

Ежедневный обзор долговых рынков от 15 октября 2010 г.



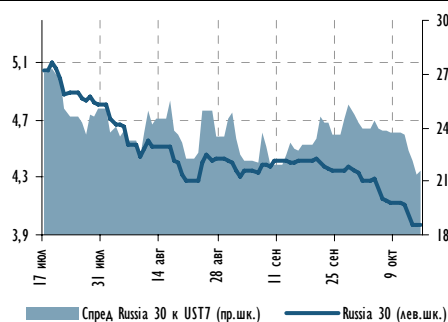
ГАЗПРОМБАНК

Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, % день к нач. года	
Валютный рынок			
EUR/USD	1,408 ▲	0,9%	-1,7%
USD/RUB	30,06 ▼	-0,1%	0,1%
Корзина валют/RUB	35,57 ▲	0,4%	-1,1%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	468,1 ▼	-47,0	-366,0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	722,9 ▲	14,3	282,6
MOSPRIME о/н	2,6 ■	0,0	-1,8
3M-MOSPRIME	3,7 ▲	0,0	-3,3
3M-LIBOR	0,29 ■	0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,38 ▲	0,0	-0,8
UST-10	2,51 ▲	0,1	-1,3
Russia 30	3,97 ▲	0,0	-1,4
Russia 5Y CDS	134 ▲	1,7	-51,1
EMBI+	249 ▼	-4	-25
EMBI+ Russia	197 ▼	-5	9
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	82,37 ▼	-0,6%	7,4%
Золото, долл./унц.	1381,2 ▲	0,7%	25,9%
Фондовый рынок			
PTC	1 587 ▼	-0,1%	9,9%
Dow Jones	11 095 ▼	0,0%	6,4%
Nikkei	9 492 ▼	-1,0%	-10,0%

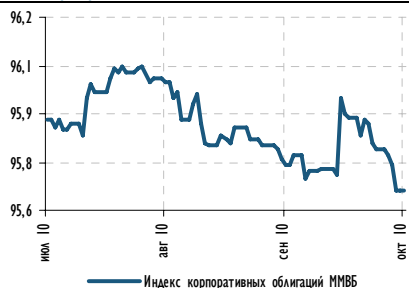
Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMBF



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских евробондов.** Похоже, что инвесторы решили взять некоторую паузу после продолжительного роста цен. Открытие торгов еврооблигациями в четверг было вновь оптимистичным, котировки «Тридцатки» выстрелили до новых максимумов (122,50%), уверенный рост цен показывали и корпоративные бумаги. Тем не менее после обеда ситуация переменилась: на рынке поползли слухи, что новая программа QE будет не такой масштабной, как ожидалось; кроме того, в Bloomberg появилась статья, что PIMCO фиксирует прибыль в Treasuries, не видя в них потенциала. В итоге цены отошли от максимумов, и «Тридцатка» завершала торги ниже 122%.

► Сегодня с утра **ситуация на глобальных рынках** не предвещает роста. Фондовые индексы, евро и нефть стагнируют, доходность Treasuries подросла. Тем не менее ситуация может перемениться вечером, когда будет выступать Бернанке на тему «монетарная политика в низкоинфляционных условиях». Маловероятно, что он расскажет сколько и чего ФРС собирается скупать (такие решения он не принимает в одиночку), однако его мысли по поводу целевых ориентиров по инфляции могут придать новый позитивный импульс рынкам.

► **Рублевый долговой рынок** с утра также был преисполнен оптимизма, по-прежнему сохраняется спрос на ОФЗ, особенно в среднем сегменте дюрации. На наш взгляд, участники, вдохновившись последними оптимистичными итогами аукционов, несколько легкомысленно относятся к угрозе, исходящей с первичного рынка, в то время как навес предложения в ОФЗ25075 и ОФЗ26203 до конца года очень велик. Тем не менее к вечеру и на рублевом рынке появилось больше оферов. Рубль продолжает колебаться без тренда, несмотря на укрепление валют других EM. Годовой NDF остается в районе 4,15%.

► Сегодня наши ожидания по рынку нейтральны.

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

► **Колебания ставок в преддверии налоговых выплат возможны, но несущественны**

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- **Алроса (B+/Ba3/B+):** сильные результаты за 1П10 г. по МСФО
- **Россельхозбанк (-/Baa1/BBB)** публикует не слишком информативную отчетность за 1П10 г. по МСФО
- **ОАО «Татнефть» (-/Ba2/BB)** отчиталось за первое полугодие 2010 г. по US GAAP: долговая нагрузка начала расти. Облигации остаются переоцененными
- **Сделка между X5 и Копейкой может сорваться**

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- **США:** выступление Б. Бернанке в Бостоне на тему ДКП, сентябрьские данные по розничной торговле, индекс уверенности потребителей



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

Доходность Treasuries подросла после слабых итогов аукционов

Вчера ставка десятилетней казначейской ноты выросла примерно на 10 б. п. и превысила отметку 3,55%, после того как итоги аукциона по размещению 13 млрд долл. 30-летних казначейских бумаг оказались неожиданно слабыми. В частности, спрос превысил предложение лишь в 2,49 раза – минимальное значение за четыре последних аукциона, при этом indirect bidders, в число которых входят иностранные ЦБ, забрали лишь чуть менее трети выпуска.

Впрочем, не исключено, что истинная причина роста доходности Treasuries заключается в том, что крупные участники рынка, например, тот же PIMCO фиксируют прибыль в бумагах перед приближением заседания ФРС. Все-таки некоторые участники рынка слишком велики, чтобы «продавать факты», и им приходится действовать на опережение.

Ставки по ипотечным кредитам упали до новых минимумов

Вчера WSJ написал, что доходность по тридцатилетним стандартным ипотечным кредитам в США упала до новых минимумов. Последнее значение индекса составляет 4,19%. На наш взгляд, это еще один аргумент для ФРС скупать в рамках QE-2 именно Treasuries, а не другие активы. Похоже, основная причина стагнации кредитного рынка – все-таки слабый спрос на кредиты на фоне высокой безработицы и общей неуверенности населения США в завтрашнем дне. В такой ситуации стимулы, проводимые через бюджет, могут оказаться более эффективными, чем просто монетарное вливание.

Павел Пикuleв
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Северсталь разместили дорого

Вчерашнее размещение 7-летних долларовых бондов Северстали произошло с ажиотажом, солидной переподпиской и снижением ориентиров. В итоге выпуск был размещен под 6,7%, а до завершения размещения он торговался на сером рынке по 100,50%.

Мы не разделяем энтузиазма коллег по поводу привлекательности этого выпуска, так как помимо z-спредов еще смотрим и на кривую доходности, где новая бумага оказалась практически «заперта» между выпусками Evraz18 и Vimpelcom18, и ей просто некуда расти с опережением рынка, если конечно не предположить, что долги Северстали должны торговаться там же, или ниже по доходности, чем выпуски Вымпелкома, с чем мы категорически не согласны.

Да и по Z-спредам, на наш взгляд, новый выпуск имеет смысл сравнивать не с Z-спредами перекупленных выпусков Severstal13 и Severstal14, а со спредами Evraz18 и Vimpelcom18, которые близки новому выпуску по дюрации. С этой точки зрения, никакого апсайда в новом бонде Северстали мы также не наблюдаем. Спред менее чем 30 б. п. к Вымпелкому18 итак, на наш взгляд, меньше, чем следует.

Мы считаем, что новый бонд Северстали имеет потенциал роста только вместе с рынком, а ажиотаж при размещении, вероятно, связан с тем, что Северсталь выкупает выпуск Severstal13 не на 450 млн., а на 750 млн долл. – и у кого-то освободились «книжки».

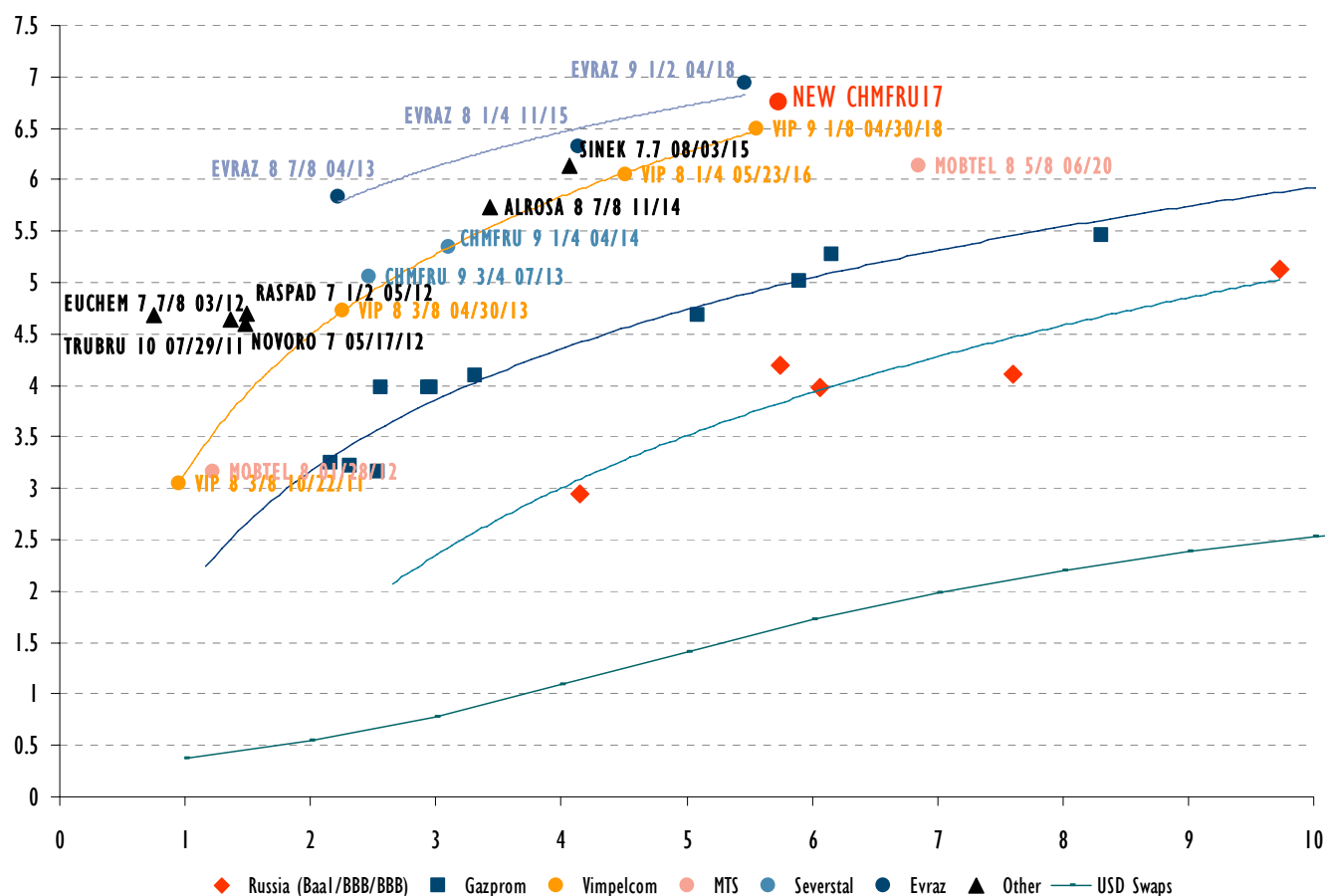
Выборочные Z-спреды

Инструмент	Дюрация, лет	Z-спред, б. п.
Severstal13	2,98	440
Severstal14	2,47	416
Evraz18	5,47	502
Severstal17	5,73	475
Vimpelcom18	5,55	453

Источник: Bloomberg



Кривая доходности российских евробондов

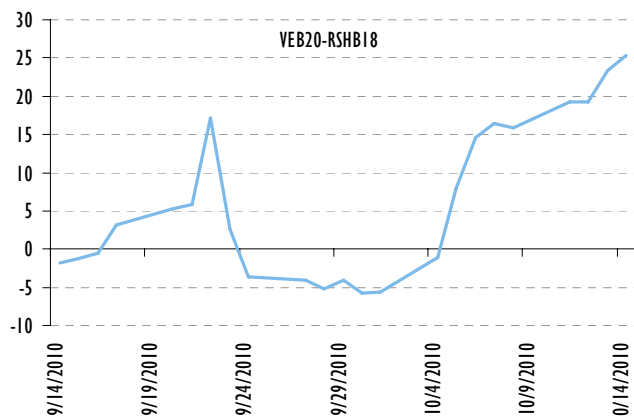


Источник: Bloomberg, Газпромбанк

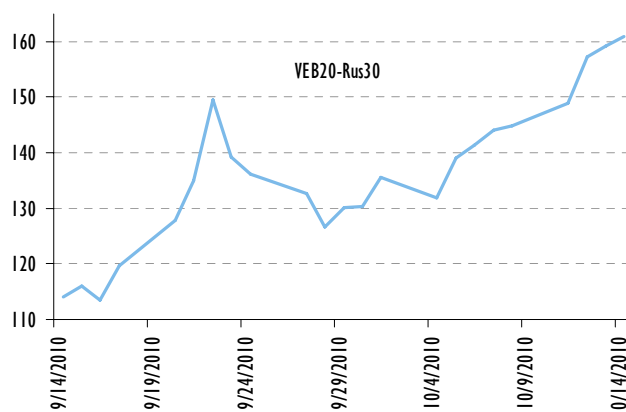
VEB20 отстал от рынка напрасно

Сегодня мы хотели обратить внимание на отставший от рынка выпуск VEB20. В настоящее время на рублевом долговом рынке размещаются рублевые бумаги эмитента и у нас есть подозрения, что российские участники «чистят лимиты» перед размещением, продавая евробонды, в результате чего, последние отстали от рынка в ходе нынешнего ралли. Если так, то это отставание не продлится долго. Ожидается, что книга по новым рублевым облигациям ВЭБа закроется 21 октября, после чего давление в евробондах VEB20, вероятно, исчезнет.

Спреды выпуска VEB20 к бондам РСХБ и суверенной кривой, б. п.



Источник: Bloomberg, Газпромбанк



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)



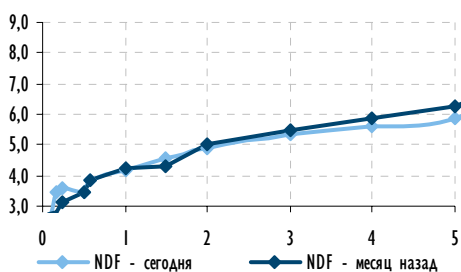
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

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



Источник: Bloomberg

Колебания ставок в преддверии налоговых выплат возможны, но не существенны

Стоимость заимствования на рынке МБК остается стабильной на уровнях 2,1–2,25% (по кредитам o/n). Сегодня банки выставляют котировки в диапазоне 2,15–2,65%. В течение дня возможно небольшое повышение стоимости заимствования на рынке МБК в связи с началом периода налоговых выплат. В частности, состоится уплата страховых взносов в фонды. Мы полагаем, что объем выплат окажется сравнительно небольшим, и в условиях текущего избытка ликвидности пройдет для банков безболезненно. Однако ряд кредитных организаций могут воспользоваться временным увеличением потребности в рефинансировании и повысить котировки. В то же время подобная динамика не будет носить продолжительный характер: с завершением периода налоговых платежей ставки o/n вернутся на уровень 2,0–2,25%. Вмененная доходность по трехмесячным беспоставочным форвардам на рубль сегодня, как и в четверг, находится в интервале 2,8–3,0%.

Вчерашний аукцион по доразмещению 15-го выпуска ОБР вызвал высокий интерес среди банков. Объем размещения по номиналу составил 9,5 млрд руб. (95% от предложенного пакета). При этом спрос по номиналу составил 24,5 млрд руб., однако были удовлетворены лишь заявки по ставкам не выше 3,57% (на 42 б. п. ниже ставки отсека на последнем аукционе по размещению бумаг с сопоставимым сроком до погашения). Тем не менее, учитывая незначительный размер суммы, какого-либо воздействия на уровень ставок мы не ожидаем.

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru
+7 (495) 980 41 82

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Алроса
S&P/Moody's/Fitch

B+/Ba3/B+

Алроса: сильные результаты за 1П10 г. по МСФО

Новость: Вчера Алроса опубликовала ожидаемо сильные финансовые результаты за 1-ое полугодие 2010 г. по МСФО, показавшие заметный рост денежных потоков по сравнению с «кризисным» прошлым годом. Улучшение кредитного профиля Алросы может стать мотивом для позитивных рейтинговых действий в отношении компании – в частности, повышения рейтинга S&P (сейчас на уровне «B+» с позитивным прогнозом). На наш взгляд, рублевые бонды Алросы в настоящий момент торгуются на справедливых уровнях.

Комментарий:

Рост продаж и рентабельности благодаря восстановлению спроса на алмазы. Существенное улучшение конъюнктуры мирового алмазного рынка в 2010 году обеспечило более чем трехкратный рост продаж до 64,4 млрд руб – выше, чем за аналогичный период «докризисных» 2007 и 2008 гг. При этом благодаря росту цен и положительному эффекту масштаба заметно улучшилась прибыльность бизнеса – рентабельность EBITDA составила 34% (по сравнению с 9% в 1П09 г.).

Свободный денежный поток в положительной зоне. Рост продаж и рентабельности, вкупе с заметным сокращением оборотного капитала (главным образом, запасов) обеспечили рост операционного денежного потока – показатель превысил уровень за весь 2007 год. При этом, учитывая довольно скромные капитальные вложения, Алросе удалось сгенерировать существенный свободный денежный поток, который был направлен в том числе на сокращение левериджа: совокупный долг сократился до 112,5 млрд руб.

Улучшение кредитных метрик. В терминах «Чистый долг/EBITDA» долговая нагрузка Алросы вернулась на уровень 2007 года (2,5x). Порядка 40% долга на конец первого полугодия – краткосрочный. Структура долгового портфеля должна заметно улучшиться по срокам в случае успешного размещения недавно объявленного компанией выпуска



евробондов на 1 млрд долл. Согласно заявлениям менеджмента, доля долгосрочного долга после закрытия сделки превысит 90% (см. наш комментарий в ежедневном обзоре долговых рынков от 13/10/2010 г.).

Сильные результаты – повод для позитивных рейтинговых действий.

Сильные финансовые результаты могут стать мотивом для повышения кредитного рейтинга Алросы от агентства S&P, присвоившего компании в феврале рейтинг «В+» с позитивным прогнозом. В пресс-релизе S&P указывало на возможность повышения рейтинга, если компания улучшит показатели ликвидности и покажет способность генерировать «как минимум нейтральную величину свободного операционного денежного потока», а также постепенно снижать уровень финансового рычага. На наш взгляд, текущее состояние Алросы соответствует этим требованиям, хотя мы не исключаем, что агентство предпочтет подождать закрытия сделки по размещению евробондов, которая должна заметно улучшить профиль ликвидности компании.

Алроса: результаты ИП10 г. по МСФО

	2007	2008	2009	Ипг2010	Изм г/г, %	Ипг2009
Выручка	90,7	91,1	77,9	64,4	267%	17,5
EBITDA	25,4	23,9	19,3	22,0	1268%	1,6
Рентабельность EBITDA, %	28%	26%	25%	34%	25 п.п.	9%
Процентные расходы	-6,6	-9,8	-20,0	-8,7	-12%	-9,9
Чистый операционный денежный поток	25,3	5,1	14,0	26,0	-361%	-10,0
Капитальные вложения	-24,2	-27,3	-12,5	-4,9	-7%	-5,3
Свободный денежный поток	1,1	-22,2	1,5	21,1	-	-15,3
Всего активов	227,8	265,1	236,2	232,3	н.д.	н.д.
Собственный капитал	122,3	78,0	80,7	86,6	н.д.	н.д.
Совокупный долг	81,7	134,4	118,0	112,5	н.д.	н.д.
доля краткосрочного долга	60%	40%	80%	39%	н.д.	н.д.
Денежные средства и эквиваленты	21,9	18,9	5,1	12,9	н.д.	н.д.
Ключевые показатели						
Долг/Собственный капитал, х	0,7	1,7	1,5	1,5	н.д.	н.д.
EBITDA/Проценты к уплате, х	3,9	2,4	1,0	2,5	-	0,2
Чистый долг/EBITDA, х	2,4	4,8	5,9	2,5	н.д.	н.д.
Долг/Свободный денежный поток, х	73,1	отр.	81,3	2,3	н.д.	н.д.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

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

Россельхозбанк
S&P/Moody's/Fitch

-/Baa1/BBB

Россельхозбанк (-/Baa1/BBB) публикует не слишком информативную отчетность за 1П10 г. по МСФО

Новость: Вчера Россельхозбанк (РСХБ) представил консолидированные финансовые результаты деятельности за первые 6 месяцев 2010 года по международным стандартам. Из основных моментов отчетности банка мы выделяем:

- ▶ Чистая процентная маржа (NIM) продемонстрировала рост на 70 б. п. пг/пг до 6,3%, прежде всего вследствие изменений в структуре фондирования банка: дорогие средства ЦБ (-62,8 млрд руб. за первые 6 месяцев года) были замещены корпоративными депозитами (+66,3 млрд руб., в том числе +23,5 млрд руб. от компаний, контролируемых государством).
- ▶ Отчисления в резервы выросли в 2,3 раза г/г, а стоимость риска в отчетном периоде составила достаточно высокие для банка 3,9%. Как следствие, РСХБ удалось заработать лишь минимальные объемы чистой прибыли (163 млн руб.).
- ▶ Кредитный портфель (gross) вырос с начала года на 80,9 млрд руб., или 13,2%. При этом в отчетности не приводится анализ качества портфеля, а его покрытие резервами продемонстрировало рост до 6,2% (против 4,9% на конец 2009 года).

Комментарий: Представленные РСХБ данные производят в целом нейтральное впечатление. Рост отчислений в резервы в отчетном



периоде, вполне вероятно, связан в том числе с ожиданиями ухудшения качества портфеля в связи с экстремальными погодными условиями летом текущего года. Ранее РСХБ уже предупреждал, что всего могут быть пролонгированы кредиты в объеме до 32 млрд руб. (4,6% от совокупной величины портфеля на 30 июня 2010 г.), при этом за 3-й квартал подобное решение было принято лишь относительно кредитов на 3,6 млрд руб. К тому же банк отмечал, что основным регионом присутствия его заемщиков является Краснодарский край, который не слишком сильно пострадал от засухи. По всей видимости, влияние природных катаклизмов на финансовые показатели банка обещает быть ограниченным.

В то же время маржа организации по-прежнему будет испытывать давление со стороны «ужимающей» доходности активных операций (в отчетном периоде показатель снизился, по нашим подсчетам, на 50 б. п. пг/пг до 13,5%) – в 3-м квартале РСХБ сообщил о понижении ставок по кредитам.

К долговым инструментам РСХБ на текущих уровнях мы относимся нейтрально. В то же время необходимо помнить о том, что банк включен в список на приватизацию в 2011–2013 гг., которая повлечет его исключение из расчета индекса EMBI+ (данный фактор во многом объясняет дисконт еврооблигаций РСХБ к кривой ВТБ в 30–40 б. п.). Следовательно, на перспективу ближайших лет можно ожидать, что спред между инструментами РСХБ и других госбанков будет сокращаться.

Основные финансовые показатели Россельхозбанка по МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	1П 10	Изм.*
Чистые процентные доходы	17,0	26,6	35,1	23,6	54,6%
Чистые комиссионные доходы	1,0	2,0	2,8	1,3	4,2%
Операционная прибыль	19,5	29,1	34,3	24,6	54,8%
Операционные расходы	(10,6)	(16,3)	(20,0)	(11,4)	17,9%
Резервы	(3,1)	(9,5)	(13,4)	(12,9)	129,6%
Чистая прибыль (убыток)	4,4	2,1	0,3	0,2	-51,5%
Денежные средства и эквиваленты	34,0	83,2	95,0	62,9	-33,8%
Ценные бумаги	18,7	37,1	37,6	40,4	7,5%
Нетто кредитный портфель	291,6	452,3	584,4	652,5	11,6%
Средства ЦБ	0,0	105,8	70,1	7,3	-89,6%
Средства корпоративных клиентов	69,6	104,1	149,0	215,3	44,5%
Средства частных клиентов	26,3	50,4	81,3	100,5	23,5%
Долговые ценные бумаги	127,6	185,8	229,1	258,7	12,9%
Субординированный долг	17,3	45,5	46,4	47,0	1,5%
Прочие заимствования	95,3	10,5	7,6	0,0	-100,0%
Собственный капитал	33,8	67,8	115,5	116,3	0,6%
Всего активов	356,5	713,1	830,7	861,4	3,7%
Ключевые коэффициенты					
Рентабельность капитала (ROAE), %	-	4,0%	0,3%	0,3%	
Рентабельность активов (ROAA), %	-	0,4%	0,0%	0,0%	
Чистая процентная маржа (NIM), %	-	6,0%	5,5%	6,3%	
Стоимость риска, %	-	2,5%	2,5%	3,9%	
Расходы/Доходы, %	54,2%	55,9%	58,4%	46,4%	
Нетто кредитный портфель/Депозиты, %	303,9%	292,8%	253,8%	206,6%	
NPL/Кредиты, %	1,0%	2,3%	4,3%	-	
Резервы/Кредиты, %	2,4%	3,5%	4,9%	6,2%	
Капитал/Активы, %	9,5%	9,5%	13,9%	13,5%	
Денежные средства/Активы, %	9,5%	11,7%	11,4%	7,3%	

* изменения балансовых показателей — к концу 2009 года, изменения прочих показателей — в годовом сопоставлении

Источник: данные банка, оценки Газпромбанка

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

Татнефть
S&P/Moody's/Fitch

-/Ba2/BB

ОАО «Татнефть» отчиталось за первое полугодие 2010 г. по US GAAP: долговая нагрузка начала расти. Облигации остаются переоцененными.

Консолидированная выручка от реализации за первое полугодие 2010 года составила 214,6 млрд руб. по сравнению с 164,0 млрд руб. в 1-ом полугодии 2009 г. Основным источником роста выручки (30,9% г/г) в 1-м полугодии 2010 г. стал рост цен и изменение структуры поставок нефти, на которую приходится более 80% всей выручки компании (77% год назад). Средняя цена поставки нефти на внутренний рынок увеличилась на 28,1% к аналогичному периоду прошлого года, в страны дальнего зарубежья – на 35,2%. Одновременно с этим физический объем нефти, поставляемой на экспорт, увеличился до 57,5% всей продажи нефти, что на 2 п. п. больше чем в 1П09 г.

Компания также показала негативную динамику показателя EBITDA, который, по нашим оценкам, снизился до 33,9 млрд руб., или на 19,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Негативное влияние на показатель EBITDA оказали рост НДПИ до 32,8 млрд руб. (+56,4%) и экспортных пошлин – до 66,3 млрд руб. (+122,4%). Показатель рентабельности по EBITDA снизился до 15,8% с 25,6% за аналогичный период прошлого года. Операционный денежный поток сократился на 19,2% до 28,4 млрд руб.

В то же время компания продолжила увеличивать величину долга. На середину 2010 г. мы оцениваем совокупный долг компании (включая обязательства, связанные с окончанием срока полезного использования актива) в 153,3 млрд руб. (+19,4% к началу года), включая 112 млрд руб. (+25,6%) финансового долга. В июне 2010 г. компания смогла рефинансировать синдицированный кредит на 2 млрд долл., тем самым улучшив временную структуру долга: доля короткого долга составила 16% совокупного. Для рефинансирования компания привлекла новый синдицированный кредит лимитом до 2 млрд долл., из которого на конец июня 2010 г. было использовано 1,85 млрд долл. Данный заем 2010 г. разделен на три транша – 3, 5 и 7 лет, ставка по которым составляет LIBOR+3,10%, 4,10% и 5,00% соответственно. Из положительных моментов отметим, что компании удалось улучшить условия по синдицированному кредиту (1,5 млрд долл.), привлеченному в октябре 2009 г., снизив процентную маржу по 3-х и 5-ти летним траншам соответственно до 3,10% и 4,10, а также и уменьшив объем обеспечения.

На середину 2010 г. показатель «Чистый долг/EBITDA» вырос до 1,56х с 1,28х на конец 2009 г. Соотношение чистого финансового долга к EBITDA за то же время выросло до 1,0х с 0,8 х.

По итогам 2010 г. долговая нагрузка, скорее всего, будет расти: компания продолжит привлекать долг для финансирования строительства второй очереди нефтеперерабатывающего и нефтехимического комплекса «ТАНЕКО» в Нижнекамске, общая стоимость которого, включая первую очередь, оценивается в 280 млрд руб. В рамках финансирования данного проекта планируется разместить 10 облигационных выпусков на общую сумму 50 млрд руб. Первый выпуск на 5 млрд руб. был размещен в конце сентября 2010 г.

Основные финансовые показатели ОАО «Татнефть», млн руб.

	2007	2008	2009	1П2010	1П2009	г/г
Выручка	356 276	444 332	380 648	214 611	163 972	30,9%
EBITDA	72 360	46 026	81 910	33 914	42 034	-19,3%
Рентабельность EBITDA, %	20,3%	10,4%	21,5%	15,8%	25,6%	-9,8 п.п.
Операционный денежный поток	48 033	47 852	66 603	28 379	35 121	-19,2%
Капитальные вложения	33 649	60 441	89 254	39 363	46 055	-14,5%
Свободный денежный поток до финансирования	8 409	(13 883)	(24 725)	(5 912)	(10 202)	
Всего активов	370 219	392 980	495 742	540 395	458 780	17,8%
Собственный капитал	268 558	264 859	313 507	317 421	287 347	10,5%
Совокупный долг*, в том числе	47 655	87 236	128 431	153 318	113 349	35,3%
доля краткосрочного долга, %	13,2%	8,1%	56,8%	16,0%	11,0%	45,5%
Денежные средства и эквиваленты	25 987	23 161	23 455	37 932	35 435	7,0%
Показатели						
Долг/Собственный капитал, х	0,18	0,33	0,41	0,48	0,39	



EBITDA/Процентные расходы, х	1206,0	79,4	130,8	157,7	136,0
Чистый долг*/EBITDA, х	0,30	1,39	1,28	1,56	1,99
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	5,67	отриц.	отриц.	86,33	отриц.

*включает обязательства, связанные с окончанием срока полезного использования активов
Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Мы считаем, что выпуск Татнефть БО-1 (УТМ 7,14@20.09.13) переоценен рынком по отношению к облигациям нефтяных компаний с более сильным кредитным профилем, например, Лукойл-4 (УТМ 7,01@05.12.13). Мы считаем, что выпуск Татнефти должен предлагать премию к выпускам Лукойла (BBB-/Baa2/BBB-) в размере не менее 40–60 б. п. (20–30 б. п. за одну ступень рейтинга).

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 10

Сделка между X5 и Копейкой может сорваться

Новость: По сообщениям газеты «Ведомости», сделка между торговыми сетями X5 Retail Group и Копейка оказалась на грани срыва из-за того, что принадлежащая Николаю Цветкову сеть возобновила переговоры с Wal-Mart, который проводит due diligence российской компании. Еще летом Wal-Mart вышел из переговоров по покупке Копейки и основным претендентом считалась X5 Retail Group. Официальные представители упомянутых компаний пока никак не прокомментировали данные заявления.

Комментарий: Мы полагаем, что такое развитие ситуации по поводу продажи розничной сети «Копейка» связано с отсутствием консенсуса по цене между X5 Retail Group, которая является наиболее реальным покупателем, и продавцом. Мы достаточно скептически оцениваем возможность покупки российской сети компанией Wal-Mart. Крупнейший мировой ритейлер вряд ли предложит за российский актив больше, чем X5, ввиду большего консерватизма Wal-Mart.

Рублевые облигации X5 на протяжении последних месяцев вели себя достаточно волатильно: их доходность некоторое время расширялась на 50 б. п. к уровням до объявления о сделке с Копейкой (как мы понимаем, в том числе из-за опасений роста леввериджа на финансирование транзакции). Тем не менее сейчас котировки бумаг уже почти вернулись к прежним уровням. Облигации Копейки же продолжают все теснее «прижиматься» к долговым инструментам Магнита, во многом в силу ожиданий приобретения сети.

По нашему мнению, срыв переговоров с X5 оказал бы негативное влияние на котировки облигаций Копейки (повторим, что мы видим более высокой вероятностью того, что Копейке удастся договориться о цене с X5, нежели с Wal-Mart). Тем не менее пока еще вряд ли можно прогнозировать исход данного «противостояния», поэтому рынок, скорее всего, довольно нейтрально отнесется к данным новостям.

Рустам Шихахмедов
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru
+7 (495) 428 5069

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



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
15.10.2010	Уплата страховых взносов в фонды Уплата налога на доходы физлиц Погашение АИЖК, 3	2 250
	Оферта Банк Ренессанс Капитал, 2	3 000
18.10.2010	Оферта АЦБК-Инвест, 3	1 500
19.10.2010	Ломбардные аукционы ЦБ на 7 дней, 3 месяца Беззалоговый аукцион ЦБ на 5 недель	
20.10.2010	Оферта М-ИНДУСТРИЯ, 2 Оферта МОСМАРТ ФИНАНС, 1	1 500 2 000
21.10.2010	Депозитные аукционы ЦБ на срок 4 недели, 3 месяца Оферта КБ МИА (ОАО), 4	2 000
22.10.2010	Погашение Россия, 35003(ГСО-ППС) Погашение ТКС Банк, 1 Оферта Банк Русский стандарт, 8	30 000 1 500 5 000
25.10.2010	Уплата акцизов, НДС	
26.10.2010	Ломбардные аукционы ЦБ на 7 дней, 3 месяца	
27.10.2010	Размещение ОФЗ 25075	30 000
28.10.2010	Депозитные аукционы ЦБ на срок 4 недели, 3 месяца Оферта Банк Союз, 3 Оферта Каспийская Энергия Финанс, 1 Оферта МБРР, 3 Оферта Промтрактор-Финанс, 3 Оферта ЧТПЗ, 3	2 000 1 000 3 000 5 000 8 000
29.10.2010	Оферта Жилсоципотека-Финанс, 3 Оферта Разгуляй-Финанс, 5	1 500 2 000
01.11.2010	Оферта Технологии Лизинга Инвест, 1	1 750

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
15.10.2010	Евраз: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
16.10.2010	Магнит: финансовая отчетность по МСФО	9М10 г.
17.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
18.10.2010	ТНК-ВР Intl: пресс-релиз об основных показателях финансовой отчетности	3-й кв. 2010 г.
19.10.2010	ТГК-1: операционные результаты	9М10 г.
20.10.2010	НОВАТЭК: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
21.10.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	9М2010 г.
22.10.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
23.10.2010	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
24.10.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
25.10.2010	ТГК-1: финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
26.10.2010	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М10 г.

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

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

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёмин, CFA

+7 (495) 980 43 10

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихахмедов

+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Евгений Терещенко

+7 (495) 988 24 10

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Copyright © 2003 — 2010. «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.