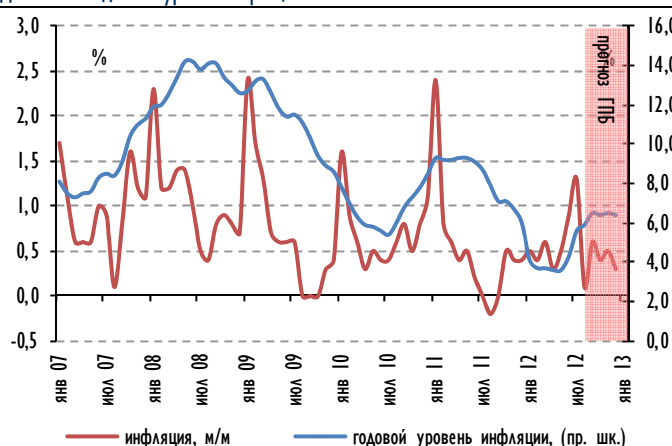
**Комментарий:** Мы полагаем, что остановка недельного уровня инфляции на отметке 0,1% - достаточно серьезный аргумент для ЦБ в пользу сохранения действующих процентных ставок. Во вторник первый зампред ЦБ А. Улюкаев сделал заявление, что сейчас инфляционные риски преобладают над рисками экономического роста, в связи с чем 5 октября на заседании совета директоров может быть принято решение как об увеличении, так и о сохранении ключевых ставок по операциям рефинансирования.

Основанием для включения монетарных рычагов антиинфляционного регулирования послужило увеличение базового ИПЦ, который с начала июня вырос на 0,2 п.п. (до 5,3% г/г на 1 сентября).

Следует отметить, что в проекте «Основных направлений денежно-кредитной политики на 2013 г. и период 2014 и 2015 гг.» прогнозируется годовой прирост денежной массы на уровне 16-19% против 22,3%, имевших место в 2011 г. Ожидаемое замедление роста агрегата М2 (очевидно, за счет денежной базы) позволяет надеяться, что монетарные факторы инфляции будут сведены к минимуму.

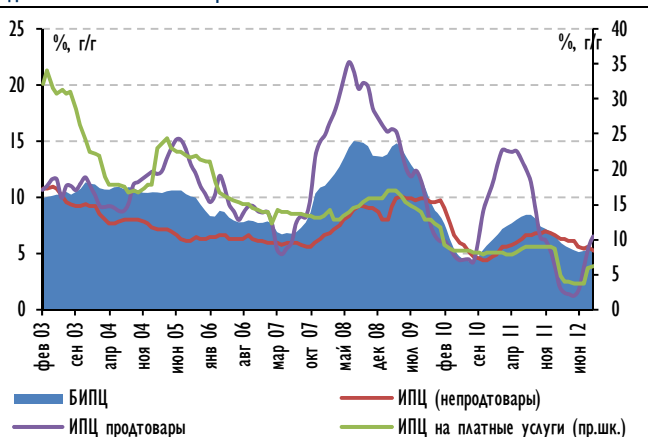
На наш взгляд, повышение ставок на 25 б.п. в сентябре уже является достаточным для того, чтобы вернуть базовую инфляцию к отметке 5,1% г/г. Пожалуй, это все, что можно сделать с помощью монетарных инструментов в этом году, дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики вряд ли окажет влияние на показатели инфляции 2012 г.

Динамика годового уровня инфляции



Источник: Росстат, расчеты Газпромбанка

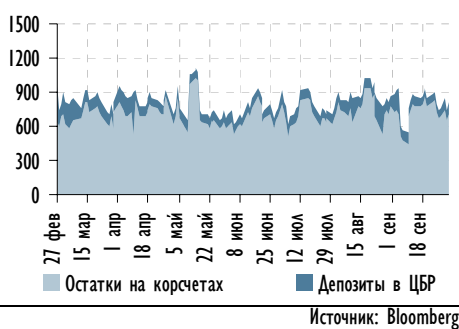
Отдельные компоненты ИПЦ



Источник: Росстат, расчеты Газпромбанка

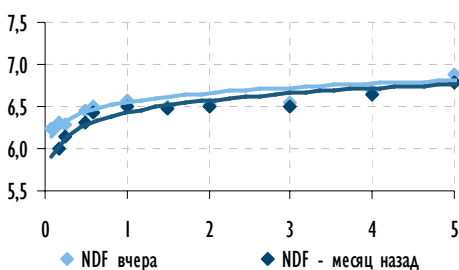
Иван Синельников  
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

### Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

### Денежный рынок: падение спроса на деньги, снижение ставок

#### ▶ Чистая ликвидная позиция упала на 12,6 млрд руб.

Остатки на корсчетах и депозитах по состоянию на 4 октября сократились на 185,5 млрд руб. (до 623,5 млрд руб.), что сопоставимо со снижением совокупной задолженности банков перед ЦБ и Федеральным казначейством на 172,9 млрд руб. (до 2,37 трлн руб.). В итоге чистая ликвидная позиция опустилась на 12,6 млрд руб. до минус 1,75 трлн руб.

#### ▶ Операции рефинансирования: банки освоили только 43% лимита по аукционному РЕПО с ЦБ на 1 день

Банк России по аукционному РЕПО на 1 день установил лимит на уровне 240,0 млрд руб. (+40,0 млрд руб.). Однако спрос со стороны участников был на 57% ниже. В итоге заключено сделок на общую сумму 103,7 млрд руб., средневзвешенная ставка по основной сессии торгов – 5,60%, что практически соответствует значениям предыдущего дня.

Сегодня Федеральное казначейство размещает на банковские депозиты 25,0 млрд руб. на срок 28 дней по минимальной ставке 6,2%.

#### ▶ Ставки междилерского РЕПО упали на 21 б.п.

Ставки 1-дневного междилерского РЕПО под залог облигаций упали сразу на 21 б.п. до 5,87%, что обусловлено избыточным предложением ликвидности на аукционах ЦБ РФ. Оборот торгов составил 85,5 млрд руб., что на 6,5 млрд руб. меньше, чем днем ранее.

#### ▶ Валютный рынок: рубль подешевел вслед за нефтью

Российский рубль продолжает падение, следуя за мировыми ценами на нефть. Однако скорость девальвации рубля против корзины замедлилась, в основном за счет евро-компоненты. Бивалютная корзина прибавила 0,02 руб. (против 0,09 руб. накануне) и закрылась на 35,20 руб. Доллар США подорожал на 0,07 руб. до 31,15 руб./долл. Евро мало изменился – плюс 0,01 руб. до 40,20 руб./евро. 3М ставки NDF выросли на 4 б.п., на участке 6-12М ситуация обратная – снижение на 8 б.п.

Иван Синельников  
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Промсвязьбанк  
S&P/Moody's/Fitch

–/Ba2/BB-

### Промсвязьбанк (–/Ba2/BB-) объявляет не самый жадный ценовой диапазон в рамках IPO – будет ли сделка?

**Новость.** Вчера Промсвязьбанк официально объявил ценовой коридор в рамках первичного размещения акций, который составил 10–12 долл. за ГДР (или 13,3–16,0 долл. за 10 тыс. акций). Объем сделки, исходя из этих параметров, может составить от 345 млн долл. до 414 млн долл. Согласно нашим подсчетам, данный диапазон подразумевает оценку банка в 0,75–0,9х капитала, ожидаемого на конец 2012 года (до предполагаемой допэмиссии, которая будет осуществлена по закрытой подписке уже после IPO).

**Комментарий.** На наш взгляд, диапазон оценки выглядит в целом адекватно в текущих рыночных условиях, несмотря на то, что в случае размещения оценка Промсвязьбанка при IPO, вероятно, будет одной из самых низких в новейшей истории размещений финансовых институтов в России. Напомним, что текущий диапазон оценок торгуемых банков (за исключением Сбербанка) варьируется от 0,55х (Банк «Санкт-Петербург») до 0,8х (ВТБ) капитала на конец 2012 года. Номос-Банк, который ближе всего к Промсвязьбанку по масштабам бизнеса, оценивается в 0,97х капитала, однако считать эту оценку полностью рыночной нельзя в свете ожидаемого выкупа банка ФК «Открытие» и сопутствующей оферты предположительно выше рыночной цены.

На наш взгляд, у Промсвязьбанка есть неплохие шансы разместиться в районе текущей оценки ВТБ или чуть ниже, т.е. с мультипликатором в



0,75–0,8x капитала, хотя исключить вероятности того, что IPO может быть отложено, на данный момент нельзя.

Мы по-прежнему придерживаемся той точки зрения, что успешное IPO с последующим привлечением нового капитала от акционеров может в дальнейшем придать котировкам публичного долга Промсвязьбанка позитивный импульс. Так, спред между старшими еврооблигациями PROMBK17 и ALFARU17 за последние недели ужался с 292 б.п. до 237 б.п.; наше целевое значение спреда все еще находится на уровне не более 200 б.п.

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



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
05.10.12	Возврат Федеральному Казначейству средств с депозитов	4 580
10.10.12	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	30 000
	Возврат Федеральному Казначейству средств с депозитов	20 000
11.10.12	Оферта <b>Банк Санкт-Петербург БО-1</b>	5 000
15.10.12	Уплата страховых взносов в фонды	
16.10.12	Оферта <b>СКБ Банк БО-5</b>	2 000
17.10.12	Погашение <b>ОФЗ 25067</b>	45 000
	Возврат Федеральному Казначейству средств с депозитов	5 700
	Возврат ЦБ средств 3-месячного РЕПО	48 810
18.10.12	Оферта <b>Мечел, 5</b>	5 000
19.10.12	Возврат Федеральному Казначейству средств с депозитов	17 500
22.10.12	Оферта <b>МКБ БО-4</b>	5 000
	Уплата 1/3 НДС за 2-й квартал 2012 г.	
23.10.12	Оферта <b>Крайинвестбанк БО-1</b>	1 500
24.10.12	Оферта <b>Татфондбанк БО-2</b>	2 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	4 502
25.10.12	Уплата акцизов, НДС	
29.10.12	Уплата налога на прибыль	

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
04.10.12	<b>Алроса:</b> финансовые результаты по МСФО	1П12
25.10-10.11.12	<b>Магнит:</b> финансовые результаты по МСФО	9М12
30.10.12	<b>ТНК-ВР:</b> финансовые результаты по МСФО	3К12
октябрь	<b>Норильский никель:</b> финансовые результаты по МСФО	1П12
конец октября	<b>Eurasia Drilling Co.:</b> финансовые результаты по US GAAP	3К12
начало ноября	<b>Газпром:</b> финансовые результаты по МСФО	2К12
начало ноября	<b>Газпром нефть:</b> финансовые результаты по МСФО	3К12
05.11-08.11.12	<b>НАМК:</b> финансовые результаты по US GAAP	3К12
15.11.12	<b>НОВАТЭК:</b> финансовые результаты по МСФО	3К12
15.11.12	<b>Северсталь:</b> финансовые результаты по МСФО	9М12 и 3К12
20.11.12	<b>МТС:</b> финансовые результаты по US GAAP	3К12
21.11.12	<b>Alliance oil:</b> финансовые результаты по МСФО	3К12
25.11.12	<b>Лукойл:</b> финансовые результаты по US GAAP	3К12
28.11.12	<b>Черкизово:</b> финансовые результаты по US GAAP	9М12
середина ноября	<b>Мечел:</b> финансовые результаты по US GAAP	9М12 и 3К12
ноябрь	<b>Акрон:</b> финансовые результаты по МСФО	3К12
конец ноября	<b>Транснефть:</b> финансовые результаты по МСФО	3К12
конец ноября	<b>ТМК:</b> финансовые результаты по МСФО	9М12 и 3К12
начало декабря	<b>Башнефть:</b> финансовые результаты по МСФО	3К12
14.12.12	<b>Татнефть:</b> финансовые результаты по US GAAP	3К12
середина декабря	<b>ММК:</b> финансовые результаты по МСФО	9М12 и 3К12
декабрь	<b>НМТП:</b> финансовые результаты по МСФО	3К12

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Газпромбанк

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

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, СГА

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

#### 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

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

#### Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

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

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

#### 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 Голодикина

+7 (495) 988 23 75

##### Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войникоис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

#### Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, СГА

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

### 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 Пещинимти

+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

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

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, СГА

+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.