

# Рынок облигаций:

# Факты и комментарии

7 сентября 2009 года

## Новость дня

По словам А.Улюкаева, в августе прирост объема банковских кредитов нефинансовому сектору составил около 100 млрд руб., или 0,7%

## Новости эмитентов.....стр 2

- Дефолты и реструктуризации: Строймонтаж, КД-Авиа, ИжАвто.
- СБ Банк – комментарий к размещению.
- Вимм-Билль-Данн: финансовые результаты за 1 полугодие 2009 года.
- ЛУКОЙЛ, РусГидро, ЧТПЗ, ТМК, Акрон, ВМУ, ЦентрТелеком, ЮНИМИЛК, Иркутская область.

## Денежный рынок.....стр 9

- Ликвидность продолжает падать, а ставки – расти.
- Курс рубля не коррелирует с ценами на нефть.

## Долговые рынки .....стр 10

- Внешние рынки: безработица в США устанавливает 26-летний рекорд. Риторика G-20 становится более уверенной, что добавляет рынкам позитива.
- Российские еврооблигации: Russia-30 способна пока лишь на «локальные» максимумы. В корпоративных евробондах торговая активность слабая.
- Рублевый сегмент: пятница завершилась небольшим ростом котировок по наиболее ликвидным выпускам, но есть и «отличники».

## Панорама рублевого сегмента...стр 12

## Основные рыночные индикаторы

ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	3.44%	9	123
Russia-30	7.01%	1	-283
ОФЗ 25068	12.11%	-2	n/a
ОФЗ 25065	11.63%	-6	n/a
Газпрнефт4	12.78%	0	n/a
РЖД-9	10.38%	-9	-192
АИЖК-8	14.02%	-15	-815
ВТБ - 5	11.59%	-2	-201
РоссельхБ-6	13.18%	0	331
МосОбл-8	16.39%	-30	-1 745
Mgor59	10.06%	-15	n/a

ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	88.49%	4	722
ITRAXX XOVER S10 5Y	675.25	3	-354
CDX HY 5Y	857.49	-9	-290

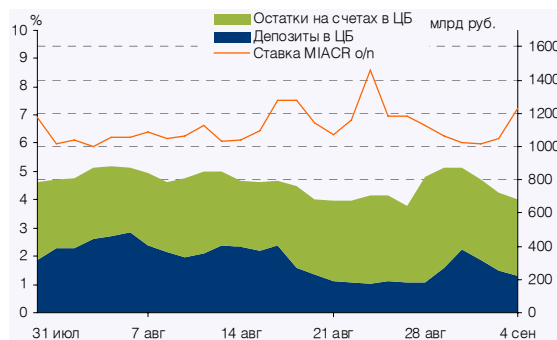
		Изм 1 день, %	YTD,%
MICEX	1 096.66	1.0%	77.0%
RTS	1 078.27	1.4%	70.6%
S&P 500	1 016.40	1.3%	12.5%
DAX	5 452.13	1.3%	13.3%
NIKKEI	10 187.11	-0.3%	15.0%

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD,%
Нефть Urals	66.57	0.8%	59.1%
Нефть WTI	68.02	0.1%	52.5%
Золото	994.40	0.3%	12.7%
Никель LME 3 M	17 600.00	-3.3%	50.4%

Источник: Bloomberg, ММВБ

## Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

**МАКРОновости**

- По данным Росстата, инфляция в РФ за август текущего года составила ноль процентов, за период с начала года – 8,1% (в августе 2008 года – 0,4%, за период с начала года – 9,7%).
- С 24 по 31 августа 2009 года объем денежной массы в узком определении сократился на 102,2 млрд руб. до 3976,4 млрд руб.
- По словам директора департамента финансовой политики Минфина Алексея Саватюгина, Минфин планирует сократить объем средств, выделенных на докапитализацию банков с помощью ОФЗ, в 2009 году с 210 млрд руб. до 150 млрд руб. Объем средств, запланированный на эти цели в 2010 году, — 250 млрд руб. — останется неизменным.
- Коллегия Счетной палаты утвердила оперативный отчет о ходе исполнения федерального бюджета за I полугодие 2009 года. Анализ поступления доходов за январь–июнь 2009 года свидетельствует о высокой вероятности неисполнения утвержденного прогнозируемого объема доходов федерального бюджета за счет нефтегазовых доходов. Так, доходы федерального бюджета в январе–июне сократились по сравнению с соответствующим периодом прошлого года на 27,5%, без учета доходов от управления средствами Резервного фонда и Фонда национального благосостояния – на 33,3%. Резкое сокращение доходов привело к образованию дефицита федерального бюджета, который в I полугодии составил 4,2% ВВП.

Исполнение расходов федерального бюджета за отчетный период составило только 40% утвержденных назначений. Особое внимание в отчете обращается на неудовлетворительное исполнение расходов отдельными главными распорядителями средств федерального бюджета. Из 130 главных распорядителей 16 не осуществляли кассового исполнения расходов, 54 исполнили их ниже среднего уровня (Рособоронпоставка – 0,1%, Росалкогольрегулирование – 0,4%, Росинформтехнологии – 3,9%).

Расходы на реализацию федеральных целевых программ, по данным Счетной палаты, составили 18,7% годовых бюджетных назначений. Расходы на реализацию приоритетных нацпроектов составили 62 млрд руб., или 21,6% годовых бюджетных назначений. Как отмечается в комментариях к отчету «неравномерность кассового исполнения расходов в течение года снижает эффективность использования бюджетных средств и приводит к неисполнению бюджетных назначений в полном объеме». Кроме того, в отчете обращается внимание на существенный рост дефицита региональных бюджетов, усиление их зависимости от федеральной помощи. Это, в свою очередь, не мотивирует органы исполнительной власти субъектов.

**Дефолты и реструктуризации**

- Как пишут сегодняшние СМИ, президент корпорации **«Строймонтаж»** Артур Кириленко в пятницу обратился с открытым письмом к президенту Балтийского банка Олегу Шигаеву, «пригрозив» инициировать процедуру банкротства, в случае если банк, которому Компания задолжала около 1 млрд руб., не будет удовлетворен предлагаемым активом – бизнес-центром. Напомним, что ранее в СМИ сообщалось, банк выдал строительной Корпорации два кредита: беззалоговый на сумму 250 млн руб. и 715 млн руб. под залог бизнес-центра. /Коммерсантъ, Ведомости/.
- По словам Главы Росавиация, Ведомство с 14 сентября аннулирует сертификат эксплуатанта авиакомпании **КД–Авиа**. /Прайм–ТАСС/
- С 5 сентября, согласно сообщению Прайм–ТАСС, Аэрофлот начнет перевозку пассажиров **КД–Авиа**. /Прайм–ТАСС/
- В пятницу, 4 сентября, Арбитражным судом Удмуртии в отношении автозавод **ОАО «ИжАвто»** было принято решение признания его банкротом и о введении процедуры наблюдения. Временным управляющим назначен Рашид Загидуллин, член некоммерческого партнерства «Саморегулируемая организация

«Гильдия арбитражных управляющих», г. Казань. Его кандидатура была предложена автозаводом. Следующее заседание суда по делу о банкротстве назначено на 4 марта 2010 года.

Напомним, что процедура банкротства была инициирована самим предприятием, заявка в Арбитражный суд была подана 6 августа 2009 года. При этом проблемы на автозаводе начались еще в апреле месяце: резкое падение спроса на собираемые на автозаводе автомобили заставило руководство автозавода на 45% сократить количество персонала, а в мае и вовсе остановить конвейер, и даже переговоры президента Удмуртии с главой российского правительства не помогли разрешить ситуацию.

По данным Компании, по итогам 6 месяцев 2009 года «ИжАвто» получило чистый убыток в размере 1,891 млрд руб. Выручка Автозавода за указанный период снизилась в 2,6 раза относительно сопоставимого показателя прошлого года и составила 4,934 млрд руб. Кредиторская задолженность «ИжАвто» превысила 13 млрд руб., основной кредитор – Сбербанк, контрольный пакет акций «ИжАвто» заложен в Сбербанке, а долг у предприятия перед ним составляет более 7 млрд руб. Помимо Сбербанка претензии к «ИжАвто» выдвинули также банк «Петрокоммерц», Оргрэсбанк и МДМ-банк и другие. По итогам проверки деятельности завода представителями Счетной палаты, проблемы на предприятии явились следствием нерациональной финансовой политики, отвлечения средств из оборота компании, а также просрочки платежей. 25 августа текущего года, по решению суда, на часть имущества аффилированного с автозаводом лица – ООО «Иж-Капитал» был наложен арест в обеспечение иска банка «Уралсиб». /Коммерсантъ, Finambonds/

#### Купоны, оферты, размещения и погашения

- Ставка 8-го купона по облигациям ООО «Главстрой-Финанс» серии 02 определена в размере 21% годовых. Купонный доход за 8-й купонный период составит 104,71 руб. в расчете на одну облигацию.
- ОАО «ЦентрТелеком» объявило о проведении открытого конкурса на право оказания услуг по организации и размещению выпусков биржевых облигаций. Эмитент планирует по открытой подписке разместить 7 выпусков биржевых облигаций на общую сумму 10 млрд руб. Предполагаемые сроки размещения – в течение 2009–2011 годов. Заявки на участие в конкурсе принимаются с 1 сентября 2009 года по 30 сентября 2009 года.
- В пятницу «Северсталь» открыла книгу заявок на свои биржевые облигации на общую сумму 10 млрд руб. Ориентир ставки первого купона — 15,5—16,5% годовых. Организаторами займа выступают Raiffeisen и Citi.

#### ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

##### СБ Банк – комментарий к размещению.

Сегодня состоится размещение облигационного займа СБ Банка серии 03 размером 1,5 млрд руб. Мы не видим основания для существенного спроса на данные бумаги: во-первых, облигации не входят в Ломбардный список, во-вторых, показатели деятельности Банка не дают особого повода для оптимизма. Однако мы не исключаем частично техническое размещение.

Финансовые показатели СБ Банка 2008-2009 гг.						
млн руб.	1 янв 08	1 авг 08	1 янв 09	1 апр 09	1 июл 09	1 авг 09
Активы	29 908	32 562	30 532	30 765	32 642	31 153
Рентабельность активов	---	1.1%	1.6%	0.7%	0.3%	0.6%
Кредитный портфель (gross)	16 253	21 737	20 002	20 821	21 897	21 170
Уровень резервов	17.1%	13.0%	15.1%	15.5%	15.6%	15.8%
Уровень просрочки	0.1%	0.5%	0.5%	0.7%	1.3%	1.2%
Кредиты физлиц	6.1%	7.1%	8.1%	7.7%	6.5%	6.6%
Кредиты/Депозиты	713.7%	403.5%	406.0%	496.8%	585.6%	578.2%
Операции с ценными бумагами	4 764	7 964	8 638	10 180	9 991	10 004
Доля в активах	15.9%	24.5%	28.3%	33.1%	30.6%	32.1%
Капитал**	3 397	3 267	3 267	3 267	3 652	3 652
Доля в активах	11.4%	10.0%	10.7%	10.6%	11.2%	11.7%
МБК (привлеченные кредиты и депозиты), в т.ч.	4 695	6 094	5 806	4 786	8 644	8 598
Кредиты ЦБ	0	0	4 000	3 300	4 400	5 650
Кредиты ЦБ в Пассивах	0.0%	0.0%	13.1%	10.7%	13.5%	18.1%
Средства клиентов, в т.ч.	8 322	7 070	7 487	7 465	7 945	7 510
госсредства	0	0	0	0	0	0
юридических лиц	8 144	6 411	7 227	6 864	7 718	7 282
физических лиц	178	659	261	601	227	229
доля средств в пассивах	27.8%	21.7%	24.5%	24.3%	24.3%	24.1%
Депозиты, в т.ч.	2 277	5 387	4 927	4 191	3 739	3 661
юридических лиц	1 038	2 708	2 788	2 071	1 501	1 504
физических лиц	1 239	2 679	2 138	2 120	2 238	2 157
доля депозитов в пассивах	7.6%	16.5%	16.1%	13.6%	11.5%	11.8%
Балансовая прибыль	405	193	483	51	52	115

\* расчет не производится

\*\* первый раздел 101 формы

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКа.

Среди ключевых факторов, определяющих риски Банка, мы отмечаем:

- Небольшие масштабы. В настоящий момент Банк располагает скромной филиальной сетью (16 отделений), сконцентрированной преимущественно в Москве и Московской области. Активы Банка на 1 августа текущего года составили 31,2 млрд руб. В результате, по величине валюты баланса он занимает 80 место среди российских банков, несколько уступая Банкам «Восточный Экспресс» (72) и опережая БалтИнвестБанк (83) и Локо-Банк (84).
- Существенный портфель ценных бумаг – 10 млрд руб. С одной стороны, это позволяет Банку управлять ликвидностью, с другой – как всегда, встает вопрос о качестве данного портфеля, что немаловажно в текущей нестабильной ситуации. В пользу Кредитной организации говорит лишь тот факт, что 7,9 млрд руб. приходится на долговые обязательства, в т.ч. 3,5 млрд руб. – долговые обязательства иностранных государств.
- «Оптимистичный» кредитный портфель. Объем кредитования (gross) СБ Банка составляет 21,2 млрд руб. На начало 2009 года его диверсификацию можно назвать умеренной: на торговлю, строительство и недвижимость приходится 45,7%, на производство – 18,7%, на кредитование физлиц – 8,4%. Несмотря на то, что заметную долю портфеля составляют отрасли повышенного риска, просрочка в размере 1,2% портфеля в 3,5 раза ниже среднеотраслевого уровня вызывает у нас вопросы. При этом начисленные резервы составляют 15,8%, превышая объем просроченной задолженности более чем в 10 раз. Мы склонны ориентироваться больше на норму резервирования, поскольку оптимизм по уровню просрочки считаем завышенным. В пользу Банка свидетельствует уровень прибыли за 7 месяцев, соизмеримый с аналогичным периодом прошлого года – 115 млн руб. и 193 млн руб. соответственно, а также высокий уровень достаточности капитала – 21,38% при минимально допустимых 10%, – т.е. более, чем в два раза.

- Зависимость от кредитов ЦБ. Отметим, что в противовес общеотраслевой тенденции снижения задолженности перед ЦБ во 2 квартале 2009 год, Банк не только не сократил ее, но и заметно увеличил – с 3,3 млрд руб. до 4,4 млрд руб., а за июль месяц и вовсе до 5,65 млрд руб. На наш взгляд это обусловлено прошедшей офертой (17 июня) и погашением (2 июля) займов серий 02 и 01 на сумму 0,3 млрд руб. и 1,5 млрд руб. соответственно. Вероятно, это привело и к заметному ухудшению показателей ликвидности – на 1 августа коэффициент текущей ликвидности снизился до 56,17% (63,8% на 1 июля) при минимально допустимых 50%.

Сейчас на рынке обращается заем серии 02 (в рынке около 0,7 млрд руб.), оферта по которому состоялась 17 июня 2009 года, в рамках которой было предъявлено к выкупу 30% выпуска. Держателям был предложен купон в размере 17,5% годовых, однако его вряд ли можно назвать завышенным: сейчас бумаги торгуются с доходностью 18,1% годовых, т.е. около номинала. С другой стороны, проходящие по номиналу с интервалом в 2–3 недели основные сделки по бумаге в размере 100 млн руб. наводят мысль об искусственном поддержании бумаги в преддверии предстоящего погашения. В любом случае, мы не видим оснований для более оптимистичной оценки, чем диапазон доходности на уровне 19–19,5% годовых, что составит премию к обращающемуся выпуску 100–150 б.п. Т.е. ориентир купона при первичном размещении – 18,2–18,6%. К сожалению, сравнение с прочими, схожими по размеру активов банками (Банк Восточный Экспресс, БалтИнвестБанк), невозможно ввиду неликвидности их выпусков.

Елена Федоткова

fedotkova\_ev@nomos.ru

## НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

- Согласно заявлению президента ОАО «ЛУКОЙЛ» Вагита Алекперова, Компания надеется на этой неделе получить разрешение Казахстана на выкуп доли BP в Каспийском трубопроводном консорциуме (КТК) за 1,5–1,6 млрд долл. /Reuters, Ведомости/

## ЭНЕРГЕТИКА

- По словам заместителя министра энергетики, в следующем году для восстановления Саяно–Шушенской ГЭС (РусГидро) из бюджета может быть выделено 9,6 млрд руб. и 4,6 млрд руб. для ускорения строительства берегового водосброса станции рядом с ГЭС. Суммарные затраты оцениваются около 40 млрд руб. Дефицит средств будет закрыт за счет платежей по договору страхования имущества и банковских кредитов. /РБК daily/

## МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

- Как сообщило в пятницу Министерство промышленности и торговли, ведомство начинает повторное специальное защитное расследование в отношении ввозимых в Россию труб большого диаметра (ТБД, диаметром более 508 мм). Основанием для возобновления стали заявления российских трубных предприятий — Челябинского трубопрокатного завода (группа ЧТПЗ), Выксунского металлургического завода (Объединенная металлургическая компания), Волжского трубного завода (Трубная металлургическая компания). Объектом расследования станет весь спектр ТБД, и проводится оно будет в отношении импорта из любой страны. Аналогичное расследование уже проводилось в 2006 году, по его результатам была введена специальная пошлина в размере 8% сроком на три года. /РБК daily/

**ХИМИЯ И ЛПК**

- ЮниКредит Банк установил лимит кредитования ОАО «Акрон» в размере 177 млн долл. В рамках указанного лимита ЗАО «ЮниКредит Банк» и ОАО «Акрон» в июле текущего года заключили соглашение о предоставлении Компании финансирования в размере 147 млн долл. Срок кредитования – 18 месяцев. Привлеченные средства направлены для финансирования текущей деятельности Заемщика. /Finambonds/
- ОАО «Воскресенские минудобрения» раскрыло информацию о подписании контракта с «Сильвинитом» на закупку 22,5 тыс. хлористого калия для производства сложных удобрений по цене 3955 руб./т до конца текущего года. Ранее, в конце августа Компания договорилась о поставках 67,5 тыс. т калия с «Уралкалием» по такой же цене. Теперь потребность ВМУ в сырье до конца года удовлетворена полностью. /Ведомости/

**ТЕЛЕКОМЫ И МЕДИА**

- ОАО «ЦентрТелеком» подвело неаудированные итоги деятельности в первом полугодии 2009 года согласно МСФО. В январе–июне 2009 года доходы Компании выросли по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 7,53% и составили 18,212 млрд руб. Рост доходов был обусловлен: увеличением абонентской базы пользователей услуги ШПД Domolink на 28,03% до 902,739 тыс. абонентов (705,075 тыс. абонентов на конец 2008 года), а также увеличением количества основных телефонных аппаратов до 6,696 млн штук, что на 0,27% превышает аналогичный показатель 2008 года. При этом, следует отметить, что доля доходов от услуг предоставления доступа в Интернет в структуре доходов Компании достигла 13,36% (10,37% в 1–ом полугодии 2008 года). Операционные расходы Оператора в отчетном периоде выросли на 1,35% – до 12,721 млрд руб., операционная прибыль – на 25,22% до 5,491 млрд руб., показатель EBITDA – на 25,55% до 8,461 млрд руб. Прибыль Компании в январе–июне 2009 года выросла относительно сопоставимого периода 2008 года на 20,4% и составила 2,927 млрд руб. Чистый долг «ЦентрТелеком» по состоянию на 30 июня текущего года сократился на 10,1% и составил 21,364 млрд руб. (по состоянию на 31 декабря 2008 года – 23,765 млрд руб.). /www.centertelecom.ru/

**ПОТРЕБСЕКТОР И АПК**

- Входящий в «ЮНИМИЛК» завод «Петмол» на этой неделе начнет выпуск детского питания, творожков и густых йогуртов. В высокомаржинальном творожно–десертном сегменте Компания раньше представлена не была. Общий объем инвестиций в завод, который работает уже год, 2,8 млрд руб., в том числе 600 млн руб. — вторая очередь. Объем переработки сырья возрастет с 400 тонн до 600 тонн в сутки, предельная мощность — 1000 тонн. /Ведомости/

**Вимм–Билль–Данн: финансовые результаты за 1 полугодие 2009 года.**

На прошлой неделе ОАО «Вимм–Билль–Данн Продукты Питания» объявило неаудированные финансовые результаты своей деятельности за 2 квартал и по итогам 1 полугодия 2009 года в соответствии с US GAAP, которые мы оцениваем положительно.



Финансовые результаты ВБД ПП в 2008-2009 гг.								
млн долл.	2008	2 кв. 2009	2 кв. 2008	2 кв. 2009/ 2 кв. 2008	1 пол. 2009	1 пол. 2008	1 пол. 2009/ 1 пол. 2008	1 пол. 2009/ 2008
<b>Основные финансовые показатели</b>								
Выручка	2 823.6	554.6	760.1	-27.0%	1 071.5	1492.1	-28.2%	-
"Молоко"	2 095.9	377.4	550.0	-31.4%	746.7	1105.4	-32.4%	-
"Напитки"	473.2	115.8	142.1	-18.5%	209.9	259.0	-19.0%	-
"Детское питание"	254.5	61.4	68.0	-9.7%	114.9	127.7	-10.0%	-
Валовая прибыль	913.0	195.3	250.9	-22.2%	363.4	470.4	-22.7%	-
Коммерческие расходы	-488.1	-100.1	-131.1	-23.6%	-184.5	-241.1	-23.5%	-
Общие и административные расходы	-171.4	-34.3	-54.7	-37.3%	-63.8	-96.8	-34.1%	-
Операционная прибыль	245.1	61.4	62.6	-1.9%	111.8	126.0	-11.3%	-
ЕБИТДА	361.0	85.2	93.1	-8.5%	158.3	183.8	-13.9%	-
Чистая прибыль (убыток)	101.7	52.3	36.7	42.5%	64.9	78.6	-17.4%	-
% расходы	44.5	5.5	12.4	-55.6%	15.1	25.0	-39.6%	-
Активы	1 577.0	-	-	-	1432.0	1837.6	-22.1%	-9.2%
Дебиторская задол-ть	125.5	-	-	-	120.4	182.7	-34.1%	-4.0%
Денежные средства и их эквиваленты	277.3	-	-	-	226.3	148.3	52.6%	-18.4%
Финансовый долг, в т.ч.	649.7	-	-	-	487.8	668.3	-27.0%	-24.9%
долгосрочный	415.7	-	-	-	460.9	410.3	12.3%	10.9%
краткосрочный	234.1	-	-	-	26.9	258.0	-89.6%	-88.5%
Кредиторская задол-ть	133.9	-	-	-	139.7	164.9	-15.2%	4.4%
<b>Показатели эффективности и покрытия долга</b>								
Валовая маржа	32.3%	35.2%	33.0%	2.2 п.п.	33.9%	31.5%	2.4 п.п.	-
Операционная маржа	8.7%	11.1%	8.2%	2.9 п.п.	10.4%	8.4%	2.0 п.п.	-
Рентабельность ЕБИТДА	12.8%	15.4%	12.2%	3.2 п.п.	14.8%	12.3%	2.5 п.п.	-
Рентабельность по чистой прибыли	3.6%	9.4%	4.8%	4.6 п.п.	6.1%	5.3%	0.8 п.п.	-
Фин. долг/ЕБИТДА	1.80	-	-	-	1.45	1.98	-	-
ЕБИТДА/%	8.11	15.49	7.51	-	10.48	7.35	-	-
Фин. долг/Активы	0.41	-	-	-	0.34	0.36	-	-

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКА.

Финансовые показатели Компании в долларовом выражении в 1-ом полугодии 2009 года продемонстрировали отрицательную динамику в сравнении с сопоставимым периодом 2008 года – выручка Группы снизилась на 28,2% до 1,072 млрд долл., валовая прибыль – на 22,7% до 363,4 млн долл., операционная прибыль – на 11,3% до 111,8 млн долл. и ЕБИТДА – на 13,9% до 158,3 млн долл. Причиной негативных изменений стала девальвация рубля в отчетном периоде, а также «несколько снизившийся потребительский спрос».

– В ключевом для Группы сегменте «Молоко» сокращение выручки за первые 6 месяцев 2009 года произошло на 32,4% до 746,7 млн долл. из-за ослабления рубля относительно доллара. При этом валовая маржа за это время возросла с 28,3% до 30,3% за счет снижения производственной себестоимости в условиях благоприятной конъюнктуры на рынке сырого молока. На этом фоне Компании удалось снизить среднюю отпускную цену в сегменте на 23,2% до 1,07 долл. за 1 кг в 1-ом полугодии 2009 года против 1,40 долл. за 1 кг в 1-ом полугодии 2008 года.

– Снижение выручки в сегменте «Напитки» в январе-июне 2009 года произошло на 19% до 209,9 млн долл., что объясняется девальвацией рубля, которое отчасти было компенсировано ростом объема продаж. При этом средняя отпускная цена снизилась на 24% и составила 0,74 долл. за 1 л. в 1-ом полугодии 2009 года против 0,98 долл. за 1 л. в 1-ом полугодии 2008 года. Несмотря на это, валовая маржа в сегменте «Напитки» продемонстрировала рост до 38,8% в январе-июне 2009 года с 38,0% в аналогичном периоде прошлого года – благодаря росту эффективности и снижению стоимости концентратов. Причем, во 2-ом квартале 2009 года валовая маржа в сегменте «Напитки» увеличилась до 40,4% с 38,0% годом ранее.

– Сокращение выручки сегмента «Детское питание» на фоне двух предыдущих сегментов по той же причине было минимальным на 10% до 114,9 млн долл., что было компенсировано ростом объемов продаж

при снизившейся на 28,7% до 1,72 долл. за 1 кг средней отпускной цены. Несмотря на это, валовая маржа в данном сегменте возросла с 46,7% в январе–июне 2008 года до 48,6% в сопоставимом периоде 2009 года.

Чистая прибыль Группы, как и другие финансовые показатели, в рассматриваемом период времени снизилась на 17,4% до 64,9 млн долл. в результате девальвации рубля. Хотя во 2-ом квартале 2009 года чистая прибыль Компании относительно аналогичного периода 2008 года выросла на 42,6% и составила 52,3 млн долл. В рублевом выражении чистая прибыль ВБД за первые 6 месяцев текущего года показала рост на 12,3%. В результате ослабления рубля у Группы возникли потери от курсовых разниц в размере 11,1 млн долл. в ходе переоценки долларového синдицированного кредита на 250 млн долл., привлеченного Компанией во второй половине 2008 года. В условиях экономической нестабильности, мы считаем, что у Группы сохраняются валютные риски по синдицированному кредиту.

В отчетном периоде ВБД показал неплохой рост эффективности своей деятельности – показатель рентабельность EBITDA увеличился с 12,3% до 14,8%, а рентабельность по чистой прибыли – с 5,3% до 6,1%. Роста эффективности Группе удалось достичь благодаря контролю за общими и административными издержками, которые сократились в январе–июне 2009 года на 34,1% до 63,8 млн долл. относительно аналогичного периода 2008 года, составив 6,0% консолидированной выручки против 6,5% годом ранее. При этом коммерческие расходы Компании, также сократились в рассматриваемом период времени на 23,5% до 184,5 млн долл., хотя в процентах от выручки их доля возросла с 16,2% до 17,2%. Данный рост обусловлен увеличением рекламных и маркетинговых расходов в процентах от выручки — с 4,0% до 6,2%.

Размер финансового долга ВБД в 1-ом полугодии 2009 года снизился на 27% относительно 1-го полугодия 2008 года и на 24,9% в сравнении с началом текущего года до 487,8 млн долл. При этом краткосрочная часть долга составила всего 5,5% или 26,9 млн долл. Уровень долговой нагрузки также уменьшился – соотношение Финансовый долг/EBITDA, по нашим оценкам, составил 1,45x против 1,80x на начало 2009 года. Текущие риски Компании находятся на низком уровне, учитывая имеющиеся на счетах денежные средства и их эквиваленты в размере 226,3 млн долл., а также весомый операционный денежный поток в 180,3 млн долл. по итогам 1-го полугодия. Принимая все это во внимание, мы считаем, что и в дальнейшем Компании будет под силу исполнить свои обязательства.

По публичному долгу ближайшим событием для ВБД станет прохождение оферты в сентябре 2010 года по облигациям серии 03 объемом 5 млрд руб. (3 млрд руб. были возвращены «в рынок»), а двумя месяцами позже, в декабре – погашение облигаций Компании серии 02 объемом 3 млрд руб. Кроме того, в апреле 2011 года Группе будет необходимо погасить синдицированный кредит в размере 250 млн долл. В настоящее время выпуск ВБД ПП серии 03 торгуется с доходностью 12,23% годовых к оферте 3 сентября 2010 года, а выпуск серии 02 – с доходностью 12,65% годовых к погашению 15 декабря 2010 года. Текущий уровень доходностей облигаций Компании вряд ли можно назвать привлекательным, учитывая срочность бумаг.

Александр Полютков  
polyutov\_av@nomos.ru

## СУБЪЕКТЫ РФ

- Правительство **Иркутской области** и Сбербанк России подписали соглашение о сотрудничестве, в рамках которого Банк открыл кредитный лимит на 5 млрд руб., большая его часть является долгосрочным. Также кредитная организация продолжит сотрудничество с правительством региона в рамках реализации областных программ «Молодым семьям – доступное жилье» и «Развитие ипотечного жилищного кредитования в Иркутской области». Кроме того, обсуждается возможность сотрудничества со Сбербанком по выпуску государственных областных облигаций. /Finambonds/



Илья Ильин  
ilin\_io@nomos.ru

## Денежный рынок

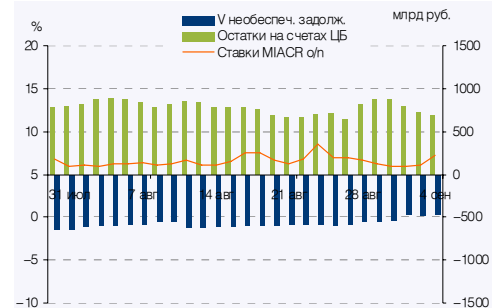
В последний день недели на денежном рынке ощущался повышенный спрос на рублевую ликвидность. Ставки на межбанке практически весь день не опускались ниже 7–8%, периодически поднимаясь до 9–10%. Как уже становится привычным, в сегменте операций валютный своп ситуация складывалась аналогичным образом: стоимость ресурсов варьировалась в пределах диапазона 7,5–10%.

Рост цен на ресурсы рынка происходит на фоне сокращения банковских остатков на корсчетах и депозитах ЦБ, за пятницу уменьшившихся с 725 до 685,2 млрд руб. При этом участники в сопоставимом объеме снизили задолженность по различным инструментам рефинансирования Банка России – величина кредитов, привлекаемых под залог прав требований и обязательств третьих лиц (категория «другие кредиты»), снизилась на 48 млрд руб., а необеспеченных обязательств – на 15 млрд руб. Таким образом, вполне возможно, что именно ранее взятые обязательства обуславливают повышенные потребности кредитных организаций в денежных ресурсах.

Недостаток свободной ликвидности ощущался и на валютном рынке. Несмотря на невзрачную картину международных сырьевых рынков, где котировки нефти стабилизировались на 66–67 долл. за барр., в пятницу рубль смотрелся довольно уверенно относительно бивалютной корзины. Открывшись на уровне 37,76 руб. на конец торгов стоимость основного валютного ориентира опустилась до 37,70 руб. Впрочем, помимо спроса на рубли закрытие позиций в иностранной валюте можно объяснить позитивными настроениями, установившимися как на глобальных, так и локальных фондовых площадках (в том числе на российском рынке). Так или иначе, сегодня в отсутствие торгов по доллару рубль продолжает укрепляться, и цена корзины сейчас котируется в районе 37,55 руб.

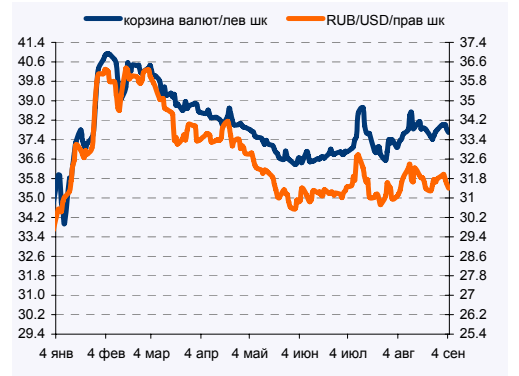
График ключевых событий наступившей недели выглядит достаточно благоприятным для участников денежного рынка: на сегодняшнем и завтрашнем аукционах ЦБ и Минфина банки смогут привлечь в совокупности до 135 млрд руб. В то время как величина кредитов, по которым подходит срок погашения, не превысит 58 млрд руб.

Динамика самостоятельности банковской системы



Источник: Банк России

Динамика валютного курса



Источник: Bloomberg

Дата	Событие
7 сен	беззалоговый аукцион ЦБ объемом 30 млрд руб. сроком 5 недель аукцион РЕПО сроком на год
8 сен	бюджетный аукцион Минфина объемом 105 млрд руб. сроком 3 мес. ломбардные аукционы ЦБ на срок 2 недели, 3 мес.
9 сен	возврат ЦБ ранее привлеченных на аукционах 58 млрд руб. получение денег с аукционов, проведенных 7 и 8 сентября
10 сен	депозитные аукционы ЦБ на сроки 4 недели и 3 месяца

Источник: Reuters

## Долговые рынки

Ольга Ефремова  
efremova\_ov@nomos.ru

В пятницу рынкам в очередной раз необходимо было определиться с приоритетами. Рынок труда продолжил разочаровывать негативными новостями. Так, согласно отчету, опубликованному Департаментом труда, уровень безработицы в США за август вырос до 26-летнего максимума – 9,7%, тогда как прогнозировалось, что рост показателя ограничится 9,4%.

Однако это не оказало на инвесторов какого-то излишнего прессинга, напротив, наблюдалось «оживление» интереса к рисковым активам, вполне вероятно, что проявившееся сокращение занятых в экономике рассматривалось отдельными участниками как признак возможного всплеска деловой активности в перспективе. Кроме того, что, кстати, можно было бы вполне поставить на первое место, оптимизация издержек на оплату труда для отдельных компаний «сулит» хорошую прибавку к итоговому финансовому результату, что не может не порадовать акционеров. Итак, несмотря на неоднозначность макроданных, американские фондовые площадки закончили день положительной переоценкой по индексам на уровне более 1,3%.

«Оборотной стороной» происходящего в сегменте акций стало снижение спроса на казначейские обязательства, который еще заметнее поубавился после того, как был анонсирован календарь новых аукционов UST на наступающую неделю. Всего, начиная с 8 сентября, планируется разместить бумаг на сумму 70 млрд долл., в том числе 3-летних UST на 38 млрд долл., 10-летних – на 20 млрд долл. и 30-летних – на 12 млрд долл. Появление данной новости обошлось довольно дорого для госбумаг. Так, по 10-летним treasuries к концу дня доходность выросла до 3,44% годовых, что на 9 б.п. выше предыдущего закрытия.

Мы полагаем, что начало новой недели будет проходить при довольно оптимистичном настрое инвесторов, поводом для которого вполне могут стать результаты проходившей в выходные в Лондоне встречи министров финансов G-20. Отметим, что в этот раз более уверенными стали заявления о том, что антикризисные меры, которые были предприняты финансовыми регуляторами, приносят ожидаемые позитивные результаты, выражающиеся в некоторой стабилизации национальных банковских систем, а также в формировании «фундамента» для постепенного восстановления экономик после спада. Безусловно, проблема выхода из кризиса не теряет актуальности, и 24–25 сентября в Питтсбурге главы минфинов продолжают ее обсуждение. Однако рынки получили небольшой позитивный импульс, хотя пока сложно говорить о том, насколько участникам хватит подобной уверенности или, позволив рынкам чуть восстановиться, они вновь предпочтут фиксацию.

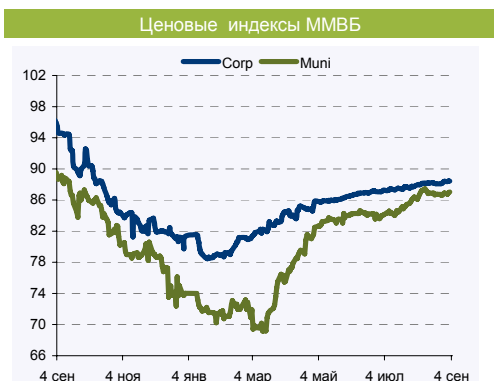
В российских еврооблигация в пятницу большую часть дня настроения участников были довольно позитивными. Суверенные еврооблигации начинали торги котировками на уровне 102,625% и постепенно в течение дня подобрались к отметке 103%, которая стала «локальным» максимумом дня. Однако после выхода статистики США неоднородность взглядов, во власти которой оказались практически все рынки, «докатилась» и до российского сегмента, вследствие чего к закрытию торгов цены Russia-



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММВБ

30 установились в диапазоне 102,75% – 102,875%.

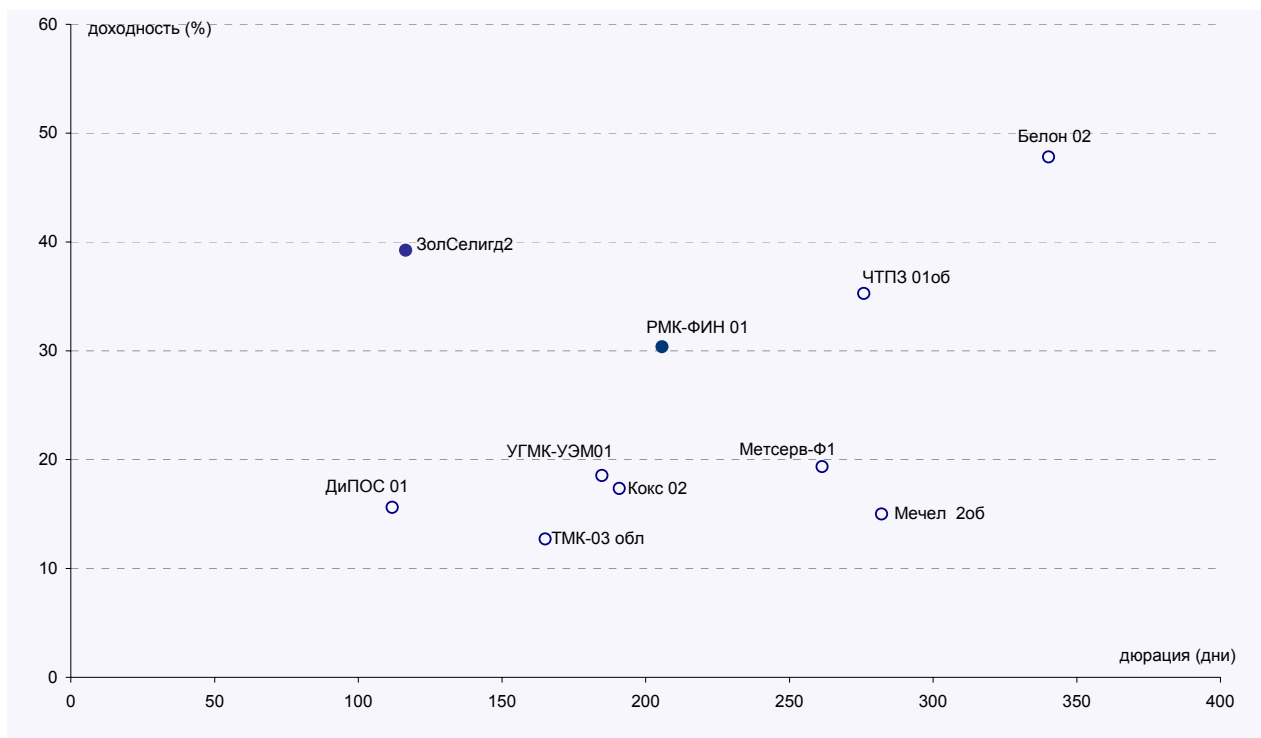
В корпоративных еврооблигациях динамика торгов была менее выразительной. Наряду с уже несколько «стандартными» приоритетами в отношении рисков Газпрома, активность покупателей наблюдалась в выпусках металлургического сектора, однако к серьезным ценовым изменениям она не привела.

Для внутреннего долгового рынка пятница завершилась небольшим ростом цен по наиболее ликвидным выпускам, прибавивших в среднем от 5 до 15 б. п. В частности сюда можно отнести Газпромнефть–3, ЛУКОЙЛ БО4и БО5, РЖД–12 и МТС–4.

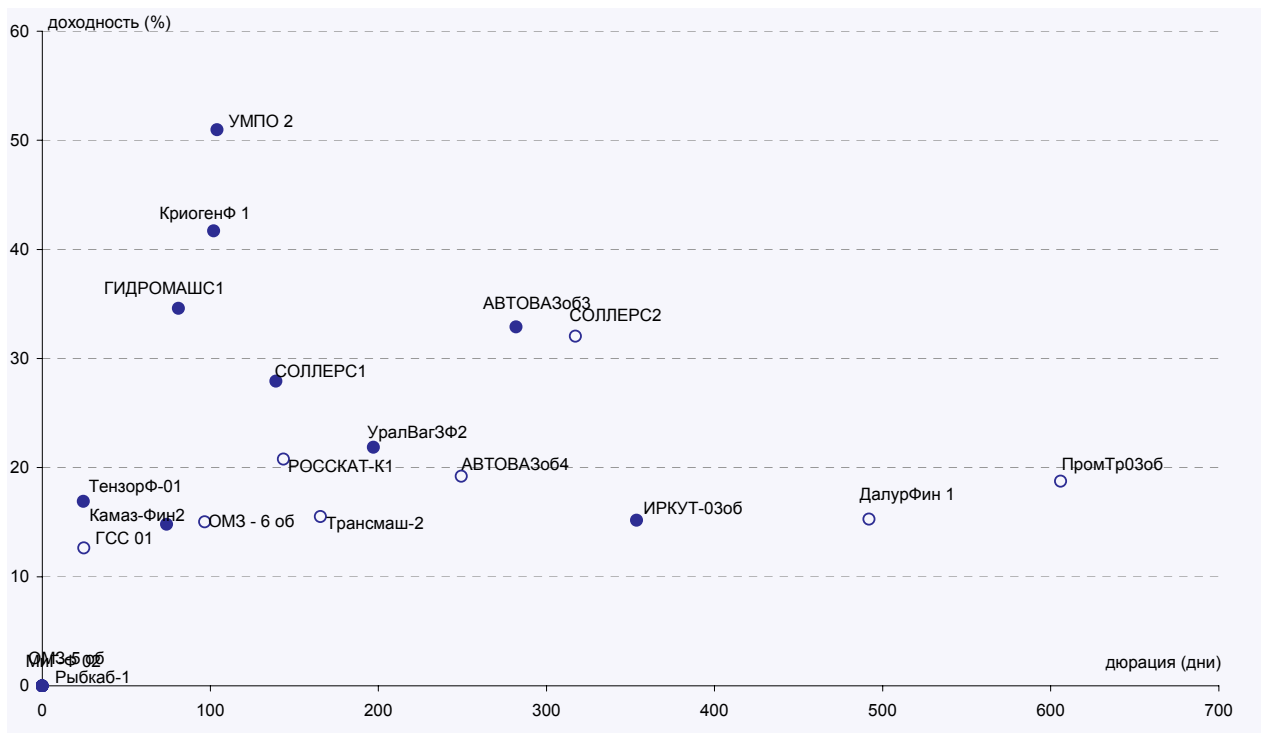
Из наиболее выделившихся стоит отметить «скачок» 2–го выпуска ТГК–1, прибавившего сразу 50 б.п., и ажиотажный спрос на самый доходный из среднесрочных выпусков Москвы 61–серии (УТМ 13,54%), объем торгов по которому превысил 3 млрд руб.

Сегодня на фоне позитивного движения международных фондовых индексов, характеризующих интерес инвесторов к рисковому активам, из чего можно предположить, что позитивный настрой, вероятно, сохранится и на локальных рынках.

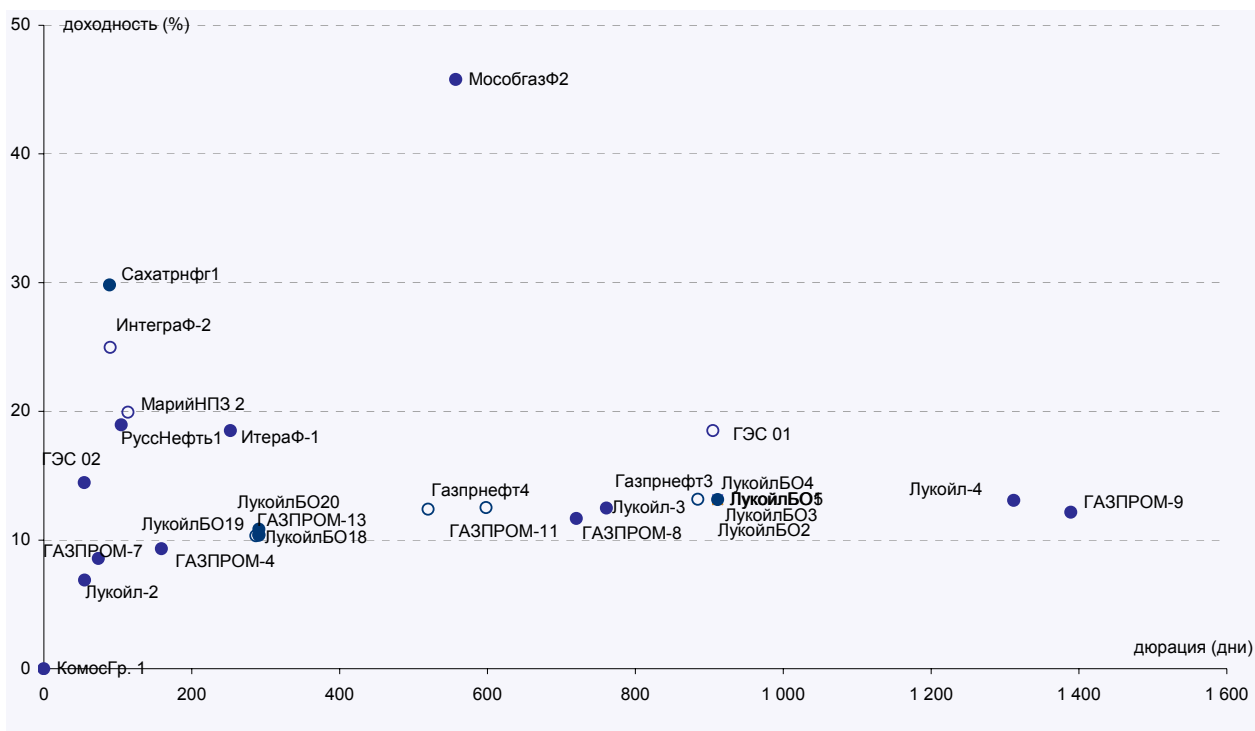
## Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



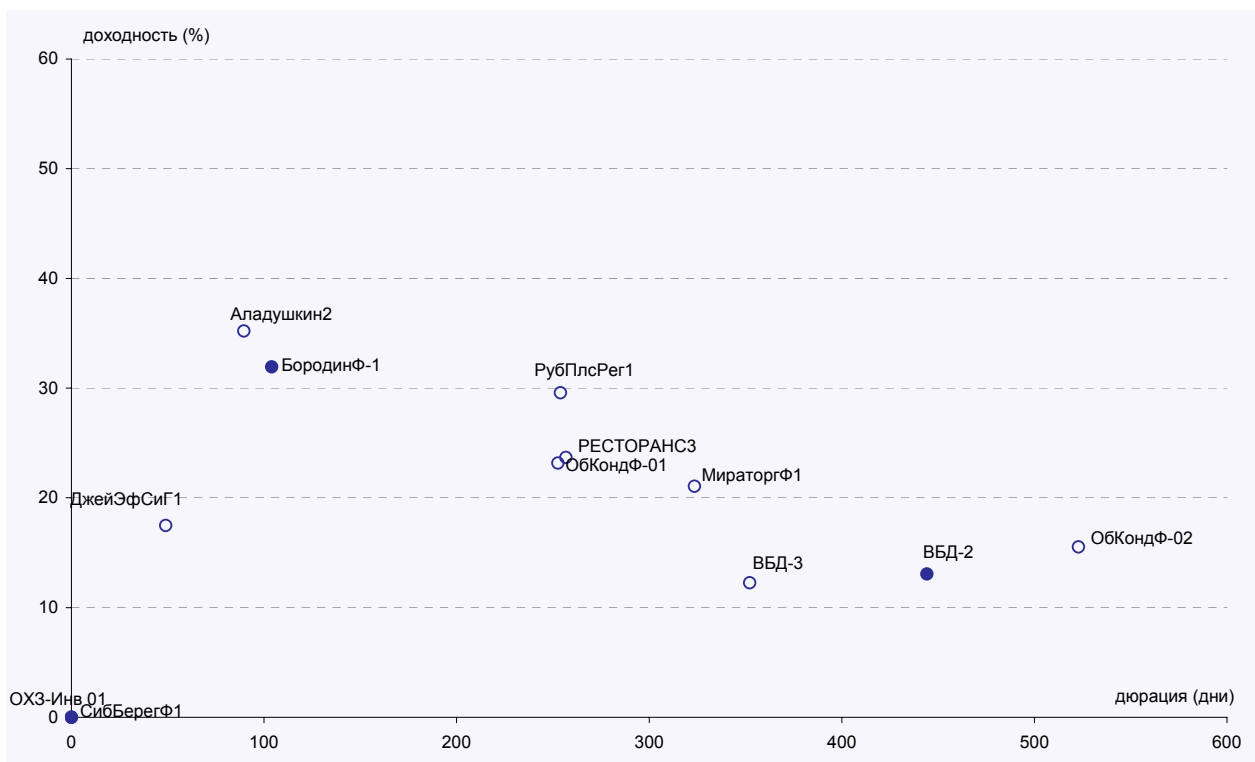
## Машиностроение



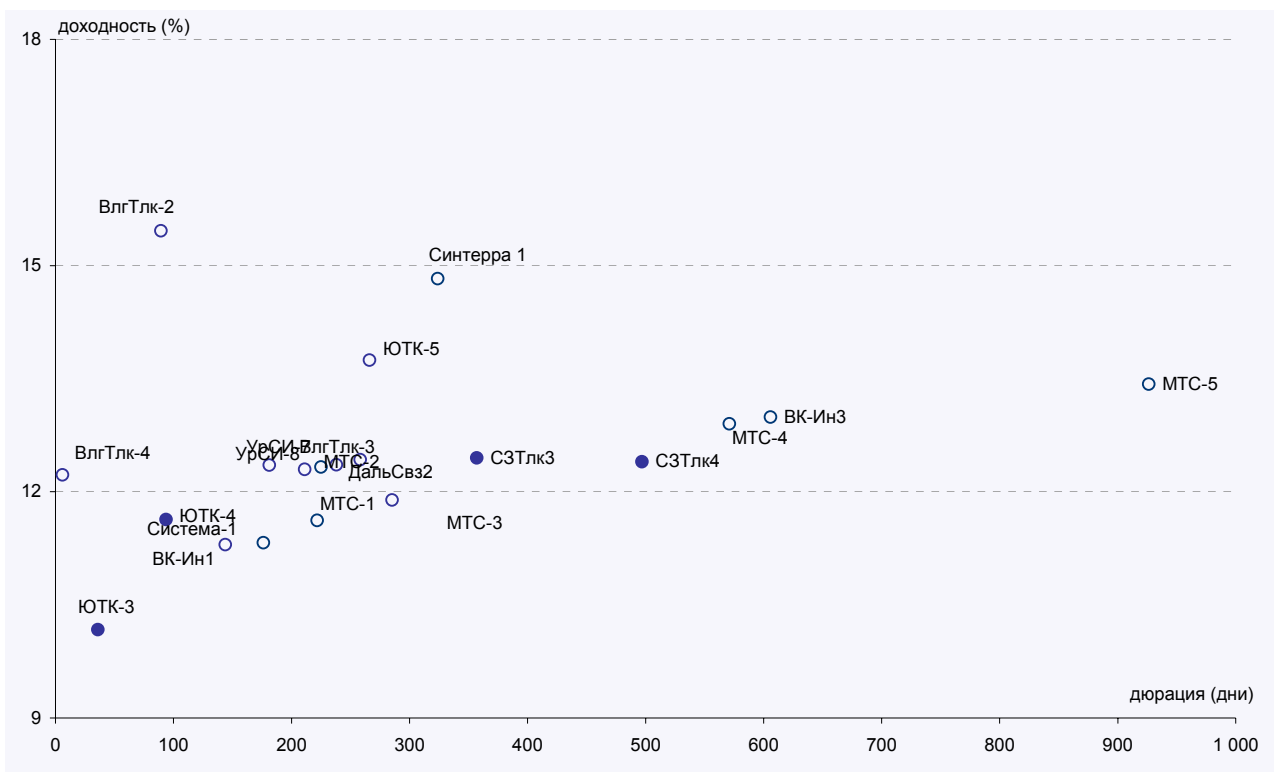
## Нефтегазовый сектор



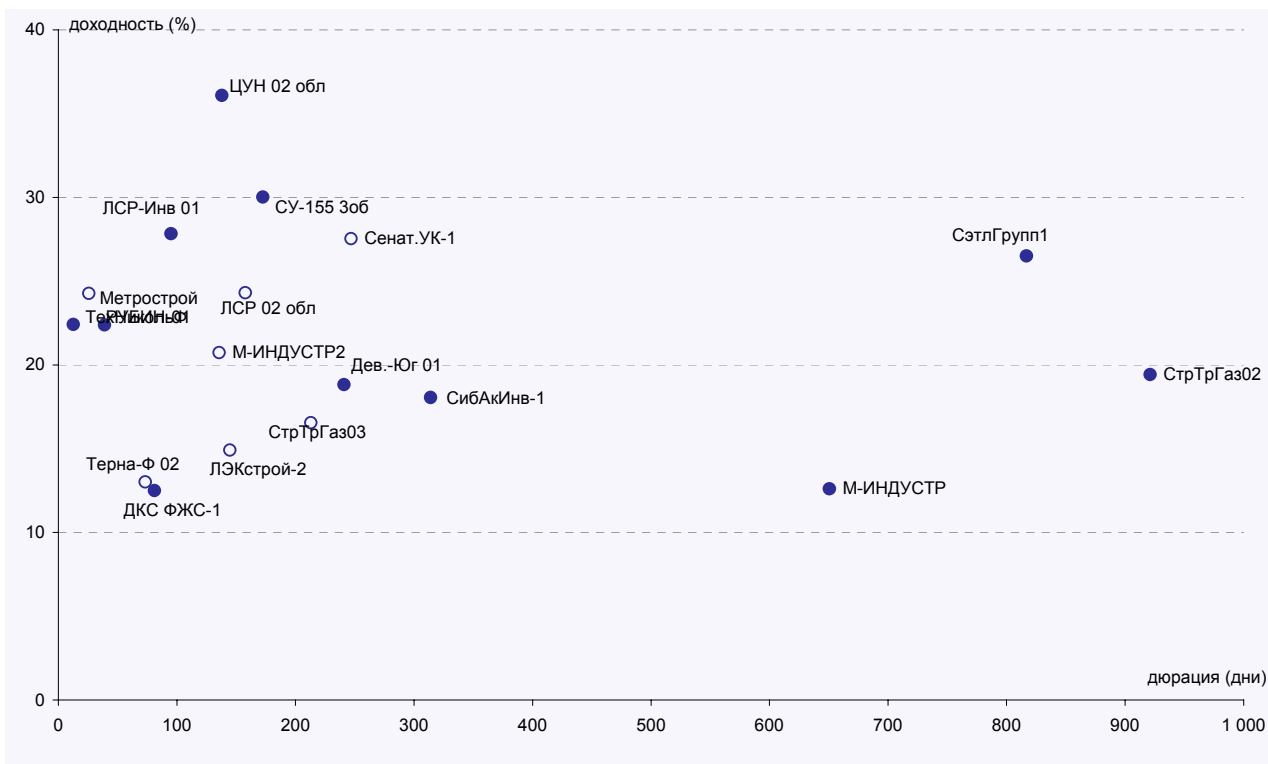
## Потребсектор и АПК



## Телекоммуникации и медиа

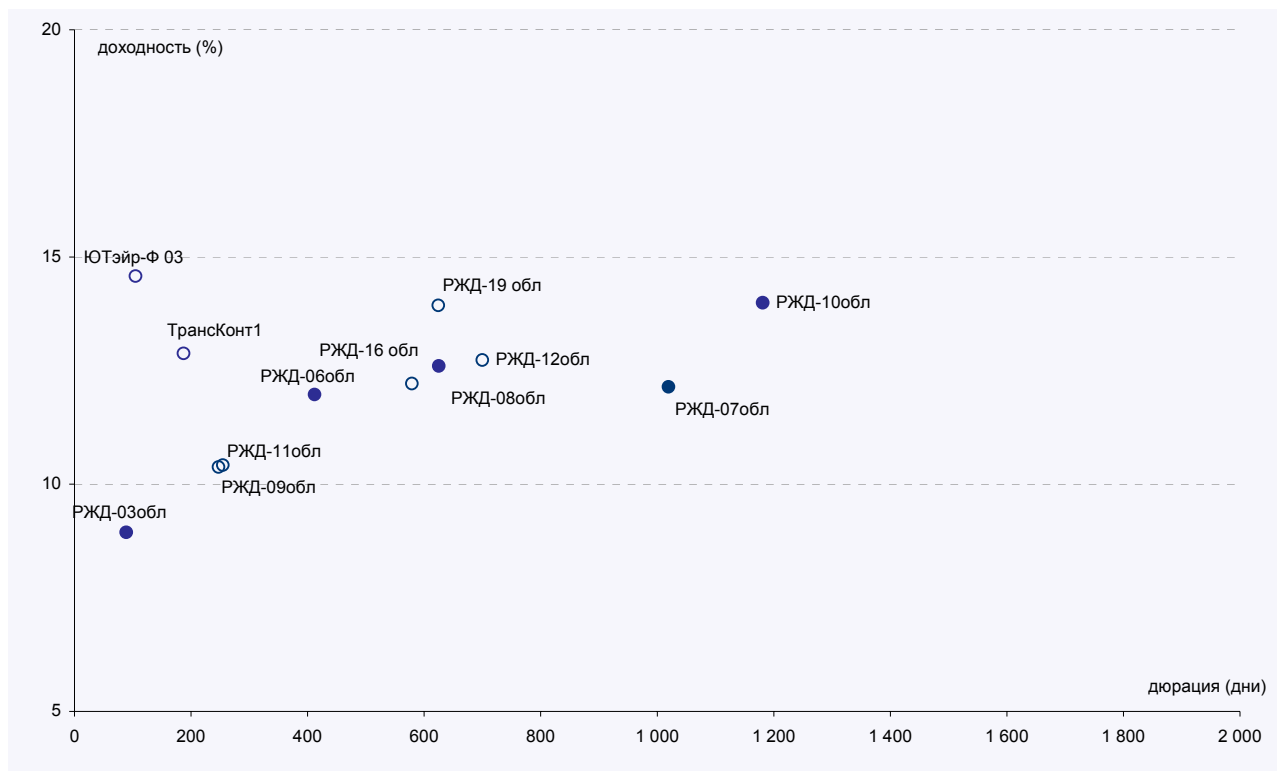


## Строительство, девелопмент и стройматериалы

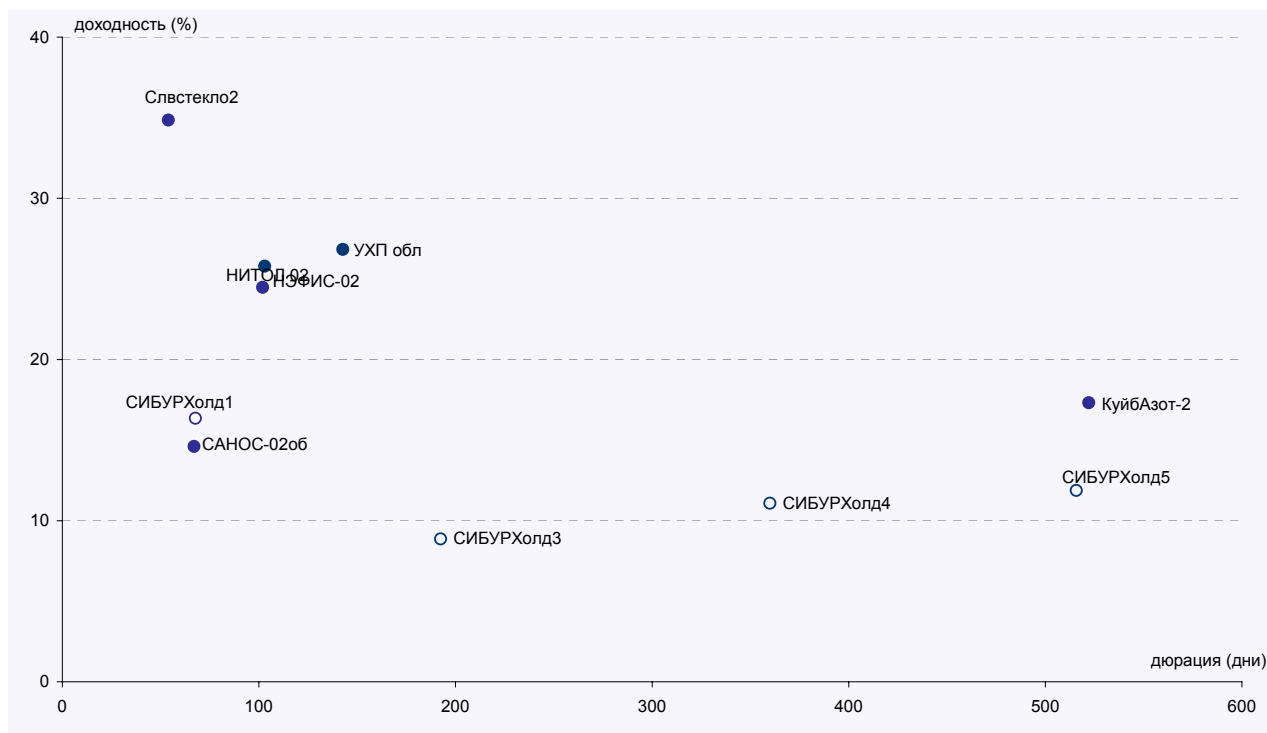




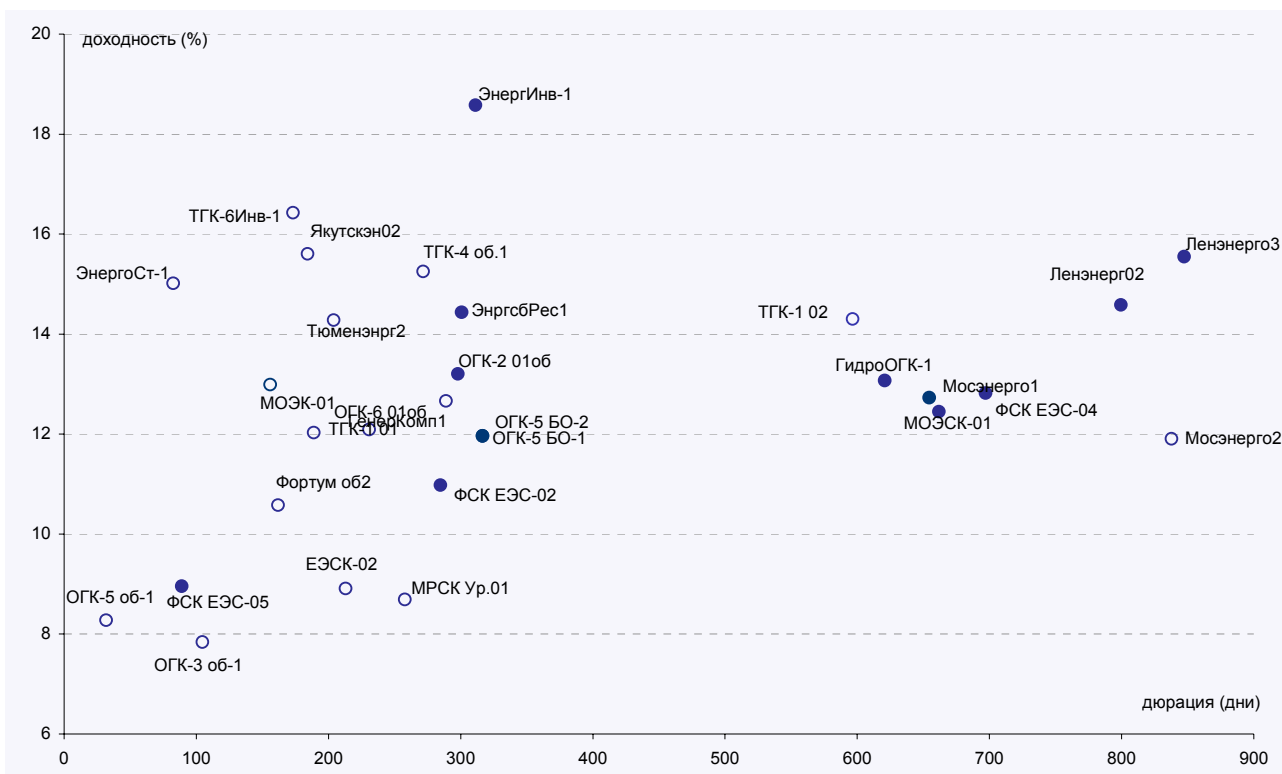
## Транспорт



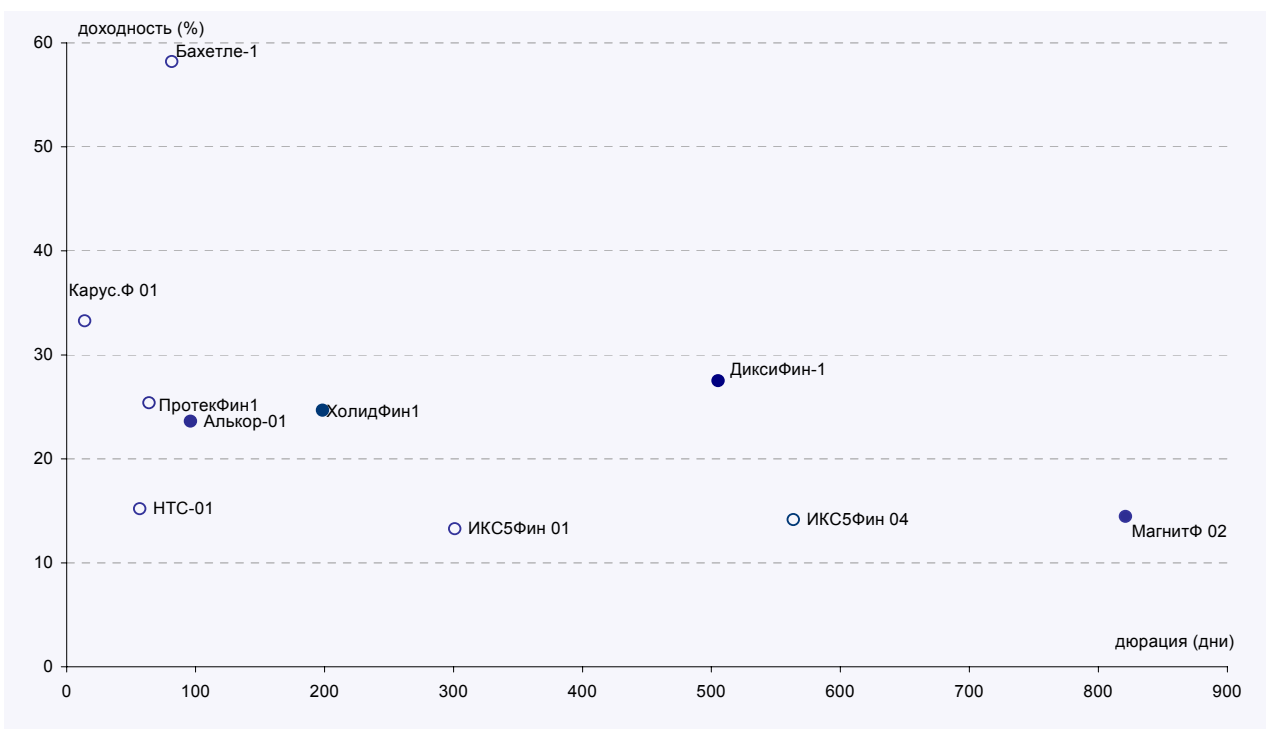
## Химия и ЛПК



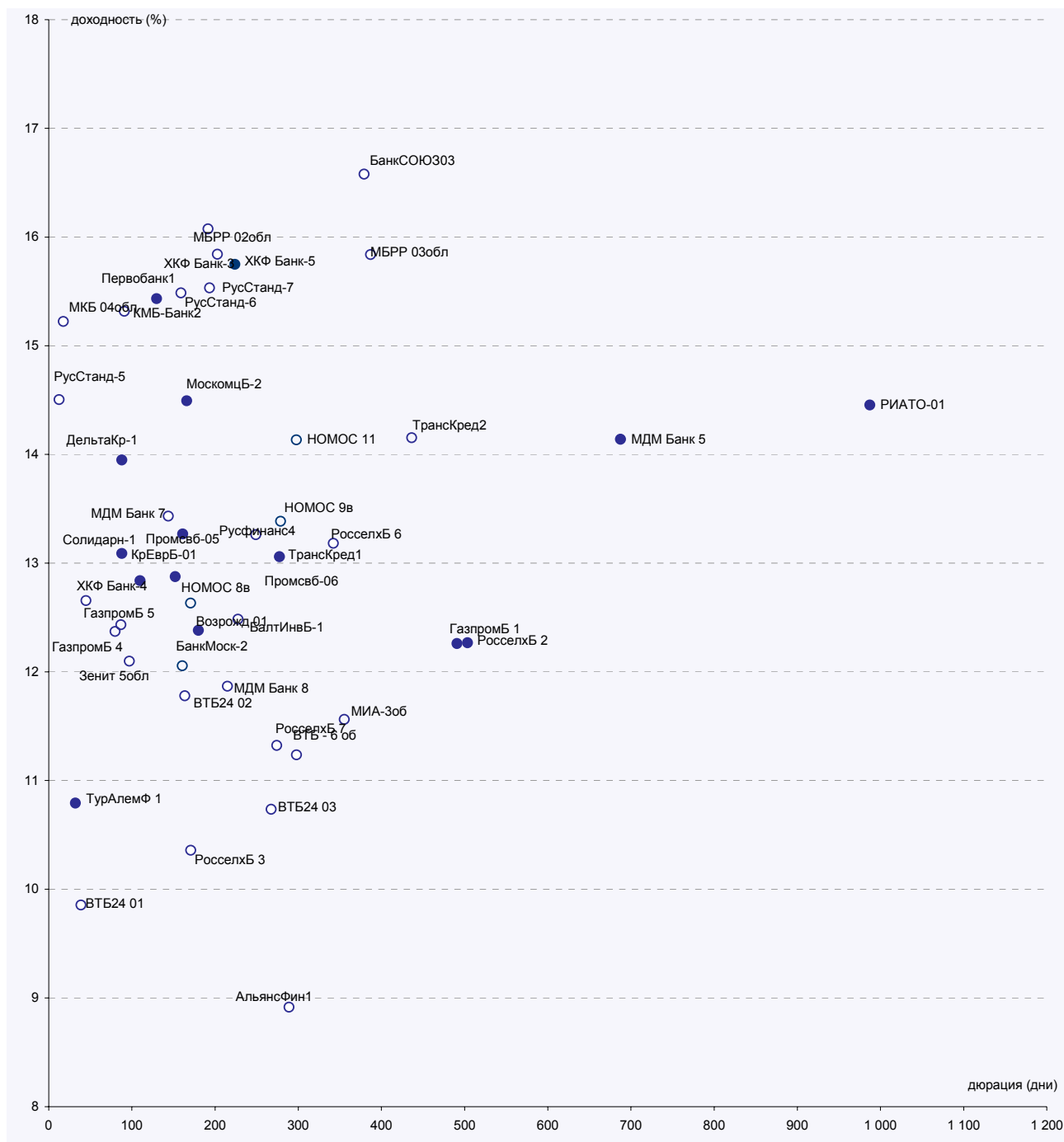
## Энергетика



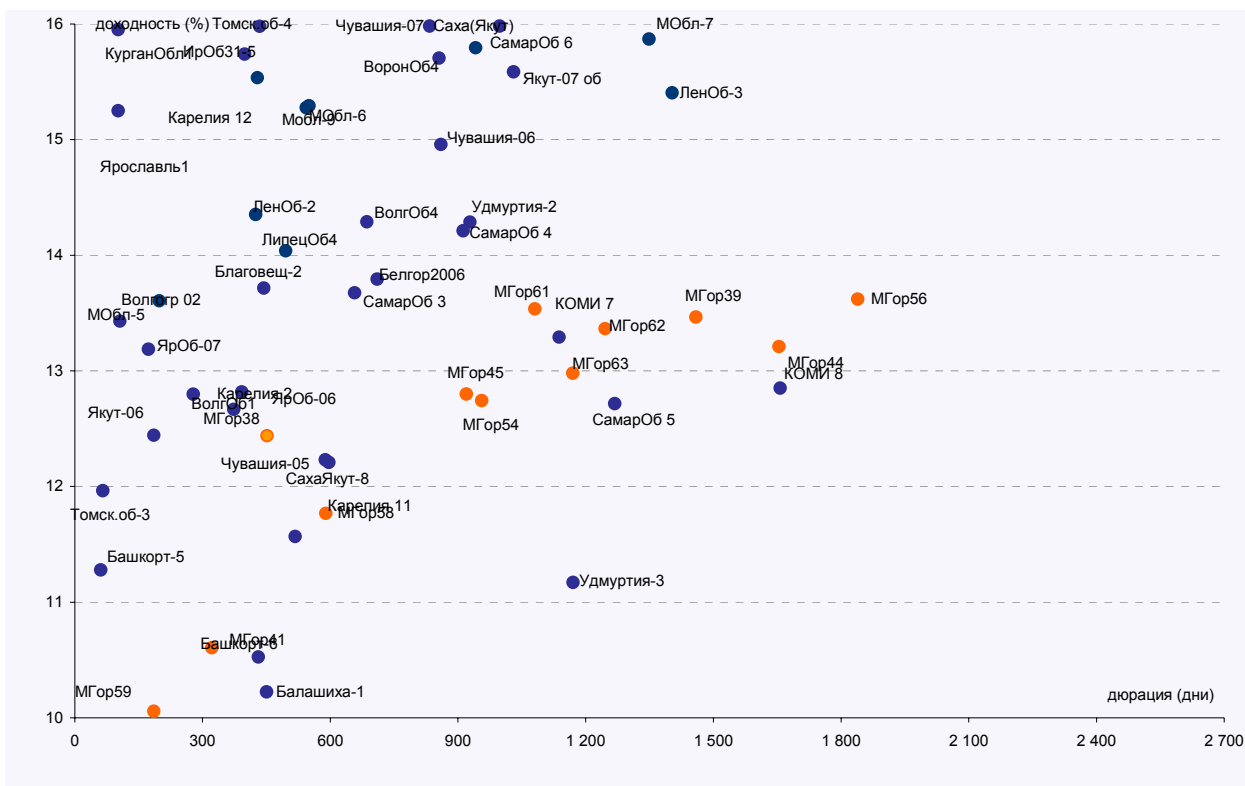
## Ритейл



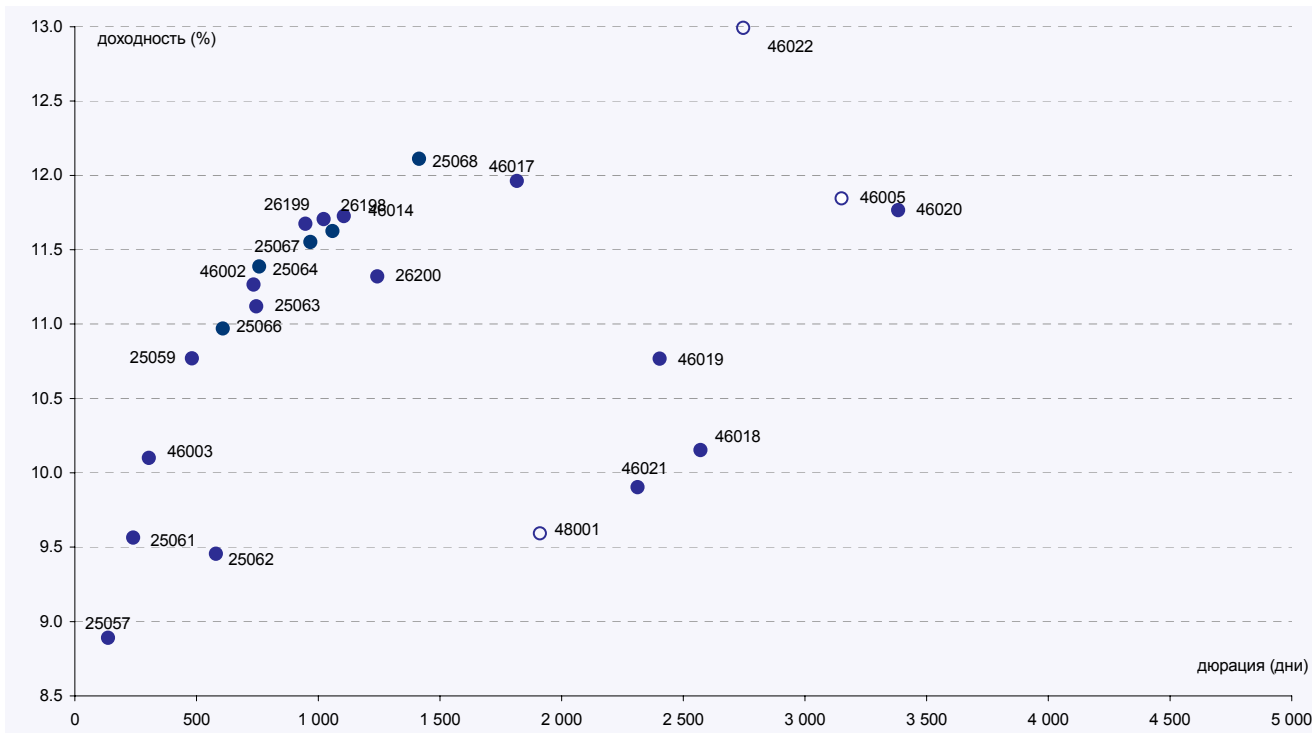
Финансовый сектор



Субъекты РФ



Облигации федерального займа



# Контактная информация

Номос-Банк (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
<b>Старший Вице-президент</b>	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
<b>Директор департамента</b>	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полютков Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
<b>Директор департамента</b>	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Гильманов Марат / ext. 3141	gilmanov_mr@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

## Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКА и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.