

# Рынок облигаций:

## Факты и комментарии

15 апреля 2009 года

### Новость дня:

На поддержку фондового рынка ВЭБ израсходовал порядка 168 млрд руб. из выделенных на эти цели 175 млрд руб.

### Новости эмитентов.....стр 2

- Изменения рейтингов и прогнозам по ним: Москва, НБ «ТРАСТ».
- Русский стандарт: МСФО за 2008 год.
- Куда заедет «ИжАвто»?
- ТГК-1: результаты 2008 года.
- Х5: итоги 2008 года по МСФО.
- Сбербанк, Газпромбанк, ВТБ 24, Газпром, ЛУКОЙЛ, Транснефть, АЛРОСА, ВымпелКом, РЖД, Ютэйр, НКНХ, Синергия, Аркада.

### Денежный рынок.....стр 11

- Денежный рынок стабилен: ставки ниже 8%, депозиты занимают 45% от общей ликвидности.
- Валютный рынок без сюрпризов.

### Долговые рынки .....стр 12

- Спрос на UST растет на плохой статистике.
- Russia-30 «сопротивляется» давлению внешнего негатива.
- «Первичка» снова в фокусе внимания.
- Размещение Москва-54 – индикатор рыночных настроений.

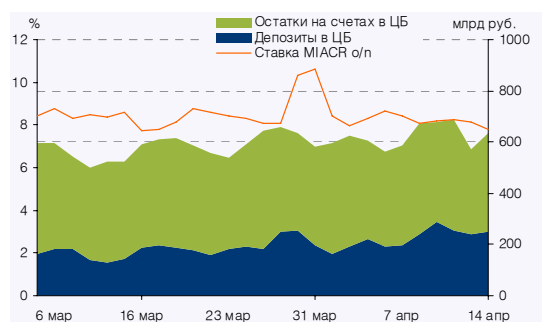
### Панорама рублевого сегмента...стр 14

### Основные рыночные индикаторы

| ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ      |           |                |         |
|---------------------|-----------|----------------|---------|
|                     | Yield     | Изм 1 день, бп | YTD, бп |
| UST - 10 Y          | 2.79%     | -7             | 57      |
| Russia-30           | 7.87%     | 12             | -196    |
| ОФЗ 46018           | 11.76%    | 0              | 322     |
| ОФЗ 25059           | 10.21%    | 1              | -149    |
| Газпром-8           | 12.72%    | 1              | 166     |
| РЖД-6               | 14.28%    | 1              | 198     |
| АИЖК-8              | 16.12%    | -187           | -605    |
| ВТБ - 5             | 12.80%    | 35             | -80     |
| Россельхб-6         | 14.65%    | 0              | 478     |
| МосОбл-8            | 22.38%    | 37             | -1 146  |
| Mrop59              | 14.39%    | -5             | n/a     |
| ИНДЕКСЫ             |           |                |         |
|                     |           | Изм 1 день, бп | YTD, бп |
| MICEX_BOND_CP       | 84.69%    | 111            | 342     |
| ITRAXX XOVER S10 5Y | 1 083.00  | -25            | 54      |
| CDX HY 5Y           | 1 250.61  | 11             | 103     |
|                     |           | Изм 1 день, %  | YTD, %  |
| MICEX               | 918.61    | 1.5%           | 48.3%   |
| RTS                 | 807.61    | -0.9%          | 27.8%   |
| S&P 500             | 841.50    | -2.0%          | -6.8%   |
| DAX                 | 4 557.01  | 1.5%           | -5.3%   |
| NIKKEI              | 8 842.68  | -0.9%          | -0.2%   |
| СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ      |           |                |         |
|                     | долл.     | Изм 1 день, %  | YTD, %  |
| Нефть Urals         | 49.98     | -1.3%          | 19.5%   |
| Нефть WTI           | 49.41     | -1.3%          | 10.8%   |
| Золото              | 890.72    | -0.4%          | 1.0%    |
| Никель LME 3 M      | 11 850.00 | 7.3%           | 1.3%    |

Источник: Bloomberg, MMB

### Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

## МАКРОНовости

- Goldman Sachs раскрыл результаты за I квартал 2009 года: чистая прибыль составила в 1,81 млрд долл., на 20% больше, чем в 2008 году. Этот результат заметно превзошел ожидания аналитиков: они прогнозировали прибыль в расчете на акцию на уровне 1,59 долл., а оказалось 3,39 долл. С другой стороны, Goldman Sachs изменил отчетный период после того, как перерегистрировался в банковскую холдинговую компанию, поэтому в результаты I квартала уже не попал декабрь 2008 года, когда Goldman получил чистый убыток в 780 млн долл. Иначе в декабре — марте чистая прибыль составила бы лишь 662 млн долл., или 1,24 долл. в расчете на акцию. Кроме того, Goldman сообщил о допэмиссии акций на 5 млрд долл. и о намерении вернуть 10 млрд долл. господомощи. /Ведомости/
- Совет директоров Банка России 10 апреля 2009 года счел возможным временно увеличивать лимиты по кредитам без обеспечения для кредитных организаций, которым предъявлены требования о досрочном погашении кредитов в связи с реорганизацией в форме слияния или присоединения.
- В 2010 году Минфин предполагает привлечь на внешних рынках до 5 млрд долл. При этом, основная цель ведомства – задать ориентиры для корпоративных заемщиков.

## Купоны, оферты, размещения и погашения

- «Система–Галс» разместила пятилетние облигации 1–й серии на 3 млрд руб. в полном объеме, ставка 1–2–го купонов определена в размере 15% годовых. Организаторы выпуска — Райффайзенбанк и «Ренессанс капитал». Предполагается, что средства будут направлены на реструктуризацию долгов.
- Облигации ОАО «РЖД» серии 14 на 15 млрд руб. размещены в полном объеме. Ставка 1–го купона была определена Эмитентом до даты начала размещения в размере 15% годовых. Облигации сроком обращения 6 лет имеют 12 полугодовых купонов. По выпуску предусмотрена оферта на досрочный выкуп бумаг через 3 года. Процентная ставка по облигациям будет корректироваться каждые 6 месяцев на величину изменения процентной ставки по операциям недельного прямого РЕПО Банка России, проводимого на аукционной основе.
- ООО «АгроСоюз» разместило по открытой подписке трехлетние облигации серии 02 объемом 1,5 млрд руб. Дата фактического начала размещения облигаций – 1 апреля 2009 года. Ставка 1–го купона определена на конкурсе в дату начала размещения в размере 17% годовых. Ставка 2–4–го купонов равна ставке 1–го.
- ООО «АПК «Аркада» с 10 апреля начало выплаты в размере 10% от суммы основного долга по облигациям серии 02. 20 февраля 2009 года Эмитент не исполнил обязательства по выплате последнего купона и погашению номинальной стоимости облигаций выпуска. В последствие Компания предложила владельцам облигаций заключить соглашение о замене первоначального обязательства Эмитента новацией, по условиям которой 6 апреля должен был произведен первый транш выплат в размере 10% от суммы основного долга. По сообщению Компании, задержка выплат была вызвана неблагоприятной финансовой ситуацией.
- ООО «Разгуляй–Финанс» допустило технический дефолт по оферте облигаций серии 02 объем выпуска 2 млрд руб., не выкупив у их владельцев бумаги на сумму 256,9 млн руб. По сообщению Компании, «обязательство по приобретению облигаций не исполнено в связи с отсутствием достаточных денежных средств на момент исполнения обязательства».
- «Газпром» готовит новый выпуск LPN в рамках долговой программы концерна, оцениваемой в 30 млрд долл.; объем выпуска, срок обращения бумаг и дата погашения в меморандуме «Газпрома» не указаны. Цель выпуска — рефинансирование кредита на 175,9 млрд японских иен (около 1,8 млрд долл. по текущему курсу), взятого в банке Credit Suisse Int под 5,25% годовых. Погасить кредит «Газпром» должен в январе 2018 года. Почему его решено рефинансировать, ни «Газпром», ни Credit Suisse не

комментируют. При этом ставка купона грядущего выпуска трехлетних LPN, по данным Reuters, должна составить 9,25–9,5% годовых. Объем выпуска — 2 млрд долл.

- Ставка 5–8-го купонов по облигациям **ООО «ХКФ Банк»** серии 05 определена в размере 15% годовых. Купонный доход составит 37,40 руб. в расчете на одну облигацию. Эмитент также принял решение о приобретении облигаций данного выпуска у их владельцев. Период предъявления – в течение последних пяти дней 8-го купонного периода. Дата приобретения определяется как: не позднее чем в 3-й рабочий день после даты выплаты купонного дохода по восьмому купону – не позднее 26 апреля 2010 года. Облигации будут приобретаться по цене 100% от номинальной стоимости.
- **ООО «Глобэкс–Финанс»** (дочерняя компания банка «Глобэкс») установило ставки 3–4-го купонов по дебютным облигациям на уровне 15% годовых, что соответствует сумме процентов в размере 75,21 руб. на одну облигацию.

## Рейтинги

- Агентство Standard&Poor's присвоило долгосрочный кредитный рейтинг по обязательствам в национальной валюте на уровне «BBB» планируемому выпуску приоритетных необеспеченных четырехлетних рублевых облигаций серии 54 объемом 15 млрд руб., которые будут размещены Правительством **Москвы**. По заявлению экспертов S&P, «рейтинг выпуска облигаций отражает рейтинг Москвы. Уровень рейтинга Москвы отражает роль города как экономического, административного и финансового центра Российской Федерации (рейтинг по обязательствам в иностранной валюте – BBB/«Негативный»), а также его диверсифицированную экономику с хорошо развитым сектором услуг и высокий уровень благосостояния, намного превышающий средний по России. Другими положительными факторами являются низкий уровень расходов на обслуживание долга (до 2015 года они не превысят 5% общих расходов бюджета), взвешенное управление долгом и устойчиво-высокие финансовые показатели города. Сдерживающее влияние на уровень рейтинга оказывают низкая предсказуемость и гибкость бюджетной политики Москвы, обусловленная слабой — хотя и укрепляющейся — системой организации общественных финансов, начальный уровень практики долгосрочного планирования и острая необходимость в развитии инфраструктуры. Москва имеет адекватные показатели ликвидности. Кроме того, город имеет хороший доступ к банковским кредитным ресурсам, а остатки денежных средств на его счетах по состоянию на 1 марта 2009 года достигали 175,2 млрд руб., что превышало расходы на обслуживание долга в 4,5 раза. Несмотря на то, что обязательства в иностранной валюте составили почти 26% прямого долга города в 2008 году, валютные риски минимальны благодаря ровному графику долговых выплат».
- Fitch изменило со «Стабильного» на «Негативный» прогноз по рейтингу **Национального Банка «ТРАСТ»** и подтвердило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента (РДЭ) в иностранной валюте на уровне «В–». Рейтинговые действия в целом обусловлены ухудшающейся операционной средой и, в частности, наблюдаемым и потенциальным будущим ухудшением качества активов, поясняет агентство.

## ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

- Вопрос об увеличении капитала путем размещения допэмиссии акций общее собрание акционеров **Сбербанка** рассмотрит 26 июня. Объем допэмиссии и ее параметры совет определит 15 мая. /Ведомости/
- Все действующие члены наблюдательного совета **Сбербанка** номинированы и в его новый состав, акционерам Банка предстоит избрать на годовом собрании 26 июня. Об этом сообщило управление общественных связей кредитной организации. Вместе с действующими членами совета в новый состав выдвинуты четверо новых кандидатов. Это директор департамента операций на финансовых рынках ЦБ Сергей Швецов, директор финансово-экономического департамента правительства Андрей Белоусов,

глава казахстанского Фонда национального благосостояния «Самрук-Казына» Кайрат Келимбетов и ректор Всероссийской академии внешней торговли Сергей Синельников-Мурылев. /banki.ru/

- Moncrief Oil International хочет получить от «Газпрома» 110 млн долл. компенсации. Такое уточнение сделано к иску, поданному против «Газпрома» еще в апреле 2008 года в суд округа Таррант штата Техас, указал «Газпром» в меморандуме к готовящемуся выпуску еврооблигаций. Уточнена не только сумма, но и список ответчиков. Кроме «Газпрома» и его «дочек» там теперь фигурирует и **Газпромбанк**, добавляется в меморандуме. /Ведомости/
- **ВТБ 24** в I квартале 2009 года увеличил долю просроченной задолженности в своем кредитном портфеле до 2% с 1,3%, сообщил глава банка Михаил Задорнов. По итогам года Задорнов ожидает просрочку по кредитному портфелю ВТБ 24 на существенно более низком уровне, чем по российской банковской системе в целом, то есть ниже 10%. Он сообщил, что на конец I квартала размер резервов на возможные потери по ссудам составляют 4—4,5% от кредитного портфеля. Таким образом, по словам Задорнова, резервы покрывают просроченные кредиты примерно на 120%. ВТБ 24 ожидает чистую прибыль по российским стандартам бухучета (РСБУ) в I квартале около нуля. /РИА Новости/

## Банк «Русский Стандарт»: МСФО за 2008 год.

Банк «Русский Стандарт» представил отчетность по МСФО за 2008 год. К сожалению, в доступном на сайте Банка файле отсутствуют расшифровки к отчетности, поэтому часть итогов осталась не раскрытой. Однако общее впечатление от достигнутых результатов у нас пессимистичное.

Проанализировав отчетность, мы смогли выделить следующее основные моменты:

— Активы Банка выросли по сравнению с началом 2008 года на 8%. При этом, если в первом полугодии они сокращались, то во втором прирост активов составил 14% до 224,8 млрд руб. Основной объем (69%) прибыли был получен Банком в первом полугодии 2008 года. В результате, если рентабельность активов в первой половине прошлого года составила 5%, то по итогам года – уже 3,4%. В целом, за прошлый год Банк получил прибыль порядка 7,4 млрд руб.

— Объему кредитного портфеля, в отличие от активов, такие колебания были не свойственны – в течение года он плавно сокращался (–10%) до 144,7 млрд руб. Уровень просроченной задолженности мы, из-за отсутствия расшифровок, оценить не можем, однако отмечаем, что по сравнению с более «благополучным» 2007 годом объем начисления резервов сократился почти в два раза – с 18,6 млрд руб. до 9,8 млрд руб. Ввиду ухудшения макроэкономической ситуации и платежеспособности населения мы не считаем, что данная политика оправдана с точки зрения растущих рисков по кредитному портфелю: согласно отчетности по РСБУ, уровень просроченной задолженности за январь–февраль 2009 года выросла с 17% до 20%.

— Поскольку фондирование Банка строится, в первую очередь, на привлеченных долгах с довольно скромным (9% в пассивах) участием средств клиентов, то в рамках ухудшения состояния банковского сектора и существенного сжатия рынка МБК и ценных бумаг, положение у «Русского Стандарта» в настоящее время, с точки зрения ликвидности, на наш взгляд, довольно тяжелое. Отчасти это подтверждает и размер задолженности перед ЦБ, который на конец прошлого года составил 47,8 млрд руб. (взято из отчетности по РСБУ) или около 21% пассивов. Напомним, что на начало ноября Банк входил в десятку крупнейших заемщиков у ЦБ. Последнее было вполне обосновано, поскольку в феврале и апреле 2009 года Банку требовалось исполнить обязательства по двум облигационным займам на общую сумму 11 млрд руб. В результате было предъявлено бумаг на сумму 7 млрд руб., и Банк, в том числе благодаря накопленным денежным средствам (кредиты ЦБ) в размере 48,6 млрд руб., исполнил свои обязательства в полном объеме. Сроки исполнения по прочим обязательствам опять-таки не понятны ввиду отсутствия расшифровок к отчетности.

— Также в качестве негативного фактора мы отмечаем несогласованность активов и пассивов Банка по валютной составляющей, в результате при проводимой девальвации рубля убыток Банка от

переоценки валюты за 2008 год составил 11,6 млрд руб. (прибыль 1,1 млрд руб. по итогам первого полугодия).

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

## НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

- **«Газпром»** в течение марта получил два кредита от White Nights Finance B. V. (SPV-компания ВТБ) на 500 млн долл. и 300 млн долл. с погашением в 2014 году под 10,5% годовых. Ранее совет директоров «Газпрома» согласовал займы у White Nights на общую сумму до 1,5 млрд долл. /Ведомости/
- **«Газпром»** увеличил запасы в 2008 году на 10,6% до 217,3 млрд барр. н. э. (ABC1), из них газа — на 11,2% (до 33,12 трлн куб. м), нефти — на 5,9% (до 1,598 млрд тонн). Главный прирост — за счет 10 месторождений, полученных в 2008 году без конкурса. /Ведомости/
- **«ЛУКОЙЛ»** может удовлетворить запрос «Газпрома» и уменьшить добычу газа в Узбекистане в связи со снижением спроса. «Мы видим сокращение в диапазоне 400–500 млн кубометров», — сказал президент Компании Вагит Алекперов. Ранее «Лукойл» планировал добыть в Узбекистане в этом году 2,7 млрд куб. м газа. Капзатраты «Лукойла» в месторождения Юго-Западного Гиссара и Устюртского региона в Узбекистане в 2007–2042 годы составят 1,196 млрд долл. /Интерфакс/
- **«ЛУКОЙЛ»** планирует продать 160 автозаправочных станций в США. «Сегодня ситуация на американском рынке нефтепродуктов очень отрицательна для владельцев бензоколонок», — сказал президент компании Вагит Алекперов. «Мы позволили некоторым людям уйти и распродали ряд активов», — добавил он, но подчеркнул, что компания «не планирует оставлять американский рынок». «Лукойлу» в США принадлежит более 2200 АЗС. /Интерфакс/
- После благополучного завершения в феврале переговоров с Банком развития Китая о займе «Роснефть» и «Транснефть» (15 и 10 млрд долл. соответственно) согласовали условия поставок нефти в Китай. В результате нефтяная компания будет продавать сырье транспортной монополии, а та берет на себя обязательства реализовывать его на китайском рынке, рассчитываясь по кредиту. Вчера российское правительство также одобрило межправительственное соглашение с КНР о сотрудничестве в ТЭК, после ратификации которого компании смогут воспользоваться заемными средствами. /РБК daily/

## МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

- **АК «АЛРОСА»** за 1 квартал 2009 года получила чистый убыток в размере 1,960 млрд руб., против 1,156 млрд руб. прибыли за аналогичный период предыдущего года. /Прайм-ТАСС/

## ЭНЕРГЕТИКА

### ТГК–1: результаты за 2008 год.

На этой неделе ТГК–1 опубликовала результаты деятельности за 2008 год по РСБУ. Мы оцениваем результаты Компании как положительные. Прежде всего, мы отмечаем снижение долговой нагрузки и уверенный рост показателей прибыльности. Поддерживающим фактором также является акционерный тандем Газпрома и Fortum. Среди негативных моментов мы выделяем отсутствие положительной динамики в части отпуска электро- и теплоэнергии за прошедший год.

| Финансовые результаты ОАО "ТГК-1", 2007-2008 гг., РСБУ |         |        |         |
|--------------------------------------------------------|---------|--------|---------|
| млн руб.                                               | 2007    | 2008   | 08/ '07 |
| Основные финансовые показатели, млн руб                |         |        |         |
| Выручка                                                | 26 195  | 31 127 | 18.8%   |
| Прибыль от продаж                                      | 851     | 1 539  | 80.9%   |
| EBITDA                                                 | 2 724   | 3 906  | 43.4%   |
| Чистая прибыль                                         | 124     | 231    | 86.4%   |
| Активы                                                 | 40 471  | 53 994 | 33.4%   |
| Дебиторская задол-ть                                   | 12 575  | 20 251 | 61.0%   |
| Финансовый долг, в т.ч.                                | 6 021   | 4 792  | -20.4%  |
| долгосрочный                                           | 5 192   | 2 284  | -56.0%  |
| краткосрочный                                          | 828     | 2 508  | >100%   |
| % расходы                                              | 367     | 202    | -44.9%  |
| % доходы                                               | 560     | 347    | -38.0%  |
| Денежные средства, Краткосрочные финансовые вложения   | 19 964  | 2 317  | -88.4%  |
| Показатели эффективности и покрытия долга              |         |        |         |
| Рентабельность продаж                                  | 3.2%    | 4.9%   | 1.7%    |
| Рентабельность EBITDA                                  | 10.4%   | 12.5%  | 2.2%    |
| Рентабельность чистой прибыли                          | 0.5%    | 0.7%   | 0.3%    |
| Фин. долг/EBITDA                                       | 2.2     | 1.2    | -0.98   |
| Net Debt                                               | -13 943 | 2 474  | -       |
| Фин. долг/Активы                                       | 14.9%   | 8.9%   | -6.0%   |

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

- Выручка Компании за 2008 год составила 31,2 млрд руб., показав 19% рост к 2007 году. Основными драйверами стал рост тарифов и увеличение продаж по нерегулируемым ценам. Полезный отпуск электроэнергии сохранился на прежнем уровне, а теплоэнергии сократился на 1,5%. Причиной не впечатляющих производственных результатов стало прекращение экспорта электроэнергии в январе-феврале 2008 года с «Кольского» филиала Компании, а также более высокая среднесуточная температура в зимний период. Мы считаем, что ТГК-1, как и Мосэнерго, является наиболее защищенной в части снижения энергопотребления, вследствие отсутствия энергоемких производств на территории региона. Согласно данным Компании, в первом квартале текущего года энергопотребление осталось на уровне 99–100% к показателю первого квартала 2008 года.
- Показатели прибыльности за прошедший год показали уверенный рост: прибыль от продаж +81%, EBITDA +45%, чистая прибыль + 81%. Причиной такой динамики стал сдержанный рост операционных расходов в прошлом году, в том числе затрат на покупку электроэнергии и ремонтные работы. Данный факт имел отражение в росте показателей рентабельности. Важно отметить, что последнее удалось не многим генерирующим компаниям. Давление на результаты Компании оказывал рост (+32%) прочих расходов, основанный на отрицательной переоценке долгосрочных финансовых вложений. Поддерживающим же фактором для ТГК-1 традиционно является наличие в структуре генерации ГЭС. В целом большинство показателей рентабельности остается на уровне среднеотраслевых значений.
- В 2008 году ТГК-1 удалось сократить финансовый долг на 20% до 4,8 млрд руб. на конец года (6,0 млрд руб. в 2007 году). Соотношение Debt/EBITDA снизилось с 2,2х в 2007 году до 1,2х в 2008 году. Треть долга составляют кредиты, номинированные в евро, на общую сумму, 40,4 млн евро от ЕБРР, Nordic Investment Bank и Environment finance corporation, погашаемые начиная с 2010 года. Из облигационного займа на 4 млрд руб., в обращении находятся облигаций на сумму 1,1 млрд руб. В текущем году ТГК-1 необходимо будет погасить кредиты на сумму в 1,9 млрд руб., при этом основная часть погашений придется на конец года. В 2009 году Компании удалось открыть кредитную линию в Банке «Глобэкс» в размере 2 млрд руб., средства планируется направить на капитальные затраты. На этот год Компанией была запланирована достаточно масштабная инвестиционная программа в объеме 40–45 млрд руб., однако в марте Компания сообщила, что снижает объем инвестиций до уровня в 14 млрд руб. Генеральный директор ТГК-1 заявил, что до конца года объем инвестиционной программы будет увеличен. Компания в этом году будет финансировать исключительно проекты, которые должны быть



введены в 2009 году. Как заявляют представители Компании из указанной суммы капитальных затрат, 10 млрд руб. будет профинансировано за счет кредитных ресурсов, оставшаяся часть за счет собственных средств. Учитывая последнее, в этом году ТГК-1 значительно нарастит долговую нагрузку. По нашей оценке, соотношение Debt/EBITDA может достичь отметки в 3х. В целом сокращение инвестиционных программ стало уже традиционной новостью и оправданным шагом для компаний электроэнергетического сектора. Мы считаем, что генерирующие компании сейчас, прежде всего, будут сокращать модернизацию старых мощностей, направляя ресурсы исключительно на ввод новой генерации, что мы оцениваем также как вполне логический ход. В случае поддержки акционеров инвестиционная программа Компании может быть увеличена. В целом тандем Газпрома и Fortum является достаточно весомой поддержкой для Компании, в том числе позволяющей занимать ресурсы не только на внутреннем рынке. Согласно заявлению Генерального директора ТГК-1, Fortum готов финансировать инвестпрограмму в объемах, соответствующих его доле. Газпром пока заявил о поддержке инвестиционных программ ОГК-2, ОГК-6 и Мосэнерго на сумму в 32 млрд руб.

- Вчера доходность по облигациям Компании при дюреции в 330 дней составляла 19,64%. Мы считаем, что на фоне ОГК-6 (УТР 16,24%, дюреция 358 дн.) и более «слабых» финансовых результатах последней, облигации ТГК-1 выглядят более привлекательно. Фактором, сдерживающим вложения в бумаги ТГК-1, является низкая ликвидность бумаг.

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

## МАШИНОСТРОЕНИЕ

### Куда заедет «ИжАвто»?

Центральной темой сегодняшних СМИ стало сообщение о том, что Группа СОК продала контрольный пакет ОАО «ИжАвто» топ-менеджменту Компании во главе с М. Добындо. Сумма сделки названа в размере 200 млн долл. При этом подчеркивается, что расчеты должны производиться не денежными средствами (коими, как известно, Компания не располагает), а готовыми автомобилями. Исходя из факта смены собственника, согласно действующему законодательству, а также условиям оферты, предусмотренной при реструктуризации облигаций Компании, держатели облигаций могут предъявить свои обязательства к досрочному погашению. Но, как мы полагаем, успешность данного действия под большим вопросом. Хотя бы потому, что, принимая данное условие по оферте, держатели надеялись увидеть новым собственником станет АвтоВАЗ.

Не повторяя неоднократно озвученные подробности, напомним, что в марте Группе СОК удалось уговорить держателей на реструктуризацию, обещая не только закрытие сделки с АвтоВАЗом по покупке Ижевского автозавода, но и дополнительное поручительство со стороны других своих активов (заводов производящих автокомплектующие). Вместе с тем, как всем известно, не случилось ни того, ни другого.

О мотивах действий бывшего акционера можно только догадываться. Однако, на наш взгляд, текущая ситуация обещает один из самых неприятных для держателей облигаций сценарий, когда Компания, и без того не располагающая свободными денежными ресурсами для выполнения обязательств, лишается товарной продукции, которая могла бы хоть отчасти сгладить ситуацию.

Не будем исключать, что «отказываясь» от ИжАвто, Группа СОК своими действиями пытается привлечь к проблемам автозавода внимание потенциальных претендентов, среди которых и госкорпорация «Ростехнологии», на весьма интересный актив, напомним, что завод оснащен довольно новым и современным технологическим оборудованием, а имеющиеся мощности позволяют наладить выпуск более 200 тыс. авто в год. На текущий момент ИжАвто «выпало» из круга обсуждаемых проблем отечественного автопрома, в связи с чем, вероятность банкротства предприятия в ближайшей перспективе сейчас очень велика. Завод находится на грани остановки, поскольку не располагает средствами для закупки

комплектующих для сборки машин семейства KIA, кроме того, эффективность автосборки изрядно снизилась на фоне девальвации рубля. Единственное решение проблемы – это появление нового собственника, однако перспективы этого пока весьма туманны. Единичные котировки спроса по облигациям ИжАвто после появления информации о новом дефолте опустились до 12% от номинала, и, вполне вероятно, что на этом уровне они будут находиться до появления какой-либо новой информации по Компании.

Ольга Ефремова  
efremova\_ov@nomos.ru

## ТЕЛЕКОМЫ И МЕДИА

- Арбитражный суд города Москвы назначил на 30 апреля 2009 года повторное заседание по заявлению Teleor о приостановлении взыскания с него 1,73 млрд долл. в пользу **ОАО «ВымпелКом»**. Формальной причиной, по которой арбитражный суд Москвы отложил вчера заседание, стала необходимость заслушать позицию «ВымпелКома», представитель которого официально в суде не присутствовал. /Коммерсантъ/

## РИТЭЙЛ

- Как сообщил первый вице-президент компании **«Евросеть»** по финансам Виталий Подольский, Ритейлер должен банкам 400 млн долл. В конце 2008 года этот долг составлял 650 млн долл., до конца 2009 года «Евросеть» рассчитывает снизить его до 250–300 млн долл. Остальным кредиторам Компания должна 11 млрд руб. (329 млн долл.). /Ведомости/

### X5: итоги 2008 года по МСФО

Вчера розничная группа X5 опубликовала аудированные результаты по МСФО за 2008 год, которые мы оцениваем, как нейтральные.

| Финансовые результаты 2007-2008 гг.       |       |       |           |
|-------------------------------------------|-------|-------|-----------|
| млн долл.                                 | 2008  | 2007  | 2008/2007 |
| Основные финансовые показатели            |       |       |           |
| Чистая выручка                            | 8 353 | 5 320 | 57.0%     |
| Чистая выручка (pro-forma)                | 8 892 | 6 152 | 44.5%     |
| Валовы доход (pro-forma)                  | 2 279 | 1 611 | 41.5%     |
| EBITDA (pro-forma)                        | 803   | 548   | 46.5%     |
| Чистая прибыль (pro-forma)                | 112   | 156   | -28.2%    |
| Финансовый долг, в т.ч.                   | 2 059 | 1970* | 4.5%      |
| долгосрочный                              | 1 481 | 1 574 | -5.9%     |
| краткосрочный                             | 578   | 396   | 46.1%     |
| % расходы                                 | 150   | 126   | 19.0%     |
| Показатели эффективности и покрытия долга |       |       |           |
| Рентабельность EBITDA                     | 9.0%  | 8.9%  | 0,1 п.п.  |
| Рентабельность по чистой прибыли          | 1.3%  | 2.5%  | -1,2 п.п. |
| Финансовый долг/EBITDA                    | 2.56  | 3.59  | -         |

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

Среди наиболее важных моментов по итогам деятельности Ритейлера в 2008 году мы выделяем:



- Существенный рост чистой выручки Х5 на основе консолидации (включая результаты сети гипермаркетов «Карусель», начиная с 30 июня 2008 года) на 57% относительно итогов 2007 года, в результате успешной интеграции торговой сети «Карусель». В свою очередь, на основе pro-forma (включая результаты «Карусели», начиная с 1 января 2007 и 2008 годов, соответственно), чистая выручка Сети увеличилась по сравнению с 2007 годом на 45%.
- Показатель EBITDA также продемонстрировал неплохой рост на 47%, а рентабельность EBITDA составила 9,0% против 8,9% годом ранее. Рост данного показателя Компания объясняет действенными мерами по контролю над затратами и эффективной интеграцией приобретенной сети гипермаркетов «Карусель».
- Сокращение чистой прибыли за 2008 год по pro-forma (без учета «неденежного» списания goodwill) на 28% и, соответственно, снижение рентабельности по чистой прибыли на 1,2 п.п. до 1,3%. Снижение прибыли Сети связано с существенным увеличением выплат по финансовым долгам, номинированным в иностранной валюте, в свете девальвации рубля. В результате убыток Х5 из-за укрепления иностранных валют относительно рубля в 2008 году составил 267 млн долл.
- Переоценка нематериальных активов Х5 и списание goodwill от слияния «Пятерочки» и «Перекрестка» привело к возникновению у Компании в 4 квартале 2008 года убытка в размере 2,26 млрд долл., что не могло не сказаться на формировании чистого убытка 2,1 млрд долл. у Ритейлера и по итогам 2008 года. Данное списание никак не отразится на деятельности Компании и ее денежном потоке, поскольку носит «бумажный» характер.
- Объем финансового долга сети Х5 за год, по нашим оценкам, вырос не существенно на 4,5% и составил 2,3 млрд долл. При этом доля краткосрочной задолженности возросла до 28% (или 578 млн долл.) с 20%. В свою очередь, Компании на фоне роста денежного потока за год удалось улучшить показатель долговой нагрузки – соотношение Финансовый долг/EBITDA с 3,59х до 2,56х. В то же время по-прежнему вызывает опасение значительная доля долга Х5 (порядка 62,6%), номинированная в иностранной валюте. Принимая во внимание девальвационные процессы национальной валюты, которые наблюдались в начале 2009 года, потери от курсовых разниц у Сети могут продолжиться и по итогам 1-го квартала. Около 68% общего объема долга Компании приходится на два крупных займа – синдицированный кредит объемом 1,1 млрд долл. с погашением в декабре 2010 года и облигационный заем в размере 9 млрд руб. с офертой в июле 2010 года. Таким образом, видно, что основной «пик» погашений Х5 приходится на 2010 год. В свою очередь, руководство Компании не теряет надежды на «восстановление» долговых

- **ОАО «Авиакомпания «ЮТэйр»** в январе–марте текущего года перевезла 576,9 тыс. пассажиров, что на 14,6% меньше, чем за аналогичный период прошлого года. Пассажирооборот Компании за январь–март текущего года сократился на 10,1% – до 886,6 млн пкм (в январе–марте 2008 года – 986,6 млн пкм). /Finambonds/

## ХИМИЯ И ЛПК

- **ОАО «Нижнекамскнефтехим»** сообщает о сокращении в январе–марте 2009 года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года производства товарной продукции (в действующих ценах) на 38,8% до 10,9 млрд руб. Вместе с тем, относительно производственного плана на 2009 год, учитывающего возможное сокращение объемов выпуска, в январе–марте текущего года наблюдается перевыполнение на 4%. /Прайм–ТАСС/

## ПОТРЕБСЕКТОР И АПК

- **ОАО «Синергия»** объявило о финансовых результатах за 2008 год в соответствии с МСФО. Выручка Компании за 2008 год выросла на 47% и составила 16,7 млрд руб. (в 2007 году – 11,4 млрд руб.). Валовая прибыль Синергии выросла на 53% и составила 5,97 млрд руб. (в 2007 году – 3,89 млрд руб.). Операционная прибыль выросла на 38% и составила 2,19 млрд руб. против 1,59 млрд руб. годом ранее. Консолидированный показатель EBITDA увеличился на 39% и составил 2,5 млрд руб. (в 2007 году – 1,8 млрд руб.). Чистая прибыль Компании за отчетный период выросла на 43% и составила 1,28 млрд руб. (в 2007 году – 896 млн руб.). /www.sygroup.ru/

## Денежный рынок

Илья Ильин  
ilin\_io@nomos.ru

Во вторник денежный рынок представлял собой исключительно приятную картину. Ставки на межбанковском рынке располагались преимущественно в районе 7–8%, а уже под вечер ушли до 6%. Цены по операциям «валютный своп» на ММВБ вели себя аналогично, утром простояв на 8–9%, к полудню опустились ниже 7% и уже до конца дня не поднимались выше этого уровня.

Ситуация с текущей ликвидностью также выглядит довольно благополучно. За вчерашний день банки сократили корсчета на 22,8 млрд до 362,6 млрд руб. и в тоже время нарастили депозиты на 48 млрд до 298,1 млрд руб. Таким образом, доля депозитов в общем показателе ликвидности составляет 45%, что, с одной стороны, говорит об устойчивости системы в краткосрочном периоде. С другой стороны, такая «консервация» ресурсов, свидетельствует об определенных опасениях банков в перспективе.

На прошедшем аукционе Минфину удалось разместить 45 млрд из 60 млрд руб. предложенных. Средневзвешенная ставка составила 15,01% при минимальной – 15%. Средства были размещены среди 2 банков. Результаты размещения вполне закономерны с учетом минимальной заявки в размере 10 млрд руб., которая ориентировала, что потенциальный спрос может возникнуть лишь со стороны крупнейших банков.

Ресурсы этого аукциона, а также проведенного ЦБ в понедельник поступают сегодня. Совокупный приток объемом более 53 млрд руб. вполне перекрывает сегодняшние платежи по налогам и ранее взятым обязательствам. Поэтому ожидать серьезного ухудшения ситуации на денежном рынке за счет этих факторов не приходится.

Валютный сегмент продолжает следовать конъюнктуре сырьевых рынков. Вчера на фоне дорожающей нефти стоимость бивалютной корзины снизилась до 38,3 руб., что на 7 коп. ниже открытия. Торги сопровождались невысокими оборотами, и если регулятор и принимал в них участие, то его присутствие было минимальным. За ночь цены на нефть немного снизились, и сегодня рубль, отыгр

## Долговые рынки

Во вторник конъюнктура внешних рынков выглядела уже не столь комфортно, как в предыдущие дни. После макростатистики США, подтверждающей «прежний диагноз», вопреки всем успокаивающим заявлениям со стороны главы ФРС Бена Бернанке о том, что «падение экономики постепенно замедляется», интересы участников с фондового рынка вновь переместились в сегмент казначейских обязательств. В результате доходности UST продолжили снижение. Так, по 10-летним бумагам доходность снизилась еще на 7 б.п. до 2,79% годовых.

Главным поводом происходящего стали опубликованные данные о снижении розничных продаж в марте на 1,1% (при ожиданиях их роста на 0,3%), а также отрицательная динамика индекса цен производителей за март и в годовом исчислении, которая оказалась существенно хуже ожиданий – на уровне «-1,2%» (прогноз 0,0%) и «-3,5%» (прогноз «-2,2%») соответственно. То есть фактически в значительной мере был нивелирован позитив, которому способствовала ранее опубликованная статистика по рынку недвижимости и потребительским расходам. При этом позитивные результаты банковского сектора также оказались на втором плане и не смогли противостоять коррекции интересов инвесторов в отношении других секторов экономики.

Сегодня настроения сохраняются умеренно-пессимистичными. Азиатские рынки начали торговую сессию коррекцией фондовых индексов, отрицательной динамикой характеризуются и сырьевые рынки. Участники рынка ждут появления сегодняшней статистики США по потребительским ценам и промышленному производству в марте. Отметим, что преобладают негативные ожидания, на фоне чего спрос на UST сохраняется. Помимо прочего сегодня ожидается третий в этом году отчет ФРС, именуемый «Бежевая книга».

В суверенных еврооблигациях Russia-30, несмотря на преобладавший в первой половине дня положительный настрой, в конечном счете, участники рынка оказались под давлением, распространившимся с внешних рынков. Если открытие торгов проходило при котировках Russia-30 в диапазоне 98,5% – 99%, то к концу торговой сессии котировки были на уровне 98,5% – 98,75% (YTM 7,72% – 7,76%).

В корпоративных еврооблигациях спрос

АФК «Система» торгуются с доходностью 18,95% годовых. Однако не стоит исключать, что доходность Системы–Галс устанавливалась с учетом появления и в интересах нового собственника (51% акций переходит к ВТБ).

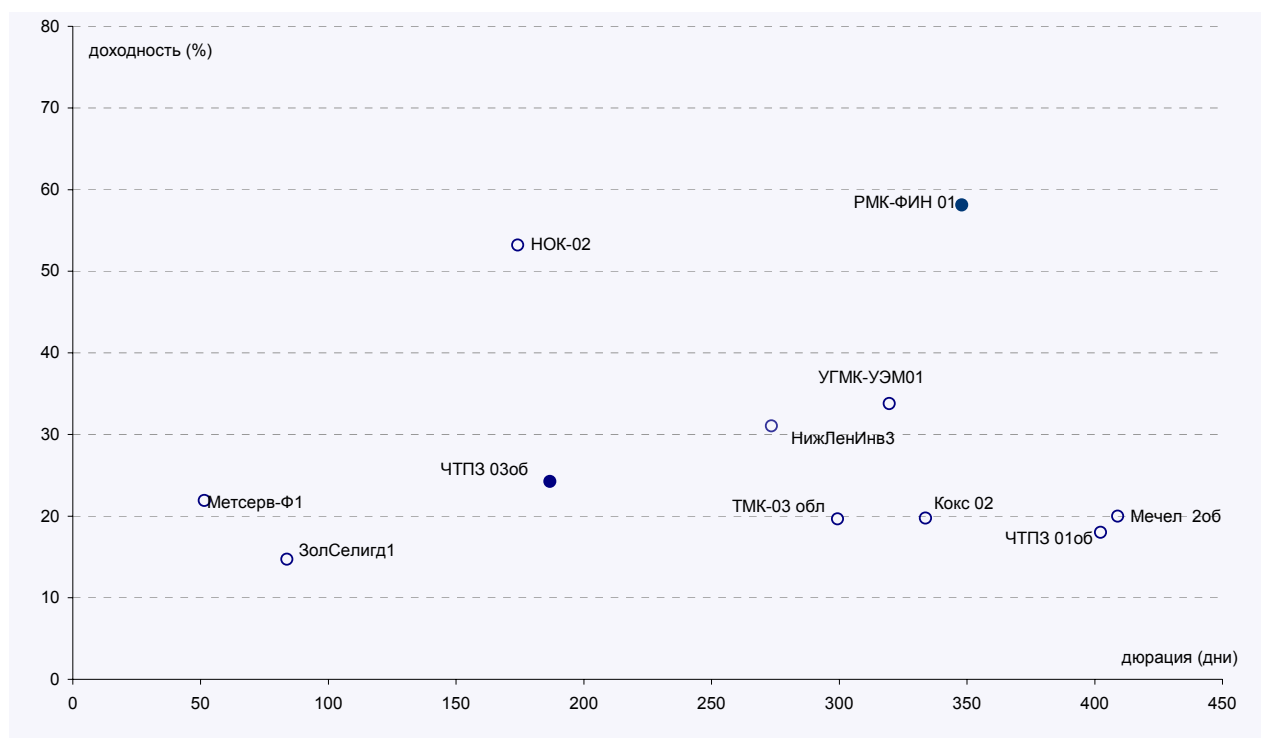
Отметим, что «вторичные» торги в очередной раз были весьма непоказательны для обозначения преобладающего тренда. Среди наиболее заметных изменений котировок отметим продажи в бумагах Черкизово–1, сопровождавшиеся снижением котировок более чем на 4%. Напомним, что доходность к оферте в июне этого года уже превышает 200% годовых. Вместе с тем, вопрос исполнения оферты остается открытым – судя по заявлениям менеджмента, компания планирует предложить инвесторам реструктуризацию. Умеренная активность наблюдалась в бумагах МГор–58 (УТМ 15,77%) и МГор–59 (УТМ 14,39%), скорее всего подобное «затишье» обусловлено ожиданием нового предложения.

Сегодня мы будем наблюдать еще за двумя аукционами: по облигациям ЕБРР–5 на 5 млрд руб. и Москва–54 на 15 млрд руб. Если в случае с ЕБРР можно констатировать стандартное «успешное» размещение, то аукцион Москвы вполне может стать индикатором рыночных настроений.

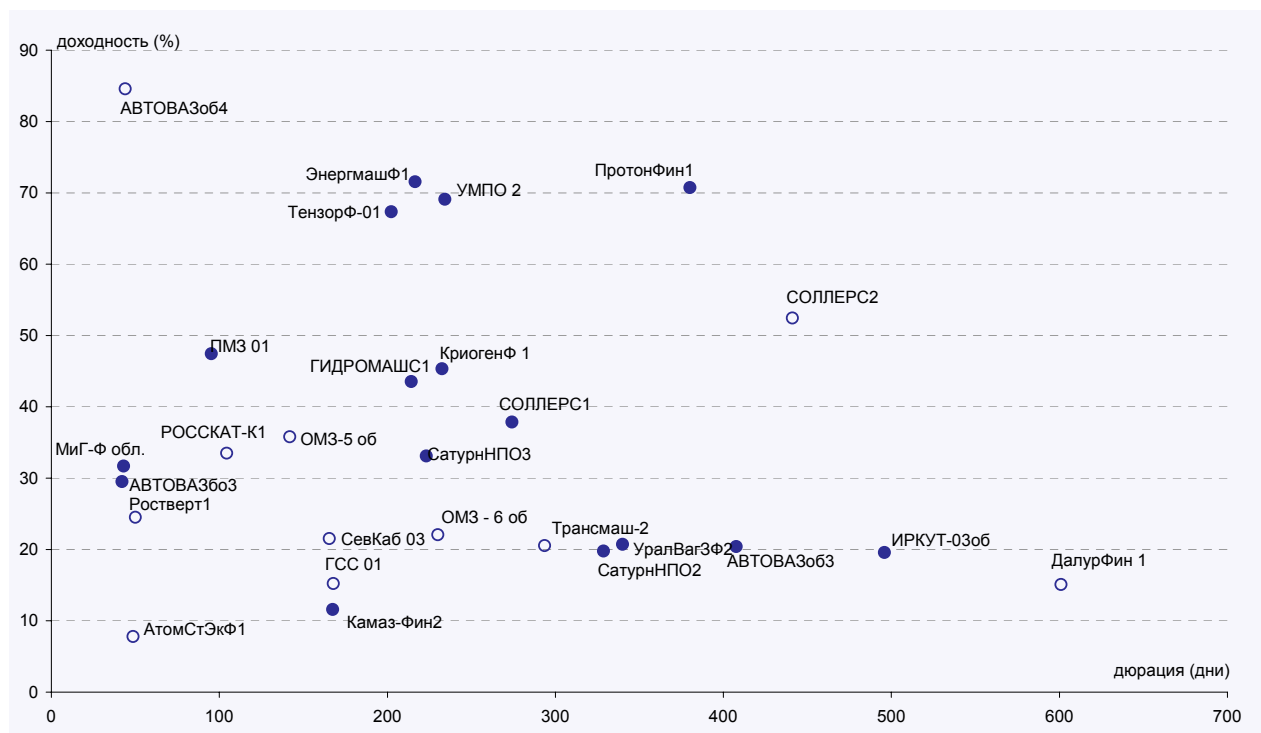
Москомзайм прогнозирует диапазон размещения облигаций нового выпуска с погашением в сентябре 2012 года на уровне 16,95% – 17,1% годовых. Учитывая результаты последнего аукциона по бумагам серии 58, характеризующихся дюрацией чуть менее двух лет, а также существующую на рынке премию за разницу в дюрации выпусков (дюрация бумаг серии 58 почти вдвое длиннее), которая за две недели апреля на волне общего позитива сократилась со 180 б.п. до 135 б.п., мы полагаем, что более комфортной для инвесторов была бы покупка выпуска Москва–54, характеризующегося еще более длинной дюрацией (~3 года), с доходностью не менее 17,1% годовых.

| СЕГОДНЯШНИЕ КУПОННЫЕ ВЫПЛАТЫ |                         |                    |                            |
|------------------------------|-------------------------|--------------------|----------------------------|
| Эмитент                      | Объем выпуска, млн руб. | Купонная ставка, % | Ближайшая оферта/погашение |

## Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт

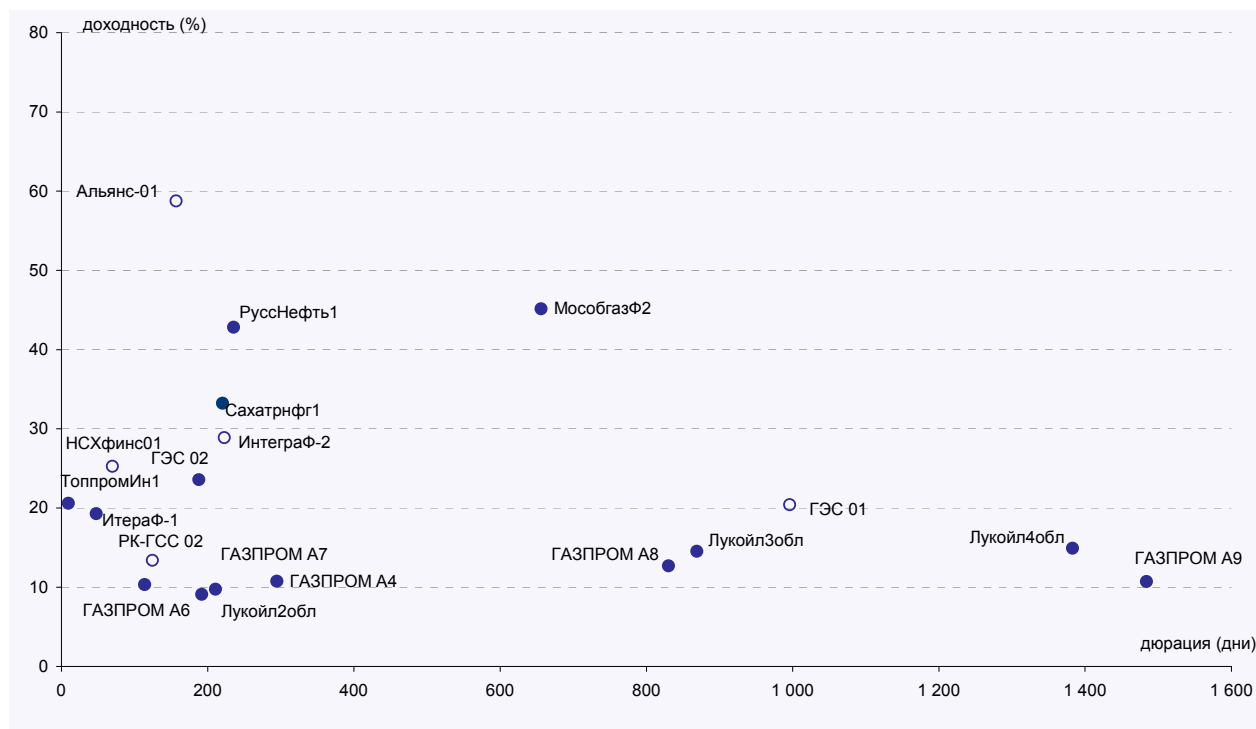


## Машиностроение

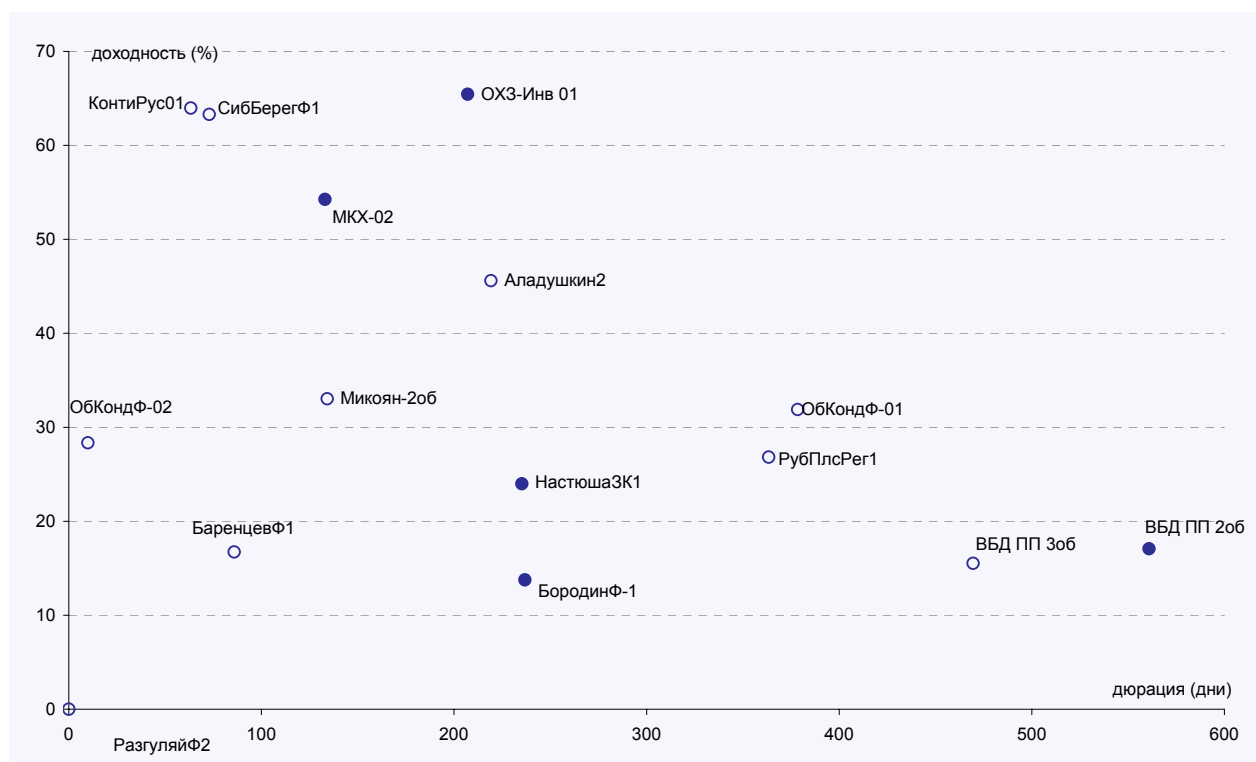




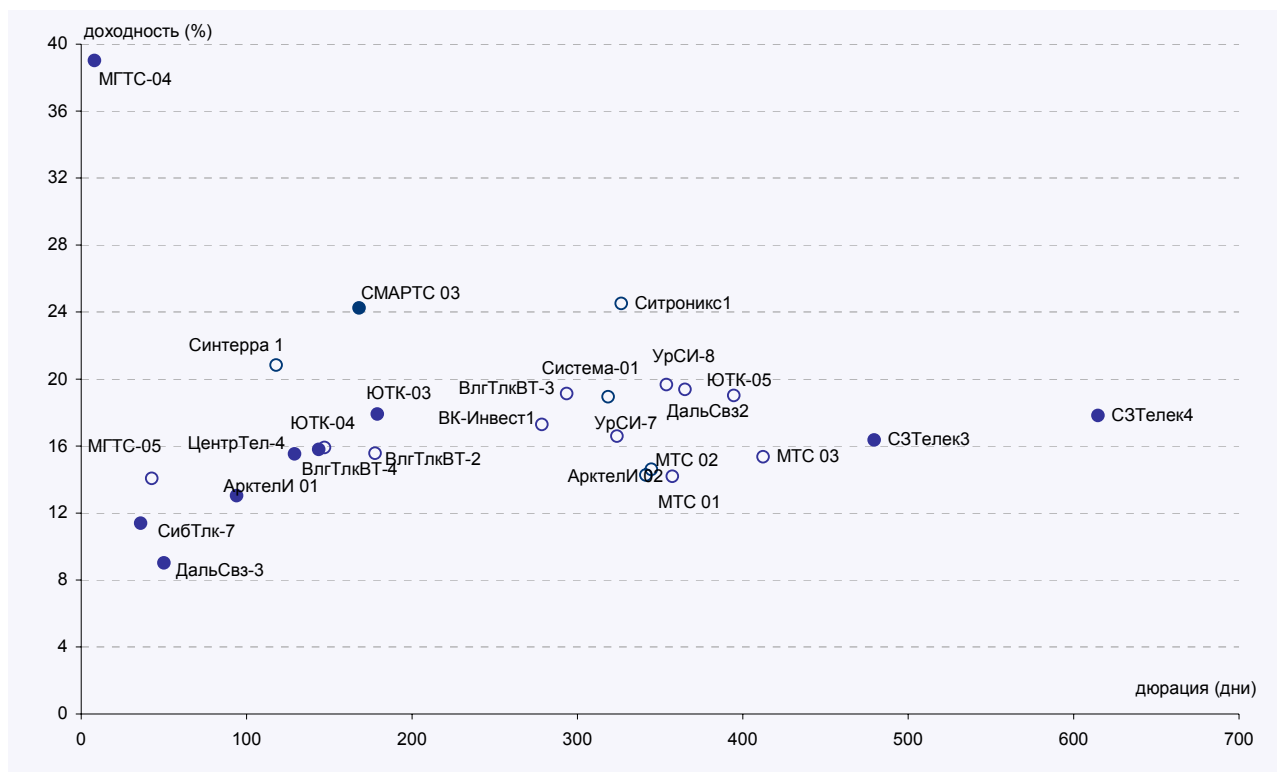
## Нефтегазовый сектор



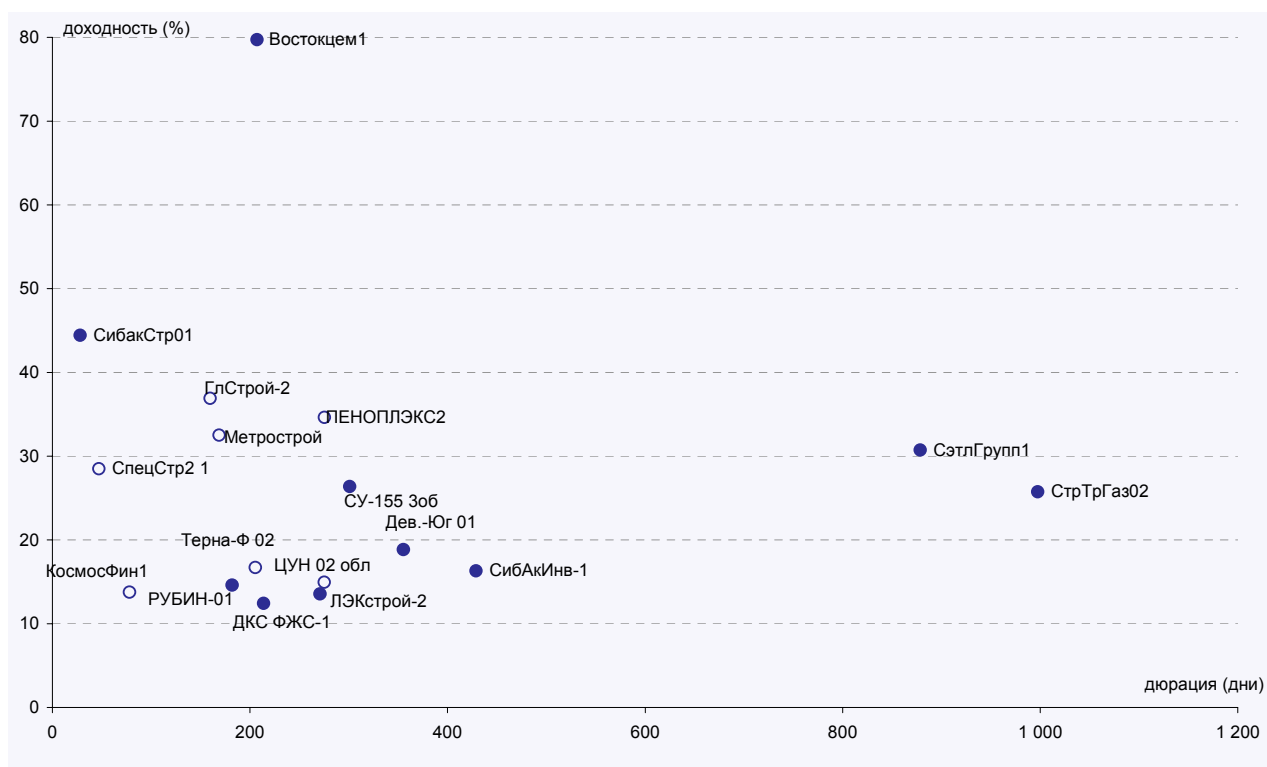
## Потребсектор и АПК



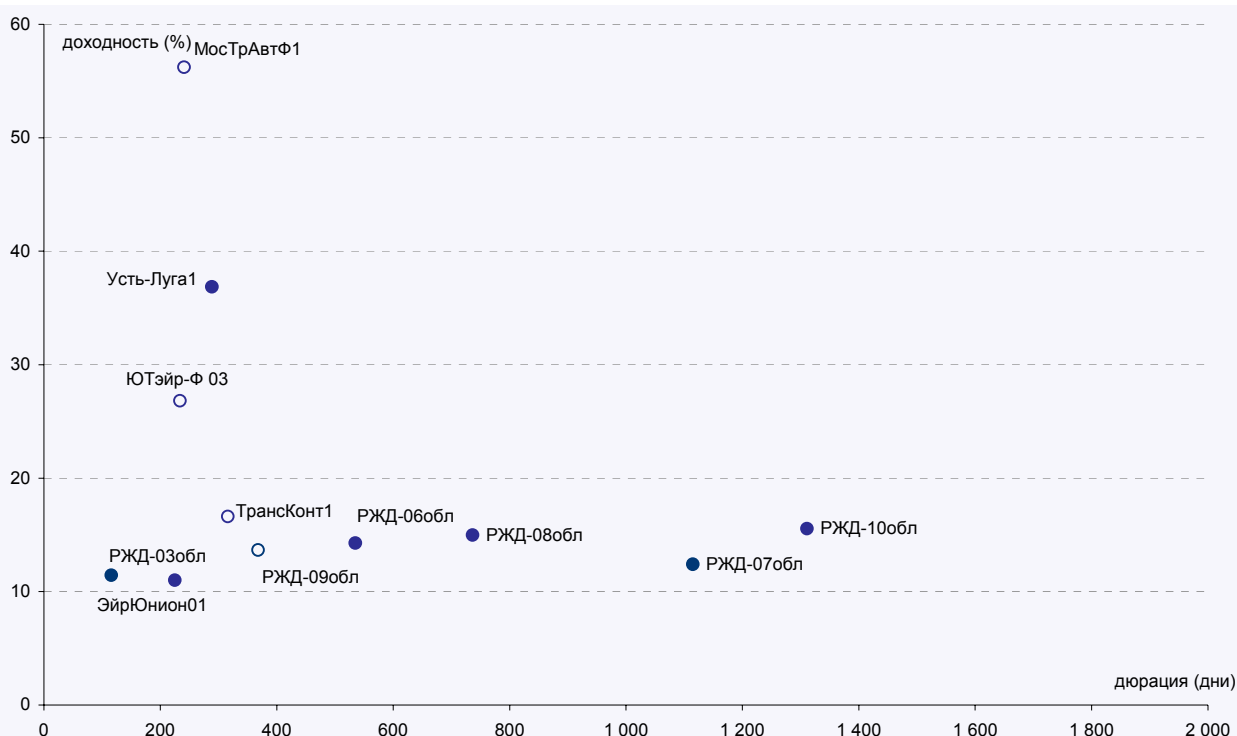
## Телекоммуникации и медиа



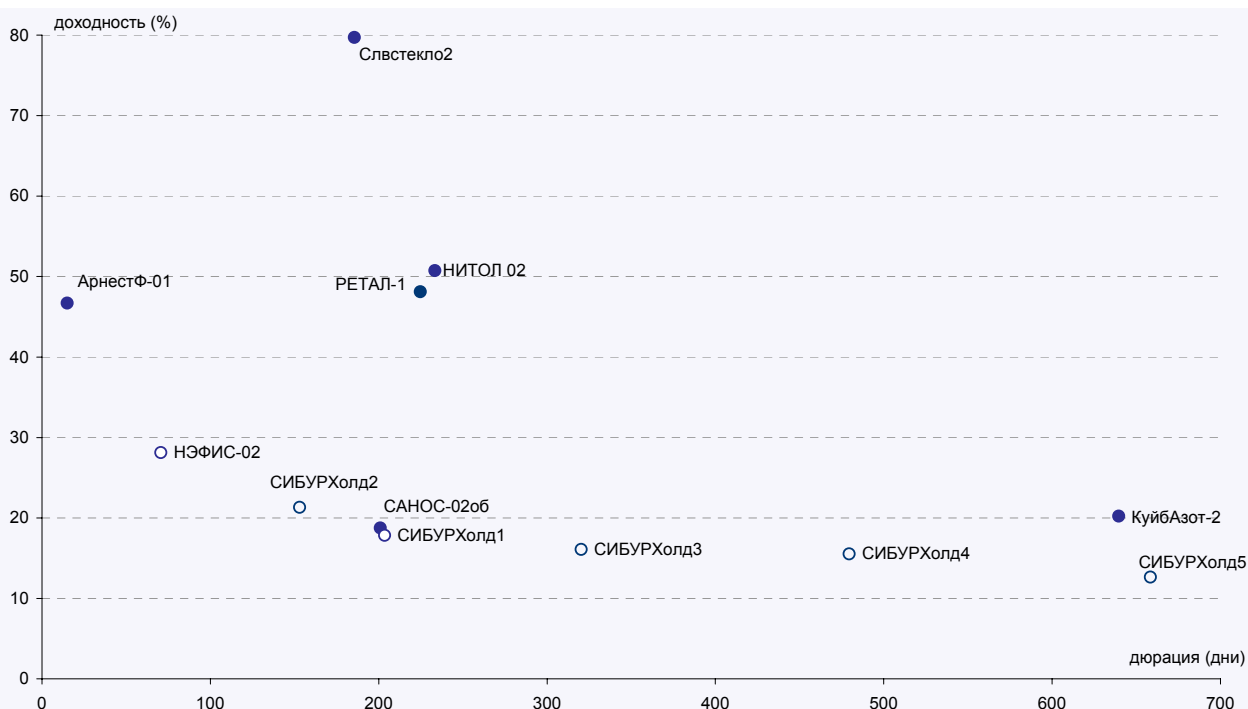
## Строительство, девелопмент и стройматериалы



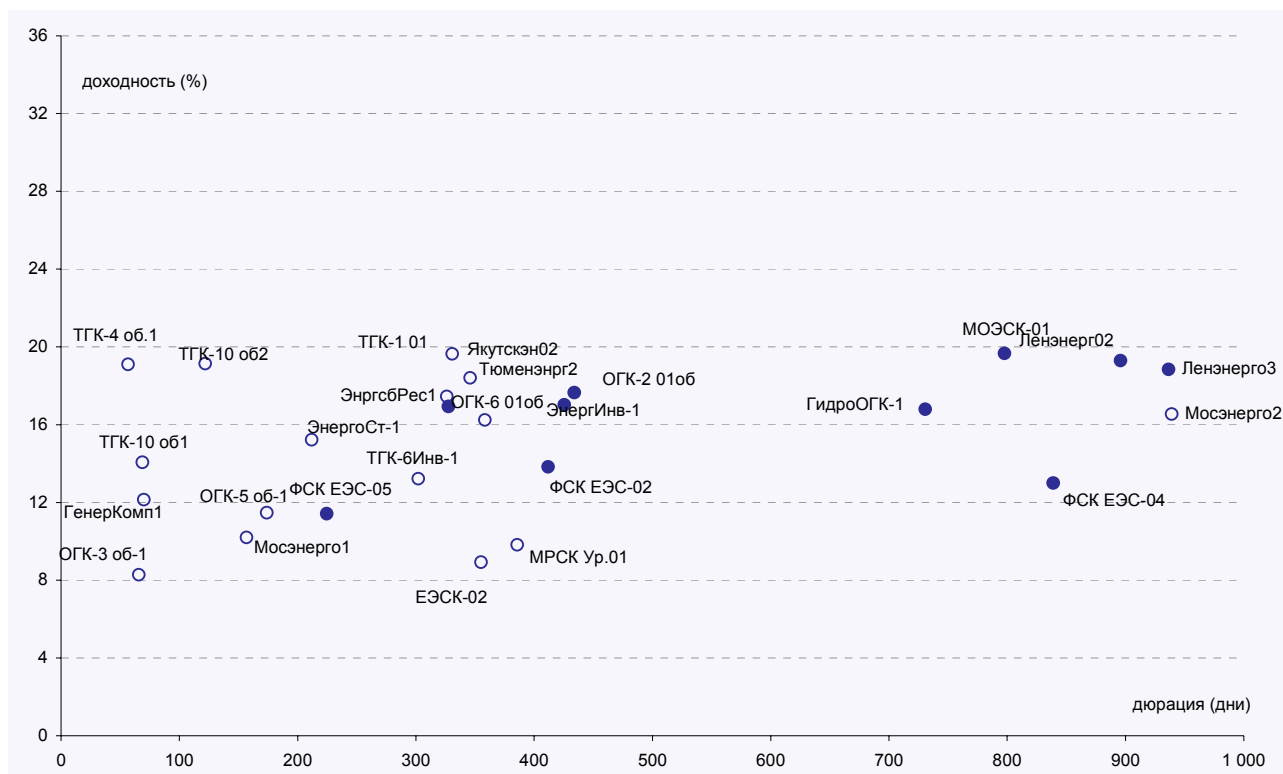
## Транспорт



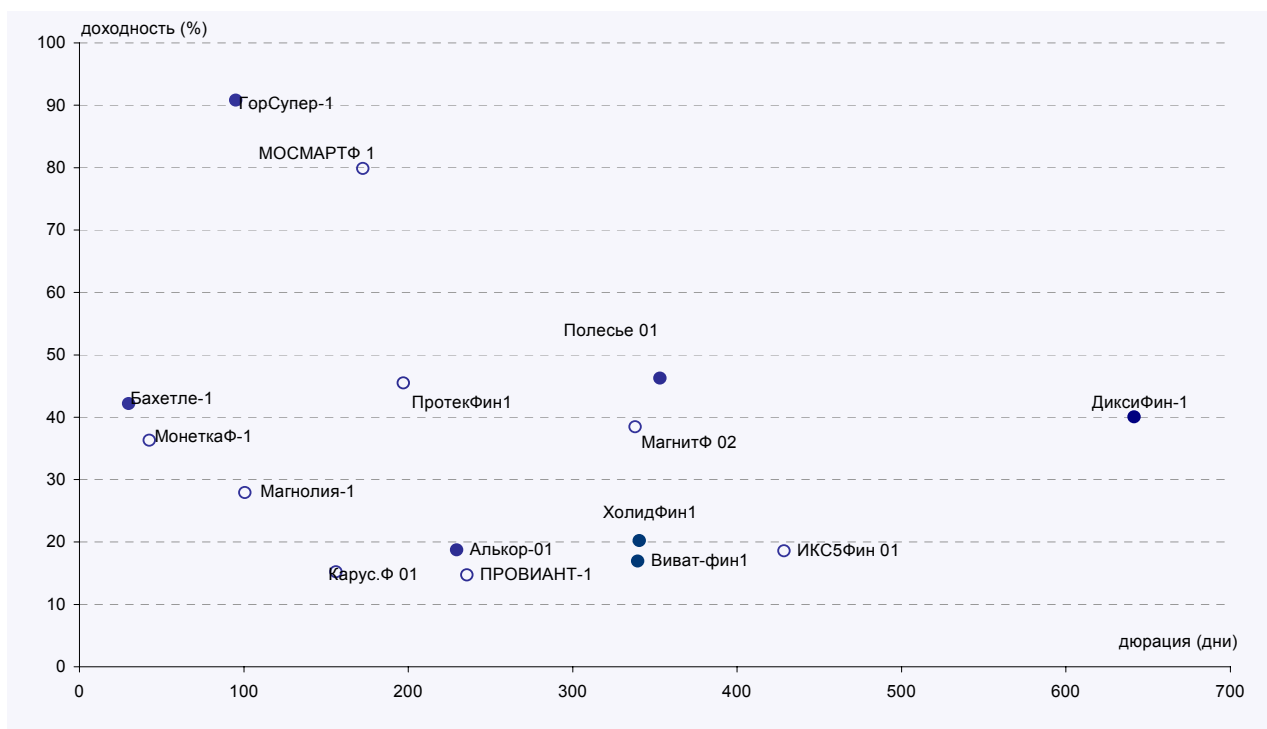
## Химия и ЛПК



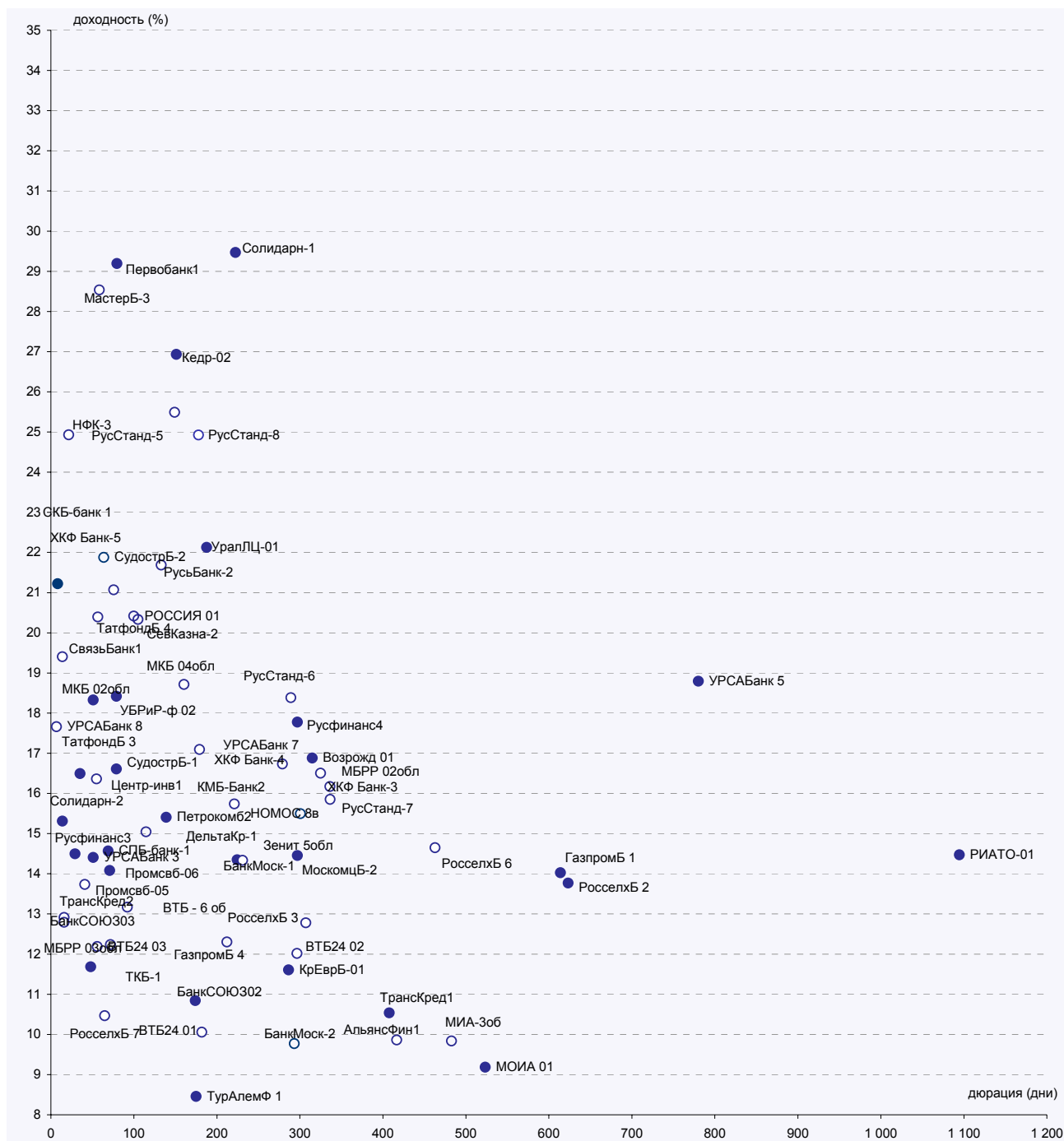
## Энергетика



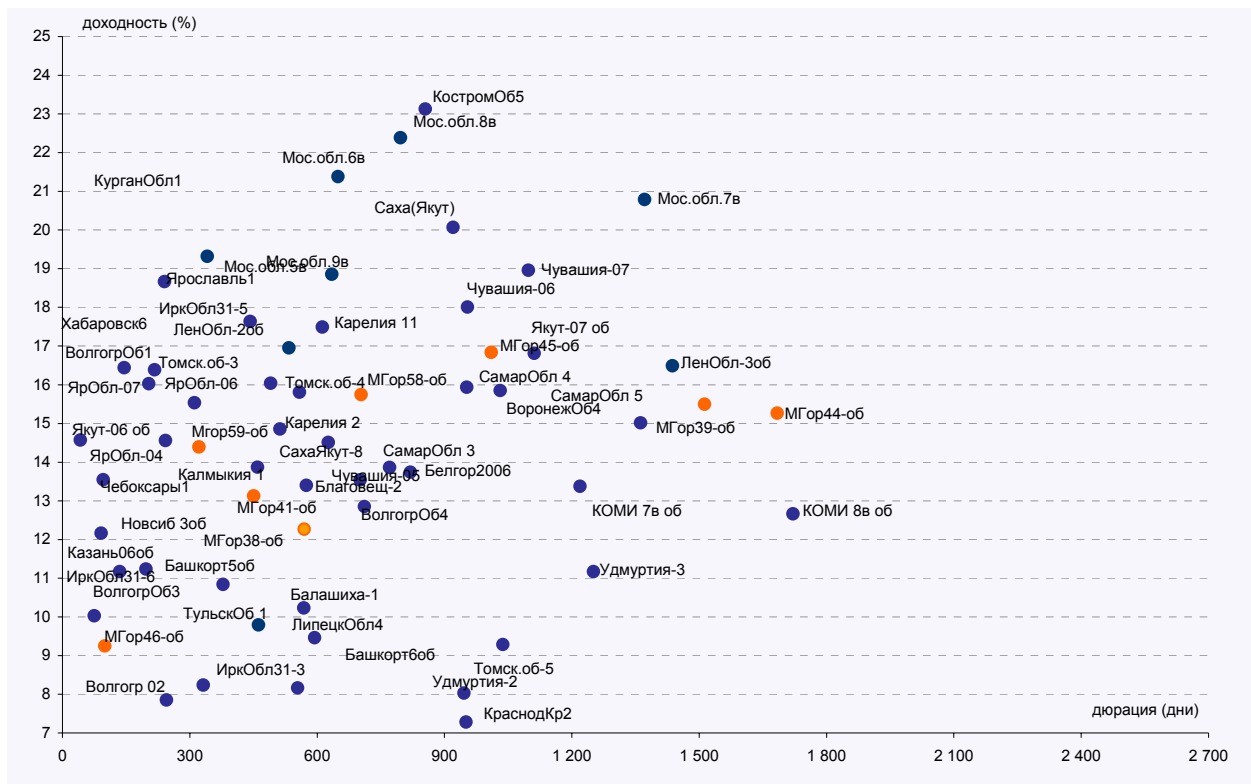
## Ритейл



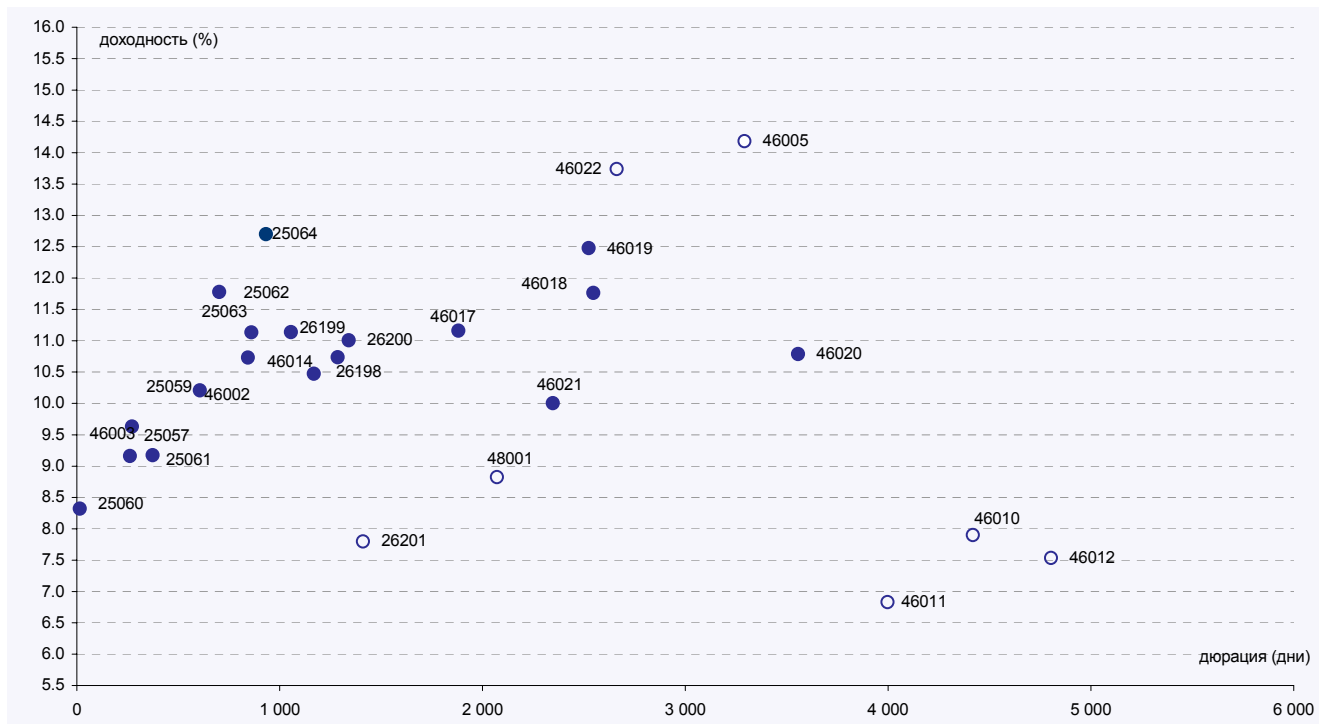
## Финансовый сектор



## Субъекты РФ



## Облигации федерального займа





# Контактная информация

|                                                            |                                                      |                        |
|------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------|
| Номос-Банк (ОАО)                                           | 109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5 |                        |
| Старший Вице-президент                                     | Пивков Роман / ext. 4120<br>(495) 797-32-48          | pivkov_rv@nomos.ru     |
| Департамент долговых инструментов                          | (495) 797-32-48                                      | ib@nomos.ru            |
| Директор департамента                                      | Голованов Валерий / ext.4424                         | golovanov_vn@nomos.ru  |
|                                                            | Цвеляк Евгений / ext. 3581                           | tsvelyak_ea@nomos.ru   |
|                                                            | Турик Анна / ext. 3575                               | turik_aa@nomos.ru      |
|                                                            | Кузина Анна / ext. 4587                              | kuzina_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       |
|                                                            | Полюттов Александр / ext. 4428                       | polyutov_av@nomos.ru   |
|                                                            | Федоткова Елена / ext. 4425                          | fedotkova_ev@nomos.ru  |
| Департамент операций на финансовых рынках                  | (495) 797-32-48                                      |                        |
| Директор департамента                                      | 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.