

# Ежедневный обзор долговых рынков от 7 марта 2013 г.

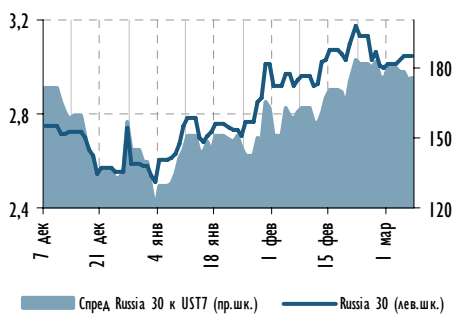


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>			
EUR/USD	1,297	▼ -0,7%	-1,9%
USD/RUB	30,75	▲ 0,2%	1,3%
Корзина валют/RUB	34,86	▲ 0,0%	0,2%
<b>Денежный рынок</b>			
Корсчета, млрд руб.	769,4	▼ -25,2	-378,0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	113,6	▲ 7,3	-95,1
MOSPRIME о/н	6,24%	▲ 14 б.п.	-23 б.п.
3М-MOSPRIME	6,99%	▲ 2 б.п.	-48 б.п.
3М-LIBOR	0,28%	▼ 0 б.п.	-3 б.п.
<b>Долговой рынок</b>			
UST-2	0,25%	▲ 1 б.п.	0 б.п.
UST-10	1,94%	▲ 4 б.п.	24 б.п.
Russia 30	3,05%	▲ 0 б.п.	46 б.п.
Russia 5Y CDS	145 б.п.	▼ 0 б.п.	13 б.п.
EMBI+	269 б.п.	▼ -3 б.п.	15 б.п.
EMBI+ Russia	159 б.п.	▼ -5 б.п.	27 б.п.
<b>Товарный рынок</b>			
Urals, долл./барр.	108,26	▼ -0,7%	-1,2%
Золото, долл./унц.	1583,9	▲ 0,5%	-4,3%
<b>Фондовый рынок</b>			
ТСX	1 529	▲ 0,4%	0,2%
Dow Jones	14 296	▲ 0,3%	10,5%
Nikkei	11 932	▲ 2,1%	14,8%

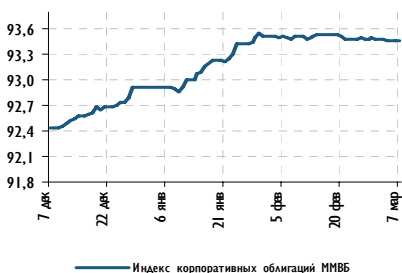
Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- Рост на финансовых рынках в отсутствие явных драйверов накануне продолжился – второй день подряд, однако был существенно менее выраженным – инвесторы готовятся к пятничной публикации payrolls в США. S&P 500 подрос на 0,11%, а DJIA установил очередной исторический рекорд – 14296 п. Доходность UST10 достигла 1,94% (+4 б.п.), однако в четверг с утра стабилизировалась на уровне 1,93%.
- Частный сектор рынка труда США пока не пострадал от повышения налогов в результате сделки по fiscal cliff: по данным ADP, число рабочих мест в феврале выросло на 198 тыс. (консенсус Bloomberg: +170 тыс.). Подтвердить данный «оптимизм» теперь предстоит февральским payrolls (пятница, консенсус Bloomberg +160 тыс.).
- Восстановление экономики США продолжается «умеренными темпами», поддерживаемое растущим рынком жилья, – таков главный посыл опубликованной накануне «Бежевой книги» ФРС.
- Экономика еврозоны в 4К12 снизилась на 0,6% – на сокращение ВВП повлияли снижение потребительских расходов. Сегодня свою оценку состоянию экономики валютного союза даст ЕЦБ.
- Несмотря на шаткую политическую ситуацию в Италии, рынки не готовы к «исходу» из гособлигаций страны: доходность ITALY10 всего на 19 б.п. выше, чем до выборов – 4,63%. Кроме того, Рим готовится выпустить новый 30-летние госбумаги. Эффекта contagion также пока не наблюдается: Испания готовится разместить госбумаги сроком на 10 и 15 лет.
- Итоги вчерашних торгов в российских еврооблигациях стали почти полным отражением торгов вторника: рост котировок в корпоративных и банковских бумагах при небольшом снижении в суверенных (из-за роста базовых ставок). RUSSIA30 (YTM 3,05%) подешевела на символические 0,05 п.п. до 124,19%, спред к UST10 сжался на 4 б.п. до 111 б.п.
- Аукцион Минфина продемонстрировал сохраняющийся слабый спрос на дальнем участке кривой – регулятору удалось разместить только 15,276 млрд руб. из планируемых 25 млрд руб. по верхней границе диапазона доходности в 6,95%. Доходность выпуска на вторичном рынке выросла по итогам дня до 6,97%.
- На локальном рынке в отдельных выпусках наблюдались покупки (26209 вырос на 8 б.п. в цене), однако в целом день завершился в негативном ключе на фоне волатильного рубля и слабых результатов аукциона. Под сильным давлением оказался 14-летний выпуск 26207, доходность которого достигла 7,28%, пробив максимумы этого года.

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Недельная инфляция замедлилась до 0,1%
- Денежный рынок: процентные ставки все еще не начали снижение

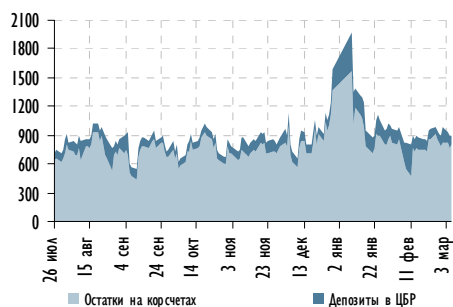
## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ХКФ Банк (-/Ba3/BB-):** отличные результаты за 2012 год по МСФО; структуры PPF Group являются держателями не менее 30% евробонда HCFBRU20
- ТМК (B+/B1-):** финансовые результаты за 4К12 и 2012г. по МСФО. Нейтрально, еврооблигации TRUBRU18 не выглядят привлекательно на текущих уровнях премии к кривой Евраза
- Vimpelcom Ltd. (BB/Ba3/-)** опубликовал результаты по МСФО за 4К12 и 2012 год, Нейтрально



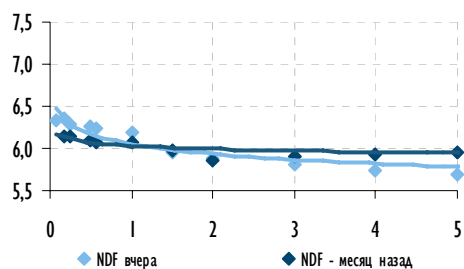
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

## Недельная инфляция замедлилась до 0,1%, но принципиально ситуация не изменилась

**Новость.** Росстат сообщил, что инфляция за неделю с 26 февраля по 4 марта 2013 г. составила 0,1% против 0,2% неделей ранее. Таким образом, с начала года цены выросли на 1,6%, а годовой ИПЦ остался на уровне 7,3% г/г.

**Комментарий.** Опубликованные цифры не добавляют новой информации (к результатам оценки ИПЦ за февраль 2013 г.) с точки зрения принятия решения по процентным ставкам Банком России. Тем не менее мы ожидаем, что замедление недельной инфляции до 0,1% - это начало устойчивой тенденции к ее замедлению в годовом выражении.

Во-первых, сезонные факторы перестали усиливать свое давление - за прошедшую неделю цены на плодоовощную продукцию выросли на 0,3%, как и неделей ранее. Во-вторых, эффект от повышения ставок акцизов на алкогольную продукцию, хотя и остается, уже не приводит к ускорению прироста цен - водка подорожала на те же 0,6%, что и за период с 18 по 25 февраля 2013 г. Кроме того, эффект плохого урожая-2012 продолжает ослабевать, что выражается в удешевлении отдельных продуктов питания (пшеничной муки, пшена, пшеничного хлеба, а также курицы, свинины, яиц и сахара-песка).

Стоимость проезда в городском пассажирском транспорте выросла на 0,1-0,3% (за предыдущую неделю был зафиксирован нулевой прирост), что было нивелировано снижением стоимости услуг холодного водоснабжения, отопления и платы за проживание в домах государственного и муниципального жилищных фондов.

Однако несколько ускорился прирост цен на автомобильный бензин - за неделю 26 февраля - 4 марта 2013 г. на 0,3%, в то время как по итогам 18-25 февраля 2013 г. эта цифра составляла всего 0,1%.

Мы ожидаем, что по итогам марта 2013 г., годовой уровень инфляции снизится незначительно - всего до 7,2% г/г, к концу 1П13 - до 6,5% г/г, а к концу года - до 6,3% г/г. При этом, учитывая наличие временного лага после изменения денежно-кредитной политики, мы полагаем, что инфляционные риски от снижения ставок ЦБ РФ оптимальны в течение апреля-июня 2013 г.

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

## Денежный рынок: процентные ставки все еще не начали снижение

## ▶ Чистая ликвидная позиция снизилась на 20,2 млрд руб.

На утро 7 марта остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ снизились на 17,9 млрд руб. до 883,0 млрд руб. Совокупная задолженность банков перед ЦБ и Федеральным казначейством при этом подросла на 2,3 млрд руб. В итоге это вызвало снижение чистой ликвидной позиции на 20,2 млрд руб. до минус 860,0 млрд руб.

## ▶ Предложение регулятора в рамках операций аукционного РЕПО оказалось недостаточным

В среду Банк России предложил на аукционе РЕПО «овернайт» 120,0 млрд руб. Несмотря на повышение лимита со стороны регулятора (+80,0 млрд руб. относительно вторника), объем предложения все равно оказался недостаточным (переспрос составил 1,4х). Средневзвешенная ставка (5,70%) превысила уровень минимальной на 20 б.п.

## ▶ Ставки междилерского РЕПО «овернайт» выросли на 5 б.п.

Ставки денежного рынка немного выросли на фоне недостаточности лимитов по операциям РЕПО «овернайт» с Банком России для

участников рынка. Так, ставка однодневного междилерского РЕПО выросла на 5 б.п. до 6,21%. Оборот торгов в данной секции составил 91,3 млрд руб., что на 11,3 млрд руб. меньше, чем днем ранее.

► **Валютный рынок: рубль пошел вниз, вслед за нефтью**

Снижение курса рубля вчера было обусловлено давлением на нефтяные котировки в связи с публикацией данных по запасам нефти в США. Курс USD/RUB вырос на 0,12 руб. до 30,74 руб., фактически нивелировав укрепление предыдущего дня. Оборот торгов по данной валютной паре составил 3,7 млрд дол., что на 0,6 млрд дол. меньше, чем во вторник.

Европейская валюта при этом демонстрировала отрицательную динамику, что привело к меньшему росту бивалютной корзины – всего на 0,05 руб. до 34,88 руб. Сегодня внешний фон для российской валюты будет в основном определяться новостями по итогам заседания ЕЦБ, а также статистикой из США.

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

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

ХКФ Банк  
S&P/Moody's/Fitch

–/Ba3/BB–

### ХКФ Банк: отличные результаты за 2012 год по МСФО; структуры PPF Group являются держателями не менее 30% евробонда HCFBRU20

**Новость.** Вчера российский ХКФ Банк опубликовал консолидированные финансовые результаты деятельности за 4К12 и весь 2012 год по международным стандартам, а также провел телеконференцию для инвесторов.

**Комментарий.** Завершившийся финансовый год ХКФ Банк, безусловно, может занести себе в актив. Чистый кредитный портфель банка вырос более чем в 2 раза – до 237,3 млрд руб. – с минимальным ущербом для качества (доля NPL прибавила 0,7 п.п. до 6,5%). Наметившийся еще в конце 2011 г. приток депозитов в банк продолжился – к концу 2012 г. их объем достиг 174,3 млрд руб. (или 61% от обязательств банка). При этом запас ликвидности ХКФ Банка, несмотря на бурный рост бизнеса, остался внушительным – денежные средства и эквиваленты на конец 2012 г. составили 52,0 млрд руб. (или 15,4% валюты баланса).

Доходность деятельности ХКФ Банка по итогам 2012 г. впечатляет. Некоторое сжатие чистой процентной маржи (с 21,0% до 17,8%) было компенсировано ростом чистых комиссионных доходов, прежде всего, за счет страховых комиссий. Как следствие, эффективная доходность выдаваемых банком кредитов (с учетом страховых комиссий и штрафов), по нашим подсчетам, выросла – с 38,3% до 41,5%. Даже рост показателя стоимости риска на 3,9 п.п. до 10,3% не помешал банку заработать 19,1 млрд руб. чистой прибыли (ROAE 51,3%).

Показатель совокупной достаточности капитала ХКФ Банка по Базелю по итогам 2012 года увеличился на 0,9 п.п. до 21,4%, даже несмотря на существенный рост баланса – помогли генерирование прибыли и размещение субординированных евробондов на 500 млн дол. в 4К12.

В 2013 году рост бизнеса ХКФ Банка, вероятно, замедлится – прежде всего, по причине более жесткого регулирования рисков сегмента необеспеченного потребительского кредитования со стороны ЦБ РФ. Доля NPL при этом, будет испытывать давление в сторону повышения – по мере «старения» выданных в 2012 году кредитов. С другой стороны, тот запас прочности, который ХКФ Банк накопил за последние годы, представляется нам достаточным для прохождения через обещающий быть не самым простым финансовый год.

К евробондам ХКФ Банка на нынешних уровнях доходности мы относимся нейтрально. Добавим, что поддержка котировкам субординированного евробонда HCFBRU20 должна исходить из того факта, что, по нашим оценкам на основании МСФО-отчетности, на конец 2012 г. 30,6% совокупного объема эмиссии контролировались структурами PPF Group.



## Основные финансовые результаты ХКФ Банка по МСФО, млрд. руб.

	2009	2010	2011	2012
<b>Отчет о совокупном доходе</b>				
Чистые процентные доходы	18,4	19,1	23,1	37,1
Чистые комиссионные доходы	6,5	7,3	9,6	23,4
Операционные расходы	(8,9)	(9,3)	(12,5)	(19,7)
Резервы по кредитам	(8,9)	(3,6)	(6,2)	(17,8)
Чистая прибыль (убыток)	5,2	9,4	10,8	19,1
<b>Активы</b>				
Денежные средства и эквиваленты	13,3	7,4	16,0	52,0
Средства в других банках	0,1	4,3	2,9	4,0
Ценные бумаги	15,7	5,9	12,5	28,6
Чистый кредитный портфель	58,9	75,3	112,8	237,3
Всего активов	96,5	101,1	155,7	337,8
<b>Обязательства и капитал</b>				
Средства других банков	16,1	7,5	14,1	51,8
Средства клиентов	13,6	23,8	70,3	174,3
Долговые ценные бумаги	37,0	34,2	37,5	36,7
Субординированный долг	1,1	0,0	0,0	15,4
Собственный капитал	26,8	33,0	30,5	51,3
<b>Ключевые коэффициенты, %</b>				
Рентабельность капитала (ROAE)	22,2%	31,7%	38,4%	51,3%
Рентабельность активов (ROAA)	5,1%	10,1%	9,1%	8,6%
Чистая процентная маржа (NIM)	18,4%	21,3%	21,0%	17,8%
Стоимость риска	11,9%	5,0%	6,4%	10,3%
Расходы/Доходы	36,6%	37,6%	38,8%	32,0%
Операционные расходы/Средние активы	8,7%	10,0%	10,6%	8,9%
Чистый кредитный портфель/Депозиты	434,0%	316,5%	160,5%	136,2%
Средства клиентов/Обязательства	19,5%	34,9%	56,2%	60,8%
NPL/Валовые кредиты	12,9%	6,9%	5,8%	6,5%
Резервы/Валовые кредиты	13,1%	7,3%	6,8%	7,8%
Достаточность капитала I уровня (Базель)	35,2%	33,5%	20,5%	16,5%
Совокупная достаточность капитала (Базель)	36,4%	33,5%	20,5%	21,4%
Денежные средства/Активы	13,8%	7,3%	10,3%	15,4%

Источник: ХКФ Банк, расчеты Газпромбанка

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

**ТМК: финансовые результаты за 4К12 и 2012г. по МСФО. Нейтрально, еврооблигации TRUBRU18 не выглядят привлекательно на текущих уровнях премии к кривой Евраз**

ТМК  
S&P/Moody's/Fitch

B+/B1-

**Новость.** ТМК вчера отчиталась за 2012 г. по МСФО. В целом мы оцениваем результаты как довольно нейтральные с точки зрения эффекта на кредитный профиль компании. Ключевым фактором поддержки остается сильный спрос на трубы нефтяного сортамента на российском рынке, который обеспечивает около 74% годовой EBITDA ТМК. При этом мы не ожидаем заметного сокращения леввериджа ТМК в текущем году.

Мы не видим каких-либо идей в выпуске TRUBRU18 на текущих уровнях премии к кривой Евраз – порядка 15 б.п. в терминах Z-спредов.

**Комментарий.** Консолидированная выручка ТМК в 4К12 незначительно выросла (+0,9% кв/кв), при этом динамика по географическим сегментам была разнонаправленной. Российский сегмент показал 7% кв/кв рост выручки на фоне роста объемов (+3% кв/кв) и улучшения структуры продаж – компания нарастила объемы продаж ТБД в рамках реализации наземной части «Южного потока», а также реализации ряда проектов в СНГ. При этом рост продаж не сопровождался улучшением рентабельности – норма прибыли EBITDA в России незначительно снизилась (14,1%, -0,7 п.п. кв/кв).

Результаты американского сегмента бизнеса, напротив, были довольно слабыми: выручка и EBITDA упали на 14% и 38% кв/кв, рентабельность

ЕБИТДА опустилась на 3% п.п. до 7,4%, главным образом за счет снижения цен (средняя цена реализации опустилась на 13% кв/кв). Спрос на трубы OCTG на американском рынке сокращался на фоне продолжившегося сокращения объемов буровых установок, задействованных в добыче газа (из-за низких цен на газ в США), а также тренда на сокращение запасов в отрасли. Кроме того, на общую ситуацию неблагоприятно влияет существенный объем импорта дешевых «базовых» труб из Кореи. ТМК ожидает, что цены на OCTG в США продолжат снижение в 1К13, хотя в целом сложные условия на рынке не станут «долгосрочным трендом».

Выручка и ЕБИТДА ТМК в Европе также показали снижение (на 11% и 14% кв/кв) на фоне сложностей со спросом на европейском рынке.

Менеджмент придерживается консервативного прогноза в отношении результатов деятельности по итогам 1К13, предполагая, что они окажутся на уровне показателей 4К12. При этом в последующие кварталы ТМК ожидает улучшения продаж. Менеджмент прогнозирует, что финансовые показатели в 2013 г. будут на уровне или чуть лучше, чем в 2012 году, главным образом за счет сохраняющегося высокого спроса в России.

Мы отмечаем заметное улучшение свободного денежного потока в 4К12, который составил 192 млн дол., обеспечив львиную долю всего свободного денежного потока за 2012 г. (220 млн дол.). Основным драйвером стало высвобождение средств из оборотного капитала в 4К12 (176 млн дол.) за счет роста кредиторской задолженности и полученных авансов. Отметим, что столь существенное сокращение оборотного капитала в целом нетипично для компании и может являться разовым фактором.

Существенный свободный денежный поток в 4К12 позволил ТМК профинансировать покупку завода по производству сварных труб в Омане (потенциальная мощность – 200 тыс. тонн в год, расходы по сделке составили около 30 млн дол.), а также направить 75 млн дол. на погашение долга. При этом совокупный долг по балансу вырос на 69 млн дол. за счет укрепления рубля и консолидации около 100 млн дол. обязательств приобретенного актива. Вместе с тем на фоне роста денежных средств соотношение чистого долга и ЕБИТДА незначительно снизилось – до 3,5х (с 3,6х на 30.09.12).

ТМК: ключевые финансовые показатели, млн долл.

	2010	2011	2012	г/г	3Q12	4Q12	кв/кв
Продажи труб, тыс. тонн	3 962	4 185	4 238	1%	1 050	1 082	3%
Выручка	5 579	6 754	6 688	-1%	1 617	1 631	1%
ЕБИТДА	942	1 050	1 040	-1%	243	230	-5%
Рентабельность ЕБИТДА	16,9%	15,5%	15,5%	0 п.п.	15,0%	14,1%	-1 п.п.
Операционный денежный поток	44	500	665	33%	156	330	111%
Капитальные вложения	-314	-402	-445	11%	-109	-138	27%
Свободный денежный поток	-271	97	220	126%	47	192	309%
Активы	6 862	7 132	7 600	7%	7 206	7 600	5%
Капитал	1 637	1 825	2 082	14%	2 045	2 082	2%
Долг	3 872	3 787	3 885	3%	3 816	3 885	2%
Доля краткосрочного долга, %	18%	16%	27%	12 п.п.	24%	27%	3 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	161	231	225	-2%	127	225	78%
<b>Кредитные метрики</b>							
Долг / Капитал	2,4	2,1	1,9	-	1,9	1,9	-
ЕБИТДА / Чистые проценты, х	2,3	3,9	3,8	-	3,6	3,3	-
Чистый долг / ЕБИТДА, х	3,9	3,4	3,5	-	3,6	3,5	-
Долг / Свободный денежный поток, х	отр.	39	18	-	81	18	-

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Объем капитальных вложений ТМК в 2012 г. составил 445 млн дол., в 2013 г., как ожидается, он сократится до 400 млн дол. по мере завершения крупнейших проектов. По оценкам менеджмента, умеренные



инвестиции позволят компании направить до 200 млн долл. на сокращение долга в 2013 г. При этом мы отмечаем, что компания при этом не отказывается от планов небольших по размеру M&A сделок (видимо сопоставимых по масштабам с недавней покупкой актива на Ближнем Востоке) и выплаты дивидендов акционерам – как следствие, мы не ожидаем заметного улучшения кредитных метрик (ниже 3х Чистый долг/ЕБИТДА) в текущем году.

В 2013 г. ТМК предстоит погасить порядка 580 млн долл. короткого долга. Согласно комментариям менеджмента, компания располагает до 1,5 млрд долл. незадействованных кредитных линий в банках, однако также рассматривает варианты оптимизации кредитного портфеля за счет выхода на публичные рынки долга.

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

### Vimpelcom Ltd. опубликовал результаты по МСФО за 4К12 и 2012 год. Нейтрально

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

-/Ba3/BB-

**Новость.** Vimpelcom Ltd. опубликовал финансовые результаты за 4К12 и 2012 год, в целом нейтральные с точки зрения кредитного профиля. При этом, мы обращаем внимание на несколько разочаровывающие комментарии менеджмента относительно использования поступлений от предстоящей конвертации привилегированных акций: по всей видимости, инвесторам в облигации не стоит рассчитывать на то, что эти средства могут быть направлены на сокращение долговой нагрузки.

Длинные выпуски евробондов Вымпелкома (VIP22, VIP23) торгуются с премией около 120 б. п. к MOVTEL20 в терминах Z-спреда, что довольно широко: на наш взгляд, она не должна превышать 100 б.п. (в январе 2013 года она опускалась до 50 б. п.).

#### Комментарий.

**Рост выручки в 2012 г. за счет рынков СНГ.** Выручка Vimpelcom Ltd. за весь 2012 год сократилась на 2% до 23,06 млрд долл., в основном за счет негативного эффекта переоценки валют: без учета этого фактора она выросла на 4% г/г. Основными источниками роста были рынки стран СНГ (+10% г/г и 15% г/г без учета курсовых разниц). В России выручка практически не изменилась. (увеличилась на 7% г/г без учета курсовых разниц), а в Италии и вовсе сократилась на 10% до 6 982 млн долл. (-3% с поправкой на колебания курсов).

**4К12: улучшение рентабельности в России по сравнению с 4К11.** В 4К12 выручка незначительно выросла (+1% кв/кв), тогда как ЕБИТДА прибавила 10% кв/кв. С поправкой на курсовые разницы органический рост выручки и ЕБИТДА составил, соответственно, 3% и 10% относительно показателя 4К11. Выручка от операций на российском рынке в 4К12 поднялась на 4% г/г и составила 73,6 млрд. руб., главным образом благодаря увеличению доходов от услуг мобильной связи (+4% г/г), в особенности от услуг мобильной передачи данных (+37% г/г). ЕБИТДА увеличилась на 15% в сравнении с прошлогодним показателем, тогда как рентабельность по ЕБИТДА прибавила 4,2 п.п. до 41,3%, что отражает успешные результаты реализации программы по сокращению издержек. В Италии выручка и ЕБИТДА сократились на 4% кв/кв (рост на 2% без учета эффекта от снижения ставок за приземление трафика в мобильных сетях, MTR).

**Высвобождение средств из оборотного капитала в 4К12.** Несмотря на традиционный для последнего квартала года рост капиталовложений, свободный денежный поток компании в 4К12 (1,1 млрд долл.) был выше, чем в предыдущем квартале на фоне высвобождения средств из оборотного капитала – роста кредиторской задолженности. По комментариям компании, это отчасти является следствием целенаправленных действий по управлению оборотного капитала.

**Существенный запас ликвидности – однако большая доля «связана» на уровне Алжирской «дочки».** В итоге, на балансе скопилась довольно

существенная сумма в 5 млрд дол., из которой 1,3 млрд дол. было потрачено в январе на выплату дивидендов. В то же время, мы полагаем, что значительная часть денежных средств находится на балансе алжирской «дочки» Vimpelcom Ltd. и фактически Холдинг не может ими воспользоваться ввиду действующих в отношении ОТА ограничений на банковские переводы. Согласно отчетности Orascom Telecom Holding за 2012 год (опубликована вчера), денежные средства на уровне ОТА на 31/12/12 составляли 2 млрд дол. (40% консолидированного показателя). Структура по отдельным операционным компаниям не раскрывается, однако мы предполагаем, что на ОТА приходится большая часть этой суммы.

По состоянию на 31 декабря 2012 года кредитные показатели Вымпелкома несколько улучшились благодаря приросту денежных средств на балансе: коэффициент «чистый долг/ЕБИТДА» составлял 2,2 против 2,4 на 30 сентября 2012 года. С начала года Вымпелком привлек 2 млрд дол. на публичном рынке - эти средства будут направлены на рефинансирование короткого долга ОАО «Вымпелком» в 2013 – 2014 гг.

**Рост капиталовложений в 2013 году.** Несмотря на долгосрочную цель снизить соотношение капзатрат к выручке до 15% в 2015 г, в текущем году компания планирует существенно нарастить инвестиционный бюджет – до 21% выручки на уровне всего холдинга (по сравнению с 17% в 2012) и до 22% на уровне российской компании. Vimpelcom Ltd. намерен заметно улучшить качество покрытия сетей в России, и, в частности, в московском регионе, дабы сократить технологическое отставание от конкурентов.

**Поступление средств от конвертации «префов» - не повод ожидать снижения долговой нагрузки.** Компания планирует объявить финальные дивиденды за 2012 г. во 2-ом квартале (собрание акционеров намечено на 24/04/13). Кроме того, Vimpelcom может объявить внеочередные дивиденды за счет средств, полученных от конвертации привилегированных акций Altimo в обыкновенные (1,4 млрд. дол. в апрель 2013 года). С точки зрения кредитного профиля это не лучшая новость, показывающая, что снижение долговой нагрузки, вероятно, не является наиболее приоритетной задачей для компании. Напомним, что на недавнем Дне Инвестора в январе Vimpelcom скорректировал ориентиры по снижению левириджа ниже 2х «Чистый долг / ЕБИТДА», передвинув их на 1 год (до конца 2015).

Vimpelcom Ltd: основные финансовые показатели, млн долл.

	2010	2011	2011 проформа	2012	г/г	3К12	4К12	к/к
Выручка	10 522	20 262	23 477	23 061	-2%	5 747	5 950	4%
ЕБИТДА	4 807	8 256	9 525	9 768	3%	2 530	2 446	-3%
Рентабельность по ЕБИТДА	45,7%	40,7%	40,6%	42,4%	+2,2 п.п.	44,0%	41,1%	-2,9 п.п.
Операционный денежный поток	3 702	6 106	-	7,257	-	1 998	2 301	15%
Капиталовложения	-1 814	-6 260	-	-3 886	-	-967	-1 139	18%
Свободный денежный поток	1 888	-154	-	3 371	-	1 031	1 162	13%
Активы	19 505	54 039	54 039	55 360	2%	44 867	55 360	23%
Собственный капитал	10 412	14 902	14 902	15 372	3%	15 489	15 372	-1%
Долг	5 660	26 827	26 827	26 987	1%	26 637	26 987	1%
Доля краткосрочного долга	21%	10%	10%	10%	-1 п.п.	9%	10%	+1 п.п.
Ден. средства и эквиваленты	922	2 501	2 501	5 016	101%	3 956	5 016	27%
<b>Кредитные метрики</b>								
Долг / капитал	0,5	1,8	1,8	1,8	-	1,7	1,8	-
ЕБИТДА / чистые процентные расходы	10,3	5,6	5,1	7,0	-	5,4	5,1	-
Чист. долг / ЕБИТДА за 12М (проформа)	1,0	2,6	2,6	2,2	-	2,4	2,2	-
Долг / свободный денежный поток	3,0	отр.	отр.	8,0	-	53,1	8,0	-

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

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



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
07.03.13	Погашение Система, I	6,000
	Погашение КБ Восточный БО-1	1,000
11.03.13	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	40,000
12.03.13	Оферта РЖД, I3	15,000
	Погашение Мечел БО-2	5,000
13.03.13	Аукцион 5-летних ОФЗ	20,000
	Аукцион ОФЗ-26209	8,422
14.03.13	Оферта ВТБ-Лизинг Финанс, 4	5,000
15.03.13	Погашение ВТБ БО-1, БО-2 и БО-5	20,000
	Оферта Банк Национальный стандарт, I	1,500
20.03.13	Купонные выплаты по ОФЗ	1,116
	Аукцион 15-летних ОФЗ	20,000
21.03.13	Купонные выплаты по ОФЗ	5,488
26.03.13	Оферта ЕвразХолдинг Финанс, I и 3	15,000
	Погашение ЮТэйр-Финанс БО-1 и БО-2	3,000
27.03.13	Погашение ОФЗ-25065	46,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	2,156
	Аукцион ОФЗ-26210	25,000
29.03.13	Оферта Абсолют Банк БО-2	5,000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
март	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	4K12
11.03.13	Энел ОГК-5: финансовые результаты по МСФО	2012
11.03.13	НОВАТЭК: финансовые результаты по МСФО	4K12
19.03.13	МТС: финансовые результаты по US GAAP	4K12 и 2012
25-29.03.13	Магнит: аудированные финансовые результаты по МСФО	2012
25-29.03.13	НАМК: финансовые результаты по US GAAP	2012
28.03.13	РусГидро: финансовые результаты по РСБУ	2012
апрель	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	2012
апрель	ММК: финансовые результаты по МСФО	2012
апрель	НАМК: финансовые результаты по US GAAP	2012
апрель	Металлоинвест: финансовые результаты по МСФО	2012
01.04.13	РусГидро: финансовые результаты по МСФО	2012
11.04.13	Евраз: финансовые результаты по МСФО	2012
15.04.13	Башнефть: финансовые результаты по МСФО	2012
29.04.13-10.05.13	Магнит: неаудированные финансовые результаты по МСФО	1K13
до 1.05.13	Газпром: финансовые результаты по МСФО	2012
май	Роснефть: финансовые результаты по МСФО	1K13
22.05.13	Alliance oil: финансовые результаты по МСФО	1K13

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Газпромбанк

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

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

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

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

#### 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

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

#### 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

Сергей Васин

+7 (495) 983 18 00 доб. 54508

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00

доб. 54074

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

#### Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

### Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00 доб. 54424

Дмитрий Селиванов

Андрей Малышенко

### Редакторская группа

Павел Мишачев

+7 (495) 983 18 00 доб. 54472

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

### 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

Артем Белобров

+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 Миронов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

### Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

### 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) 989 91 29

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

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

#### Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Copyright © 2003 — 2013. «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.