


ГАЗПРОМБАНК

Ежедневный обзор долговых рынков от 6 апреля 2010 г.

Содержание:

Долговые рынки	1
Денежный рынок и макроэкономика	2
Кредитный комментарий	2
Приложение: календарь событий	5

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ ФРС не изменила ставку дисконтирования – рынки отреагировали сдержанно
- ▶ Инфляция в РФ продолжила замедляться

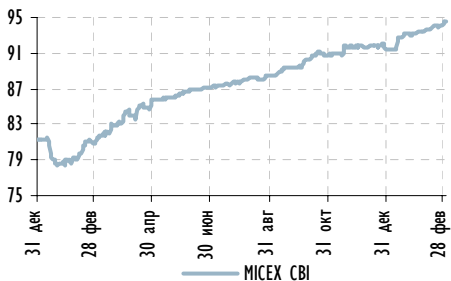
КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ▶ ММК: сильные результаты за 4кв2009 по МСФО

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

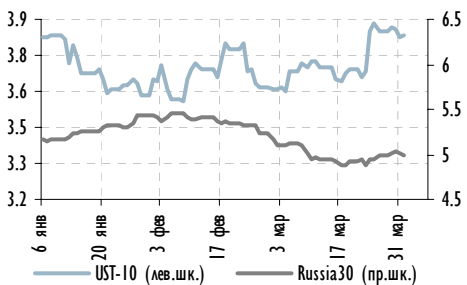
- ▶ Погашение РМК Финанс, Банк Зенит-4

Индекс корпоративных облигаций ММББ



Источник: Bloomberg

Доходности Russia-30 и UST-10



Источник: Bloomberg

Рыночные индикаторы

	Знач. закp.	Изм. к пред. дню	Изм. к 01/01
Индикаторы валютного рынка			
EUR/USD*	1.342	-0.6% ▼	-6.3% ▼
USD/RUR*	29.28	0.1% ▲	-2.6% ▼
Корзина валют/RUR*	33.78	-4.2% ▼	-6.5% ▼
Индикаторы денежного рынка			
Остатки на корп. сч., млрд руб.	578.6	55.2 ▲	-255.5 ▼
Остатки на корп. сч. (Москва), млрд	403.8	35.9 ▲	-143.6 ▼
ЗВР ЦБР, млрд долл.	444.0	-4.2 ▼	6.3 ▲
1M-MOSPRIME	4.1	-0.03 ▼	-2.23 ▼
3M-MOSPRIME	4.4	0.0 ▲	-2.64 ▼
3M-LIBOR	0.29	0.00 ▲	0.04 ▲
Индикаторы долгового рынка			
UST-2	1.17	0.06 ▲	0.03 ▲
UST-10	2.74	0.04 ▲	0.15 ▲
Russia-30	5.03	0.00 ▼	-0.42 ▼
EMBI+	234	45 ▲	13 ▲
EMBI+Russia	134	12 ▲	32 ▲
Индикаторы товарного рынка			
Urals, долл./барр.	81.03	2.21% ▲	107.7% ▲
Brent, долл./барр.	85.12	1.1% ▲	102.3% ▲
Индикаторы фондового рынка			
PTC	1,627	0.76% ▲	12.7% ▲
Dow Jones	10,974	0.43% ▲	5.2% ▲

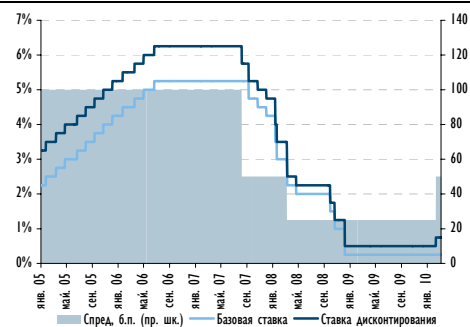
*-данные на 8:00 мск

Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка



МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Динамика спреда между ставкой дисконтирования и базовой ставкой ФРС



Источник: ФРС, расчеты Газпромбанка

ФРС не изменила ставку дисконтирования — рынки отреагировали сдержанно

Новость: Управляющие ФРС вчера приняли решение оставить ставку дисконтирования на текущем уровне 0,75%.

Комментарий: Мы полагали, что ФРС продолжит придерживаться ранее объявленной стратегии отказа от антикризисных мер предоставления ликвидности, в том числе — за счет расширения спреда между дисконтной и базовой ставками. Отметим, что до кризиса величина спреда составляла 100 б. п., а в настоящее время — в 2 раза ниже.

Хотя дисконтное окно является инструментом рефинансирования, к которому банки прибегают лишь в случае крайней необходимости и при условии невозможности привлечь ликвидность на рынке, органы денежно-кредитного регулирования, вероятно, не спешат повышать стоимость заимствования. Однако в будущем ставка дисконтирования может быть повышена сразу на 50 б. п.

Реакция рынков на данное событие была нейтральной, мы также не ожидали существенного резонанса даже в случае повышения ставки на 25 б. п.

Анна Богдюкевич
+7 (495) 980 41 82

Инфляция в РФ продолжила замедляться

Новость: ИПЦ в марте вырос на 0,6% против 1,3% в соответствующем месяце прошлого года. С начала года цены увеличились на 3,2%. В годовом выражении темпы роста потребительских цен замедлились до 6,5% г/г.

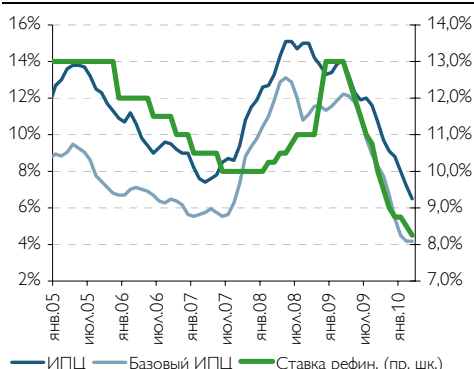
Комментарий: Рекордно низкий прирост цен в марте был обусловлен слабой динамикой потребительского спроса: оборот розничной торговли в январе — феврале текущего года увеличился всего на 0,8% г/г.

В то же время замедление темпов роста цен расширяет возможности Банка России проводить стимулирующую денежно-кредитную политику, не опасаясь инфляционных рисков. Мы полагаем, что ЦБ продолжит оказывать давление на стоимость кредитования через понижение ключевых ставок. Вероятно, до конца апреля Банк России еще раз понизит уровень ставки рефинансирования на 25 б. п. При сохранении тенденции к замедлению инфляции цикл понижения ставок может быть продолжен до середины года.

Отметим, тем не менее, что замедление темпов роста потребительских цен может оказаться непродолжительным, поскольку цены на промежуточные товары растут опережающими темпами (ИЦП в феврале увеличился на 22,9% г/г против прироста ИПЦ на 6,5% по итогам соответствующего периода).

Анна Богдюкевич
+7 (495) 980 41 82

Динамика ИПЦ, % г/г



Источник: Росстат, расчеты Газпромбанка

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ММК
S&P/Moody's/Fitch - / Ba3 / BB

ММК: сильные результаты за 4кв2009 по МСФО

Новость: Вчера ММК опубликовал сильные результаты по МСФО за 4-й квартал и 2009 г., которые, в то же время, вряд ли могут оказать влияние на котировки торгуемых выпусков, доходность которых имеет потенциал снижения только вместе с остальным рынком. Что касается размещаемого выпуска ММК БО-5, мы рекомендуем участвовать в аукционе «по верхней границе» прогнозного диапазона (8%). При размещении с меньшей доходностью более интересно смотрятся бумаги НЛМК, кредитный профиль которого мы оцениваем как несколько более сильный.

Комментарий: Ниже мы приводим основные выводы из опубликованных цифр:

Выручка и рентабельность: позитивный эффект от увеличения доли высокомаржинальных продуктов в продажах. Несмотря на снижение продаж металлопродукции на 11% в 4кв2009 по сравнению с уровнем предыдущего



квартала, выручка ММК выросла на 20% кв/кв, отразив благоприятный ценовой тренд на основных рынках сбыта. При этом мы отмечаем существенный рост нормы прибыли до 29% по EBITDA, + 7 п. п. к третьему кварталу: показатель рентабельности практически вернулся к докризисным уровням 1-го – 3-го кв. 2008 г. Мы полагаем, что существенный вклад в рост прибыльности бизнеса оказало увеличение продукции с высокой добавленной стоимостью в структуре реализации (до 36% в 4-м кв. 2009 г. в натуральном выражении, по сравнению с 29% в 3-м кв. 2009 г.), главным образом за счет существенного роста выпуска толстого листа на запущенных в прошлом году мощностях Стана 5000. Кроме того, стоит отметить, что ММК традиционно имеет один из самых низких показателей себестоимости на тонну продукции, уступая лишь НЛМК.

По итогам всего прошлого года, норма прибыли EBITDA ММК составила 22%, оставив «далеко позади» Северсталь (7%) и Евраз (13%). НЛМК должен опубликовать свою отчетность сегодня, 6 апреля.

Рентабельность в 2010 году: давление со стороны роста цен на сырье, вероятно, будет ограниченным. В 2010 году ММК, не являясь полностью вертикально интегрированной компанией, скорее всего, не сможет избежать негативного давления на рентабельность со стороны роста цен на сырье. В частности, цены на железную руду на мировом рынке с апреля этого года могут вырасти на 90–100%. В то же время негативный эффект может быть в существенной степени компенсирован дальнейшим увеличением выпуска высокомаржинальных продуктов. Кроме того, давление на прибыльность со стороны роста цен на коксующийся уголь сглаживается достаточно большой долей обеспеченности собственным углем после консолидации Белона (50%, против 30% по железной руде): компания планирует увеличивать загрузку мощностей Белона, что должно позволить сократить довольно высокие затраты на производство тонны концентрата (65 долл./т, для сравнения аналогичный показатель Распадской в 4кв09 – 28 долл./т).

Прогнозы менеджмента на 2010 год. В целом в 2010 году ММК ожидает 30%-ного роста производства готовой продукции и достижения 85%-ной загрузки мощностей. При этом Стан 5000, выпускающий продукцию с высокой добавленной стоимостью (толстый лист для производства ТБД), уже сейчас работает с 75%-ной загрузкой – 90 тыс. тонн в месяц, и в среднесрочной перспективе должен выйти на 100%-ный уровень. На мощностях турецкого проекта ММК, Атакаш, в 2010 году планируется произвести 500 тыс. тонн продукции (сталь с полимерным покрытием, оцинкованная сталь), при этом EBITDA составит 19 млн долл. По ожиданиям менеджмента, турецкий проект начнет генерировать существенный денежный поток лишь в 2011 г., после запуска сталеплавильного производства.

Денежные потоки и инвестиции. Капитальные расходы ММК в четвертом квартале составили 388 млн долл., +31% кв/кв, за весь год компания потратила порядка 1,69 млрд долл., что несколько больше, чем ориентир, который раньше называл менеджмент (1,5 млрд долл.). Чистый денежный поток компании в прошлом году был отрицательным (-824 млн долл.): существенная часть инвестиционных расходов и затрат на увеличение доли в Белоне была профинансирована из накопленного резерва денежных средств, который в прошлом году сократился с 1,1 млрд долл. до 165 млн долл.

В 2010 году компания планирует потратить на инвестиции 1,7 млрд долл. Мы полагаем, что дальнейшее восстановление цен и рост объемов производства, в особенности по высокомаржинальным продуктам, обеспечит компании положительный свободный денежный поток в текущем году: по оценке ГПБ, он составит порядка 400 млн долл.

Долговая нагрузка и ликвидность. Объем долга в четвертом квартале вырос на 549 млн долл. до 2,118 млрд долл., главным образом, за счет консолидации долга Белона (532 млн долл.). В относительном выражении соотношение Долг/EBITDA, по нашим оценкам, составило 1,9х, практически совпав с ориентиром, которые ранее озвучивал менеджмент (2х). Средства от размещенных в ноябре и декабре рублевых облигаций общим объемом 15 млрд руб. преимущественно были направлены на рефинансирование короткого долга.

В 2010 году компании необходимо будет погасить 830 млн долл., или 543 млн долл. за вычетом краткосрочных возобновляемых линий трейдеров ММК, что, на наш взгляд, не представляет особых сложностей, учитывая ожидаемый рост денежных потоков, а также достаточно свободный доступ



к различным источникам рефинансирования. По данным отчетности, общий объем незадействованных кредитных ресурсов на 31/12/2009 г. превышал 1,8 млрд долл. Кроме того, компания использует публичные источники рефинансирования: на прошлой неделе ММК открыл книгу заявок по новому трехлетнему выпуску рублевых бондов на 8 млрд руб.

В 2010 году долговая нагрузка ММК, по всей видимости, будет расти: компания будет финансировать инвестиционные расходы по турецкому проекту Атакаш из заемных источников (в конце прошлого года ММК договорилась с рядом банков о выделении порядка 1 млрд долл. на эти цели сроком на 10 лет, средства будут привлекаться по мере реализации инвестиционной программы). В то же время учитывая ожидаемый рост денежных потоков, мы полагаем, что в терминах Долг/EBITDA кредитное плечо ММК по итогам года будет находиться в пределах 1,5х.

Мы не видим существенного потенциала для снижения доходностей торгуемых выпусков ММК (около 7,4% годовых по ММК БО-2 и 6,2% по более короткому ММК БО-1). Ориентир по маркетируемому в настоящий момент ММК БО-5 составляет 7,65–7,85% по купону, что соответствует доходности на три года в районе 7,8–8%. Учитывая, что выпуск НЛМК БО-6 с аналогичной дюрацией сейчас торгуется под 7,75% годовых, а также несколько более сильное кредитное качество НЛМК (разница в рейтингах ММК и НЛМК по шкале Moody's – 2 ступени, по шкале Fitch – одна ступень), мы рекомендуем участвовать в аукционе «по верхней границе» диапазона, обозначенного организаторами.

ММК: финансовые результаты по МСФО за 4кв2009 и 2009 г.

	4кв2009	3кв2009	кв/кв, %	2009	2008	год к году, %
Выручка	1 674	1 404	19%	5 081	10 550	-52%
Валовая прибыль	507	343	48%	1 141	2 715	-58%
EBITDA*	485	313	55%	1 099	2 506	-56%
Чистая прибыль	219	76	188%	219	1 081	-80%
Валовая рентабельность	30%	24%	+6 п.п.	22%	26%	-4 п.п.
Рентабельность EBITDA	29%	22%	+7 п.п.	22%	24%	-2 п.п.
EBITDA / Проценты	11	26	-	11	23	-
Финансовый долг	2 118	1 569	35%	2 118	1 726	23%
в т.ч. краткосрочный	828	830	0%	828	1 295	-36%
Чистый долг	1 953	989	97%	1 953	603	224%
Чистый долг / EBITDA	1,8	1,2	-	1,8	0,2	-
Операционный денежный поток	208	105	98%	865	1 925	-55%
Капитальные вложения	388	296	31%	1 613	2 112	-24%
Чистый денежный поток	-435	-51	-	-824	946	-

Источник: данные компании, расчеты ГПБ

*Показатель EBITDA скорректирован на разовые и неденежные составляющие, не включает доли в фин. результатах зависимых компаний

Яков Яковлев
+7 495 988 2492



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
06/04/10	Погашение РМК Финанс-1	3,000
	Погашение Банк ЗЕНИТ-4	3,000
07/04/10	Размещение Зенит БО-1	5,000
08/04/10	Размещение ММК-БО-5	8,000
	Оферта Русские Масла-2	1,000
	Погашение Лаверна-1	1,000
12/04/10	Размещение Аэрофлот БО-01	12,000
	Оферта ЕЭСК-2	1,000
13/04/10	Размещение Банк Санкт-Петербург БО-1	5,000
	Размещение Газпром нефть БО-05	10,000
	Размещение Газпром нефть БО-06	10,000
	Оферта Уралсвязьинформ-8	2,000
15/04/10	Оферта МДМ-Банк-8	6,203
	Оферта Система Галс-1	3,000
	Погашение Уфаойл-ОПТАН-1	1,500
	Погашение Жилсоципотека-Финанс 2	1,500
16/04/10	Погашение Топпром-Инвест-1	500
19/04/10	Оферта АЦБК-Инвест-3	1,500
	Оферта Стройтрансгаз-3	5,000
	Оферта Арктел-инвест-2	1,000
	Погашение Юниаструм-Банк-2	1,500
20/04/10	Погашение Виват-Финанс-1	1,000
	Погашение Банк Солидарность-2	950
21/04/10	Оферта Система-Галс-2	2,000
	Погашение Интурист ВАО-1	1,000

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

	Событие	Период
06.04.2010	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	2009 г.
29.03.2010 - 09.04.2010	Межрегиональные операторы связи, Ростелеком: финансовые результаты по РСБУ	2009 г.
19.04.2010 - 24.04.2010	Фармстандарт: дата объявления операционных результатов	1-й кв. 2010 г.
19.04.2010 - 24.04.2010	Ситроникс: финансовые результаты по US GAAP	4-й кв. 2009 г.
19.04.2010 - 24.04.2010	АФК Система: финансовые результаты по US GAAP	4-й кв. 2009 г.
26.04.2010 - 30.04.2010	Фармстандарт: финансовая отчетность	2009 г.
апрель	Ленэнерго: финансовая отчетность по МСФО	2009 г.
апрель	ММК: операционные результаты	1-й кв. 2010 г.
апрель	ОГК-5: финансовая отчетность по РСБУ	2009 г.
07.04.2010	Сбербанк: публикация отчетности по МСФО	2009 г.
07.04.2010	Верофарм: публикация неаудированной отчетности по МСФО	9M2009 г.
08.04.2010	Балтика: ОСА	-
09.04.2010	Х5: операционные результаты	1-й кв. 2010 г.
15.04.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	2009 г.
15.04.2010	Евраз: операционные результаты	1-й кв. 2010 г.
15.04.2010	Вымпелком: завершение срока действия оферты	-
15.04.2010	НЛМК: операционные результаты	1-й кв. 2010 г.
19.04.2010	Заседание ФСЭГ	-
20.04.2010	Бвшмнформсвязь: дата закрытия реестра	-
20.04.2010	Вымпелком: завершение срока действия оферты	-
23.04.2010	Белон: ОСА	-
27.04.2010	TNK-BP International Limited: финансовая отчетность	1-й кв. 2010 г.
27.04.2010	ТГК-4: ОСА	-
28.04.2010	Новатэк: ОСА	-
29.04.2010	Банк Санкт-Петербург: ОСА	-
29.04.2010	СТС Медиа: финансовые результаты по US GAAP	1-й кв. 2010 г.
30.04.2010	Разгуляй: ОСА	-
май	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные	1-й кв. 2010 г.
май	ОГК-5: финансовая отчетность по РСБУ	1-й кв. 2010 г.
май	ОГК-5: публикация ежеквартального отчета эмитента	1-й кв. 2010 г.
04.05.2010	Аэрофлот: дата закрытия реестра	-
07.05.2010	АвтоВАЗ: дата закрытия реестра	-

Источник: данные Компаний, Bloomberg, Reuters

**Газпромбанк**117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)
Тел. +7 (495) 913 7474**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****Андрей Богданов**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44**Стратегия на фондовом и долговом рынках****Андрей Богданов**
Артем Архипов
Анна Богдюкевич+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Нефть и газ, электроэнергетика****Иван Хромушин**
Дмитрий Котляров+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Макроэкономика и банковский сектор****Артем Архипов**
Анна Богдюкевич+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Металлургия****Сергей Канин**+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru**Телекоммуникации и медиа****Андрей Богданов**
Анна Курбатова+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksai.Astapov@gazprombank.ru**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов**
Яков Яковлев+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**
Юлия Мельникова+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 81
Julia.Melnikova@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru**Департамент рынков фондового капитала****Максим Шашенков**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление рынков
заемного капитала****Игорь Ешков**
начальник управления
+7 (495) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж
долговых инструментов****Андрей Миронов**
начальник управления
+7 (495) 428 23 66
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Продажи****Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Илья Ремизов**
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Сергей Яблонский**
+7 (495) 719 17 74
sy@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов
фондового рынка****Продажи****Константин Шапшаров**
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Управление рынков фондового капитала****Виталий Зархин**
директор
+7 (495) 988 24 48
Vitaly.Zarkhin@gazprombank.ru**Трейдинг****Валерий Левит**
директор
+7 (495) 988 24 11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Андрей Чичерин**
+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Денис Войниконис**
+7 (495) 428 49 64
Denis.Voynikonis@gazprombank.ru

Copyright © 2003-2009. «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.