

Обзор долгового и денежного рынков

Бодрин Юрий research@sviaz-bank.ru
Тарасов Олег CR@sviaz-bank.ru

СОДЕРЖАНИЕ

| | |
|--|---------------------|
| Обзор рынков | Бодрин Юрий |
| Комментарий по внешнему рынку | 2 |
| Комментарий по денежному рынку | 5 |
| Комментарий по рынку внутренних долгов | 7 |
| Кредитный комментарий | Тарасов Олег |
| X5: результаты деятельности в 2008 г. по МСФО | 9 |
| Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства | 11 |

ОСНОВНЫЕ НОВОСТИ НЕДЕЛИ

- Минфин планирует размещать ОФЗ в 2009 г. на срок 3 – 5 лет – зам. министра финансов Т.Нестеренко.
- Банк ВТБ установил ставку 15 – 18-го купонов по облигациям серии 05 в размере 15 % годовых.
- Выпуску приоритетных необеспеченных облигаций серии 04 ОАО «Газпром нефть» присвоены рейтинги «BBB-/ruAA+».
- Минфин РФ проведет 21 апреля аукцион по размещению бюджетных средства на банковские депозиты на сумму до 50 млрд. рублей.
- Банк России проведет 20 апреля беззалоговый кредитный аукцион на сумму до 15 млрд. рублей.
- Минфин РФ доразместил на аукционе ОФЗ-ПД серии 25064 на 1,37 млрд. рублей.
- Долгосрочный рейтинг российского МДМ-Банка понижен до «ВВ-» и оставлен в списке CreditWatch с негативным прогнозом; краткосрочный рейтинг подтвержден на уровне «В».
- АКБ «МБРР» установил ставку 5-го купона по облигациям серии 03 в размере 15 % годовых.
- АМУРМЕТАЛЛ допустил техдефолт по облигациям серии 03, не выплатив купон на 190,74 млн. рублей.
- «Моссельпром Финанс» установил ставку первого купона по облигациям серии 02 в размере 17 % годовых.
- Fitch присвоило выпуску облигаций Москвы 54 серии на сумму 8,421 млрд. рублей финальный рейтинг «AAA(rus)».
- ОАО «Система-Галс» начнет 21 апреля размещение облигаций серии 02 на 2 млрд. рублей.
- Внешнеторговый оборот РФ в январе - феврале 2009 г. сократился на 43,5 % до 60,475 млрд. USD при положительном сальдо в 12,951 млрд. USD – Росстат.

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ИНДИКАТОРЫ

Денежный рынок

| Показатель | Посл. | Пред. | Нач. мес. | Нач. года |
|------------------|----------|----------|-----------|-----------|
| Курс ЦБ USD/RUR | 33.4677 | 33.4184 | 33.9032 | 29.3916 |
| Курс ЦБ EUR/RUR | 43.8226 | 44.0555 | 44.8946 | 41.4275 |
| Курс EUR/USD | 1.3094 | 1.3183 | 1.3242 | 1.4095 |
| Ставка Fed Funds | 0 – 0.25 | 0 – 0.25 | 0 – 0.25 | 0 – 0.25 |
| Ставка ЕЦБ | 1.25 | 1.25 | 1.50 | 2.50 |

Остатки на кор/сч ЦБ (млрд. рублей)

| | Посл. | Пред. | Нач. мес. | Нач. года |
|-----------------|-------|-------|-----------|-----------|
| По России | 366.8 | 391.7 | 430.8 | 1 026.9 |
| По Москве | 237.4 | 249.3 | 281.0 | 802.7 |
| Депозиты банков | 247.9 | 270.6 | 163.4 | 136.6 |

Межбанковский рынок и мировые индикаторы

| Показатель | Посл. | Пред. | Нач. мес. | Нач. года |
|------------------|--------|--------|-----------|-----------|
| Mosprime 6m | 18.42 | 18.25 | 19.24 | 22.67 |
| Mibor - 1 день | 9.89 | 9.75 | 11.25 | 10.55 |
| Libor 6m USD | 1.6363 | 1.6406 | 1.7356 | 1.7525 |
| Индекс EMBI+ | 421.10 | 421.56 | 401.32 | 665 |
| Индекс EMBI+ Rus | 466.21 | 464.69 | 437.12 | 719 |

Долговые рынки

| Показатель | Посл. | Пред. | Нач. мес. | Нач. года |
|------------|-------|-------|-----------|-----------|
| 10Y UST | 2.92 | 2.83 | 2.68 | 2.49 |
| Rus'30 | 7.68 | 7.78 | 8.74 | 10.05 |
| Москва 39 | 9.61 | 9.60 | 15.56 | 8.80 |
| Газпром А6 | 14.65 | 14.58 | 11.38 | 10.27 |
| ОФЗ 46018 | 11.76 | 12.30 | 11.34 | 8.54 |

Товарные и фондовые рынки

| Показатель | Посл. | Пред. | Нач. мес. | Нач. года |
|---------------------|---------|---------|-----------|-----------|
| Индекс Dow Jones | 8131.33 | 8125.43 | 7608.92 | 9034.69 |
| Индекс РТС | 834.59 | 819.57 | 689.63 | 626.85 |
| Brent Crude (ICE) | 53.30 | 53.00 | 48.99 | 47.04 |
| Light Sweet (NYMEX) | 50.33 | 49.98 | 49.90 | 46.34 |
| Gold | 868.2 | 874.5 | 922.6 | 878.8 |

Комментарий по внешнему рынку

US Treasuries

Минувшая неделя началась довольно интересно. В понедельник вышла новость о том, что крупнейший автопроизводитель – General Motors должен до 1 июля текущего года подготовить необходимые документы для инициирования процедуры банкротства. Кроме этой новости благоприятно на котировках UST отразился очередной выкуп ФРС США госбумаг. Регулятор выкупил на рынке двухлетние и трехлетние US Treasuries на общую сумму 7,37 млрд. долларов США. Таким образом, с 25 марта Федрезерв, стремясь оживить кредитные рынки, выкупил долговые обязательства казначейства США на общую сумму 43,9 млрд. долларов США. Напомню, что американский ЦБ планирует приобрести бумаги в общем объеме порядка 300 млрд. долларов США в течение шести месяцев. На этом фоне в ходе торговой сессии госбумаги демонстрировали положительную динамику котировок. При этом стоит отметить, что рост котировок казначейских нот был сдержанным. Причина – на удивление хорошие финансовые результаты Goldman Sachs за I квартал 2009 года. Прибыль финансовой компании составила 1,81 млрд. долларов США. Эффективная доходность к погашению индикативного выпуска US Treasuries 10 по итогам понедельника составила 2,87 % годовых (-5 б.п. к уровню предыдущего закрытия).

Во вторник вышел большой блок статистики США. **Розничные продажи в США в марте показали неожиданно сильное снижение на 1,1 % (прогноз +0,3 %).** Также снизились продажи без учета автомобилей (-0,9 %). При этом данные за предыдущий месяц были пересмотрены в сторону увеличения. Розничные продажи выбрались в положительную зону и прибавили 0,3 % (пересмотр) против снижения на 0,1 % (данные за февраль до пересмотра), продажи без учета автомобилей выросли с +0,7 % до +1 %.

Неожиданное снижение показателей отчасти сглаживается пересмотром статданных за предыдущий месяц. Тем не менее, расслабляться пока рано. Данные по розничным продажам продемонстрировали, что хуже ожиданий, окажутся и потребительские расходы. Таким образом, достижение «дна» потребительскими расходами остается под большим вопросом.

Также 14 апреля в США вышли данные по промпроизводству. **Промпроизводство в США ожидаемо продолжило снижение** за счет сокращения как в товарах длительного, так и в товарах краткосрочного пользования. По факту было получено -3,5 %, что оказалось значительно слабее прогноза в -2,2 %.

Индекс PPI в марте по факту остался без изменений, хотя ожидалось увеличение на 0,1 %.

Таким образом, были развеяны заявления главы ФРС США Бена Бернанке о том, что падение экономики замедляется. Положительные отчеты банковского сектора также были отодвинуты на второй план. На этом фоне интерес игроков рынка переместился в сегмент казначейских обязательств. Цены UST продолжили расти. Доходность индикативного выпуска US Treasuries 10 на момент закрытия был зафиксирован на уровне 2,76 % годовых (-11 б.п. к уровню предыдущего закрытия).

В середине недели торги американскими казначейскими облигациями завершились незначительным изменением котировок. Противоречивые факторы оказывали давление на котировки UST. С одной стороны оттоку инвесторов из безрисковых активов способствовал положительный корпоративный новостной фон.

Некоторый позитив принесла Beige book (бежевая книга). Очередной обзор экономики США, подготовленный ФРС США, свидетельствует о замедлении темпов падения в ряде ключевых регионов. Пять из двенадцати окружных банков ФРС отметили некоторую стабилизацию ситуации в отдельных областях экономики. В то же время нельзя не отметить, что другие банки Федрезерва не были столь оптимистичны.

ФРБ Атланты, Сент-Луиса, Ричмонда, Бостона, Филадельфии, Сан-Франциско и Миннеаполиса сообщили о сокращении производства в обрабатывающей промышленности. При этом ФРБ Нью-Йорка, Далласа и Кливленда сообщили о замедлении темпов спада, и даже стабилизации активности в обрабатывающей промышленности.

В ряде округов отмечено слабое улучшение ситуации в розничной торговле. Есть также разрозненные признаки восстановления спроса на жилье. «В целом рынки жилья остаются в подавленном состоянии, однако есть некоторые признаки, что ситуация, возможно, стабилизируется», - говорится в обзоре.

В то же время во многих округах зафиксировано дальнейшее снижение занятости населения. Банки все еще сообщают о росте числа просрочек платежей по кредитам. Условия кредитования остаются очень жесткими.

Позитивными для сегмента казначейских обязательств США оказались статданные.

В среду были опубликованы **данные по потребительским ценам и индекс CPI в США**. В последнем случае в марте было зафиксировано **снижение на 0,1 %** по сравнению с предыдущим месяцем. В то же время ожидался рост показателя на 0,1 %. **Потребительские цены по сравнению с мартом прошлого года снизились на 0,4 %**, хотя ожидалось снижение показателя всего на 0,1 %. Цены без учета стоимости топлива и продуктов питания (Core) в прошлом месяце выросли на 0,2 % за месяц и на 1,8 % за год. Ожидался их рост на 0,1 % и на 1,7 % соответственно.

В четверг в сопровождении преимущественно положительного новостного фона доходности UST поднимались. Для начала стоит отметить отчет банка JP Morgan за I квартал 2009 г. Несмотря на то, что чистая прибыль фининститута составила порядка 2,14 млрд. долларов США (-0,23 млрд. долларов США по сравнению с данными за I квартал 2008 г.), прибыль банка на одну акцию оказалась лучше ожиданий и составила около 0,4 долларов США за акцию против 0,322 долларов США (прогноз).

Также JP Morgan заявил о готовности разместить в ближайшее время собственные бонды без господдержки. Данный факт, несомненно, является положительным сигналом и отчасти свидетельствует о готовности ряда инвесторов покупать довольно рискованные ценные бумаги финансового сектора экономики США.

Также 16 апреля была опубликована американская статистика.

Число начатых строительных домов в марте упало с пересмотренных 572 тыс. до 510 тыс. Это оказалось слабее прогноза, предполагавшего снижение только до 540 тыс. **Разрешения на строительство упали с 564 тыс. до 513 тыс.**, что не только значительно слабее ожиданий, но и является новым минимумом. Таким образом, все позитивные данные февраля были «убиты».

Вообще зимой эти данные достаточно волатильны. Падение числа начатых строительных обусловлено резким снижением в более изменчивых многоквартирных домах, тогда как число заложенных домов на одну семью в марте относительно предыдущего месяца не изменилось.

С разрешениями все немного иначе – там снижение показали оба типа домов.

Поводы для пока что сдержанного оптимизма есть – третий месяц подряд число начатых строительных домов на одну семью держится в районе 358 тыс. Я склонен считать, что это является одним из признаков формирования дна этим сектором рынка недвижимости.

Еще один признак улучшения ситуации, не относящийся к данному отчету – **индекс деловой активности в сфере строительства NAHB/Wells Fargo**. В апреле он вырос с 9 до 14 пунктов, хотя все равно находится очень низко. Но, возможно, строительные компании начинают замечать признаки оживления на рынке.

В последний торговый день недели аппетит к риску у инвесторов вновь вырос. На фоне хорошей отчетности Citigroup и General Electric на рынке казначейских обязательств превалировала негативная динамика котировок. По итогам дня эффективная доходность индикативного выпуска US Treasuries 10 был зафиксирован на уровне 2,92 % годовых (+9 б.п. к уровню предыдущего закрытия).

Еврооблигации

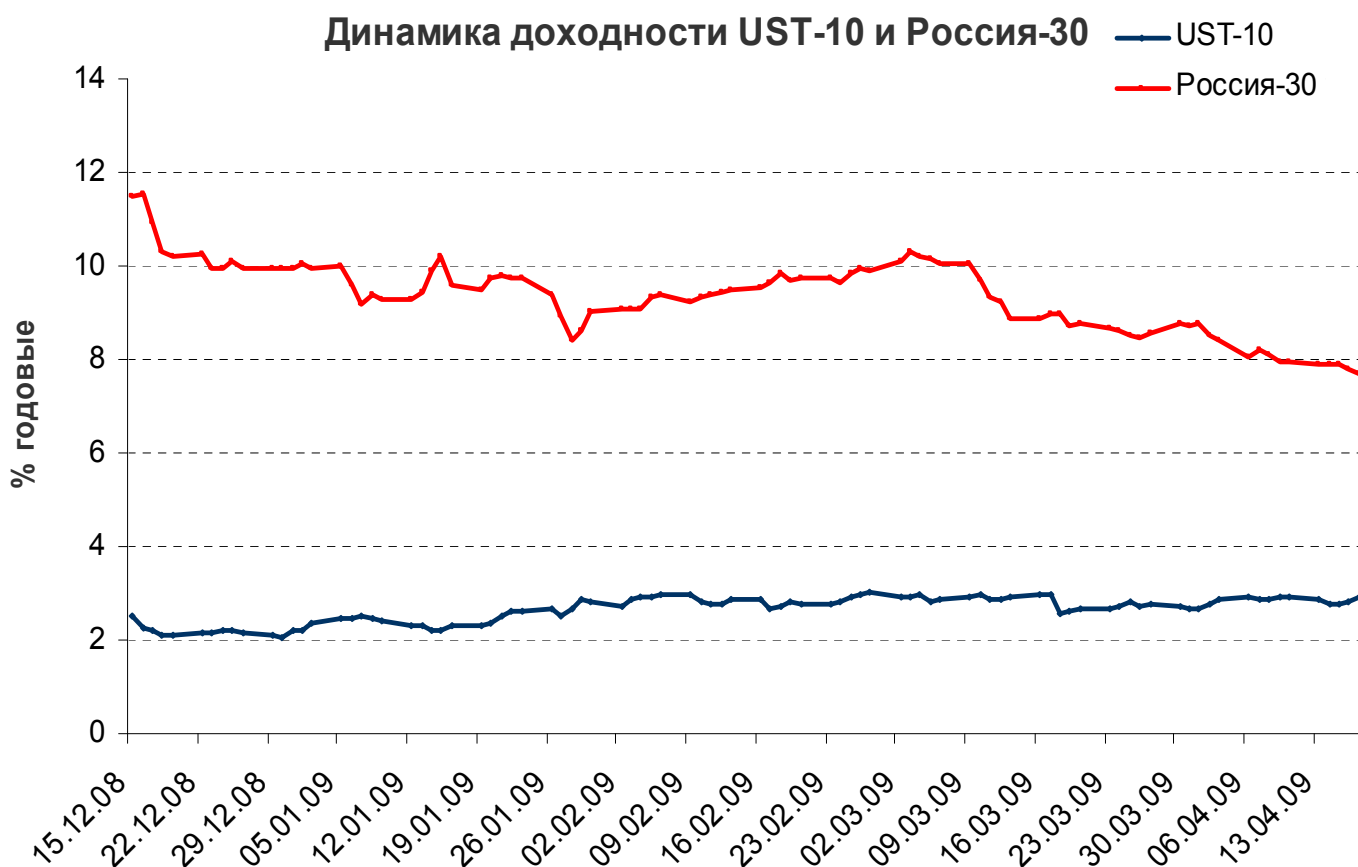
Торговая активность в сегменте суверенных и корпоративных евробондов была довольно низкая в понедельник. Причина – продолжающиеся выходные в Европе. Тем не менее, стоит отметить, что по рынку прослеживалась позитивная динамика котировок. Еврооблигации умеренно дорожали на фоне благоприятного новостного фона.

Утром во вторник позитивная динамика котировок в сегменте суверенных еврооблигаций сохранилась, но уже во второй половине дня ценовая динамика обязательств сменилась на противоположную. В качестве главной причины, поспособствовавшей закрытию длинных позиций в сегменте евробондов, стоит выделить статистику по США, оказавшуюся хуже ожиданий. Несмотря на данный факт бумаги закрылись в положительной области. Например, индикативный выпуск Россия – 30 завершил торговую сессию с эффективной доходностью к погашению на уровне 7,88 % годовых (-3 б.п. к уровню предыдущего закрытия).

По итогам торгов в среду значительных изменений в ценовых уровнях евробондов зафиксировано не было. Первоначально котировки еврооблигаций демонстрировали позитивную динамику, но при достижении определенных уровней появлялись продавцы, желающие зафиксировать прибыль на текущих довольно привлекательных ценовых уровнях. Таким образом, «закрытие» среды проходило приблизительно на тех же уровнях, что и во вторник.

Вплоть до конца недели на рынке российских еврооблигаций на фоне позитивного фона преобладала восходящая динамика котировок. В итоге цена индикативного выпуска Россия – 30 вплотную приблизилась к 100 % от номинала.

По итогам последней сессии недели спрэд между Россия – 30 и UST – 10 вновь сузился и составил 476 б.п.



Комментарий по денежному рынку

Денежно-кредитный рынок

На денежно-кредитном рынке на минувшей неделе было довольно спокойно. Ставки МБК держались на вполне приемлемом уровне, изменяясь в диапазоне 7 – 9 % годовых.

На фоне достаточного объема рублевой ликвидности в финансовой системе объем операций прямого РЕПО с ЦБ РФ также оставался относительно низким. Так, в ходе проведенного в пятницу утреннего аукциона однодневного прямого РЕПО кредитным организациям было предоставлено 9,68 млрд. рублей по средневзвешенной ставке 11,52 % годовых. На дневном аукционе прямого РЕПО Центробанк предоставил банкам еще 2,26 млрд. рублей по средневзвешенной ставке 11,69 % годовых.

Остатки на корсчетах банков в ЦБ РФ в пятницу выросли на 27,8 млрд. рублей и составили 391,7 млрд. рублей. Депозиты кредитных организаций снизились на 46,3 млрд. рублей, составив по итогам недели 270,6 млрд. рублей.

На текущей неделе кредитным организациям предстоит уплата налогов. Несмотря на это значительного ухудшения конъюнктуры рынка ставок МБК не ожидается. Свободных денежных ресурсов в финансовой системе в настоящий момент предостаточно.

Валютный рынок

В первый рабочий день недели рост рубля к бивалютной корзине (0.55 доллар США и 0.45 евро) продолжился. Торговая сессия началась при стоимости корзины 38,3 рубля, в середине дня корзина опустилась до уровней 38,25 – 38,26 рубля, продолжая обновлять минимумы за период с января 2009 года. Однако незадолго до окончания торговой сессии стоимость корзины стала корректироваться вверх и составила на момент закрытия 38,34 рубля, поднявшись на 3 копейки к уровню закрытия предыдущего торгового дня.

Все это произошло на фоне продолжившегося снижения доллара США на ММВБ и увеличившего темпы роста евро на рынке Forex. При этом стоит отметить, что все эти изменения происходили на фоне довольно низкой торговой активности. В таких случаях возможны резкие спекулятивные движения, свидетелями которых мы, по всей видимости, и стали. В связи с этим данные изменения котировок никак нельзя было назвать трендообразующими.

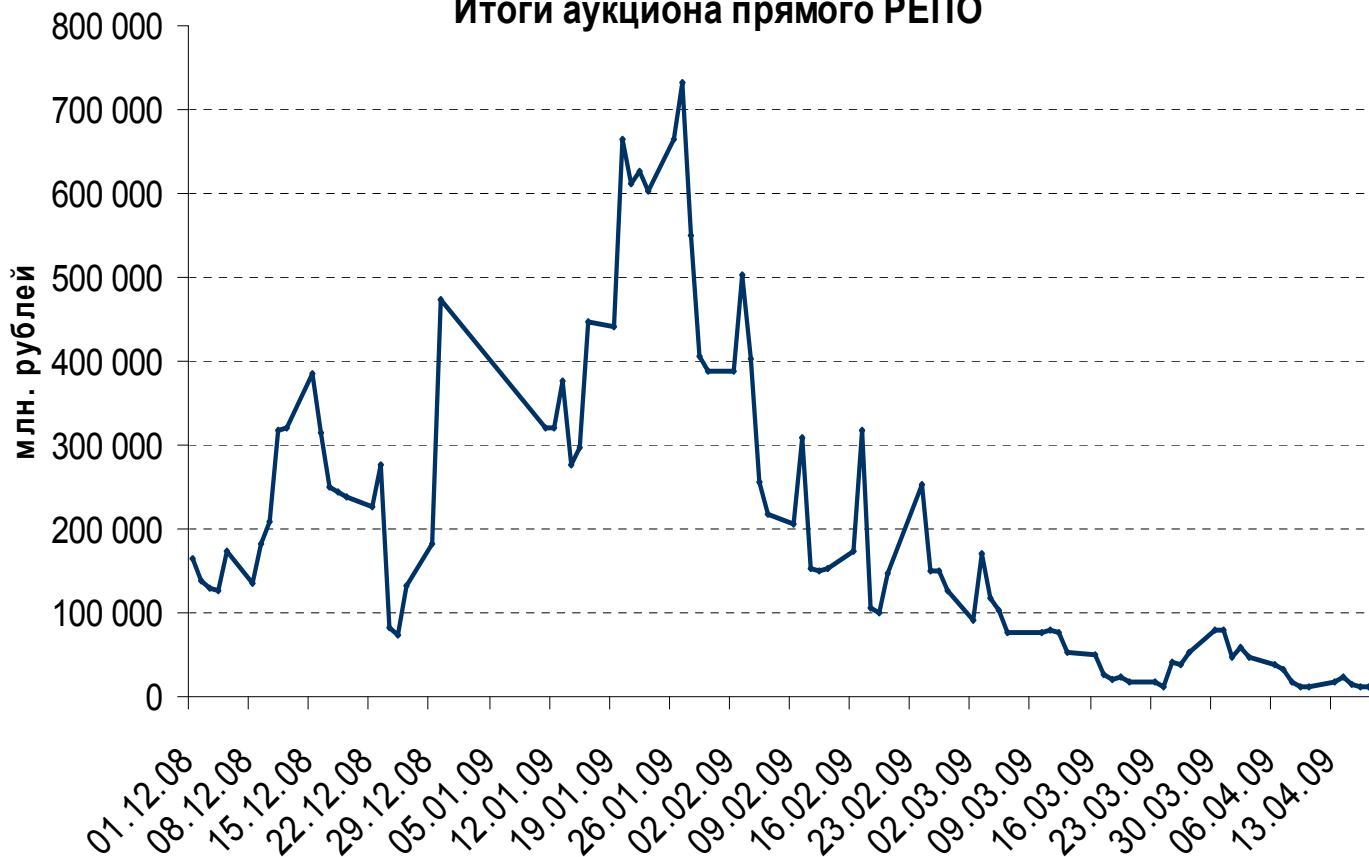
Таким образом, уже к середине недели стоимость бивалютной корзины вернулась к уровню в 38,25 рубля (минимальное значение понедельника).

Вплоть до конца недели рубль укреплялся и в моменте бивалютная корзина коснулась уровня в 38,05 рубля. Укрепление национальной валюты проходило в сопровождении снижающегося евро. Удешевление единой европейской валюты было обусловлено заявлениями главы ЕЦБ Жан-Клода Трише. Глава европейского ЦБ заявил, что центральный банк должен сделать всё возможное для восстановления доверия. Данное высказывание было воспринято игроками рынка как готовность к дальнейшему снижению ключевой процентной ставки ЕЦБ, в результате чего евро продолжил дешеветь.

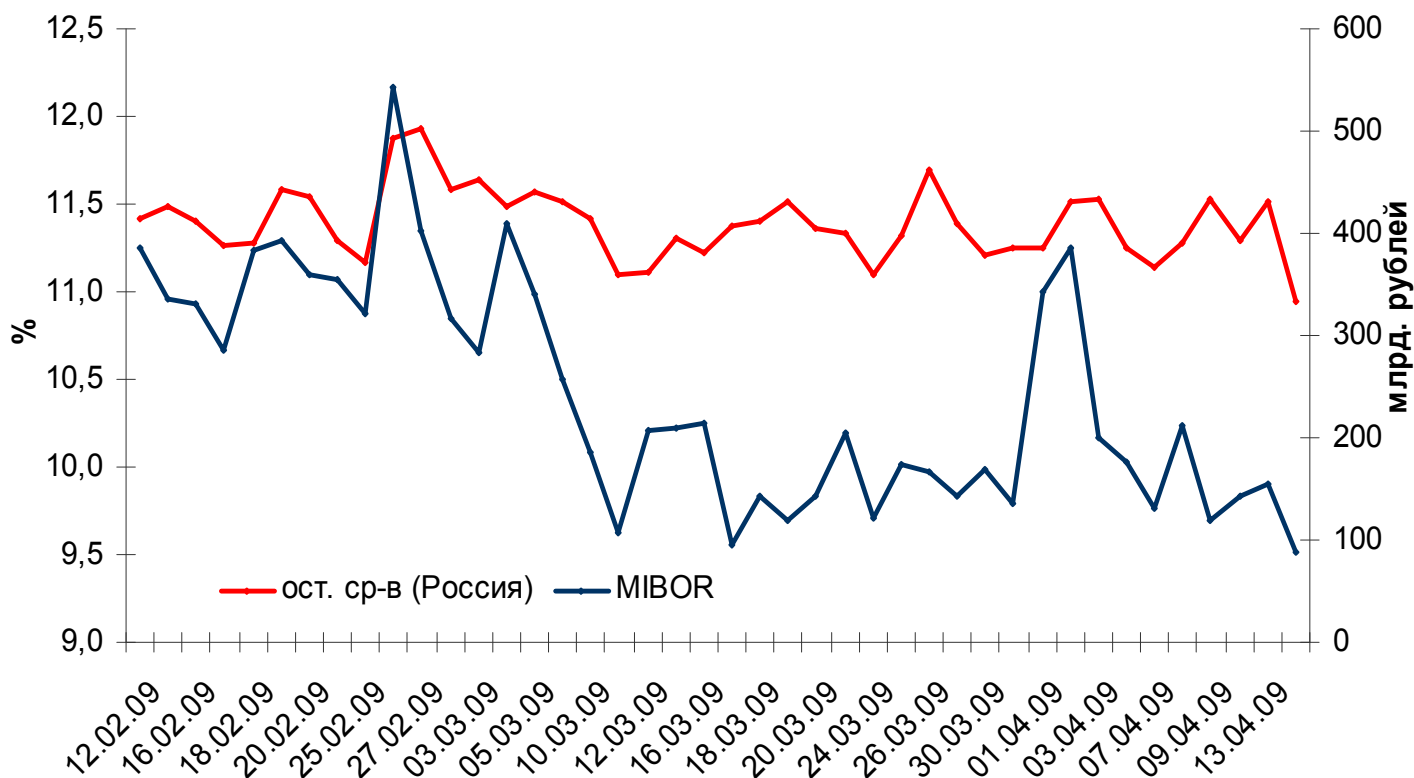
Возвращаясь же к российскому валютному рынку, отмечу, что укреплению национальной валюты активно препятствовал Банк России. По ходу обновления бивалютной корзиной январских минимумов ЦБ РФ выставил свои биды. При этом заявки на покупку валюты регулятор постоянно передвигал. По слухам, купив 0,5 млрд. долларов США Банк России отстывает на 5 копеек по бивалютной корзине.

На текущей неделе начинается период налоговых выплат, в связи с чем можно предположить, что укрепление рубля продолжится. Кроме того, многие инвесторы начинают считать национальную валюту хорошей инвестицией и делают ставку на ее рост. Таким образом, не исключено, что «нормальными» ценовыми уровнями для бивалютной корзины в краткосрочной перспективе могут стать уровни в 37 – 38 рублей.

Итоги аукциона прямого РЕПО



Остатки средств на коррсчетах банков (Россия) и MIBOR



Комментарий по рынку внутренних долгов

Рынок рублевых облигаций

Особых перемен в конъюнктуре внутреннего долгового рынка за неделю не произошло. В рядах участников торгов все также просматриваются нейтрально – позитивные настроения. При этом также отсутствуют новые идеи. Торговые обороты по-прежнему остаются невысокими. Инвесторы продолжают ограничивать свою активность выпусками качественных эмитентов преимущественно с небольшой дюрацией. Пользуются спросом некоторые банковские бумаги, эмитентами которых является – ВТБ, РСХБ и др. Периодически проявляется повышенный интерес к ликвидному 04 выпуску Газпрома. В лидерах по объемам торгов довольно часто появляются обязательства Москвы. Ближе к концу недели интерес игроков рынка начал смещаться во второй эшелон. При этом единой динамики котировок в данном сегменте рублевого рынка не прослеживалось.



Почувствовав улучшение конъюнктуры на российских торговых площадках активизировался первичный рынок. На минувшей неделе состоялся ряд аукционов по размещению бумаг, относящихся к разным сегментам рынка.

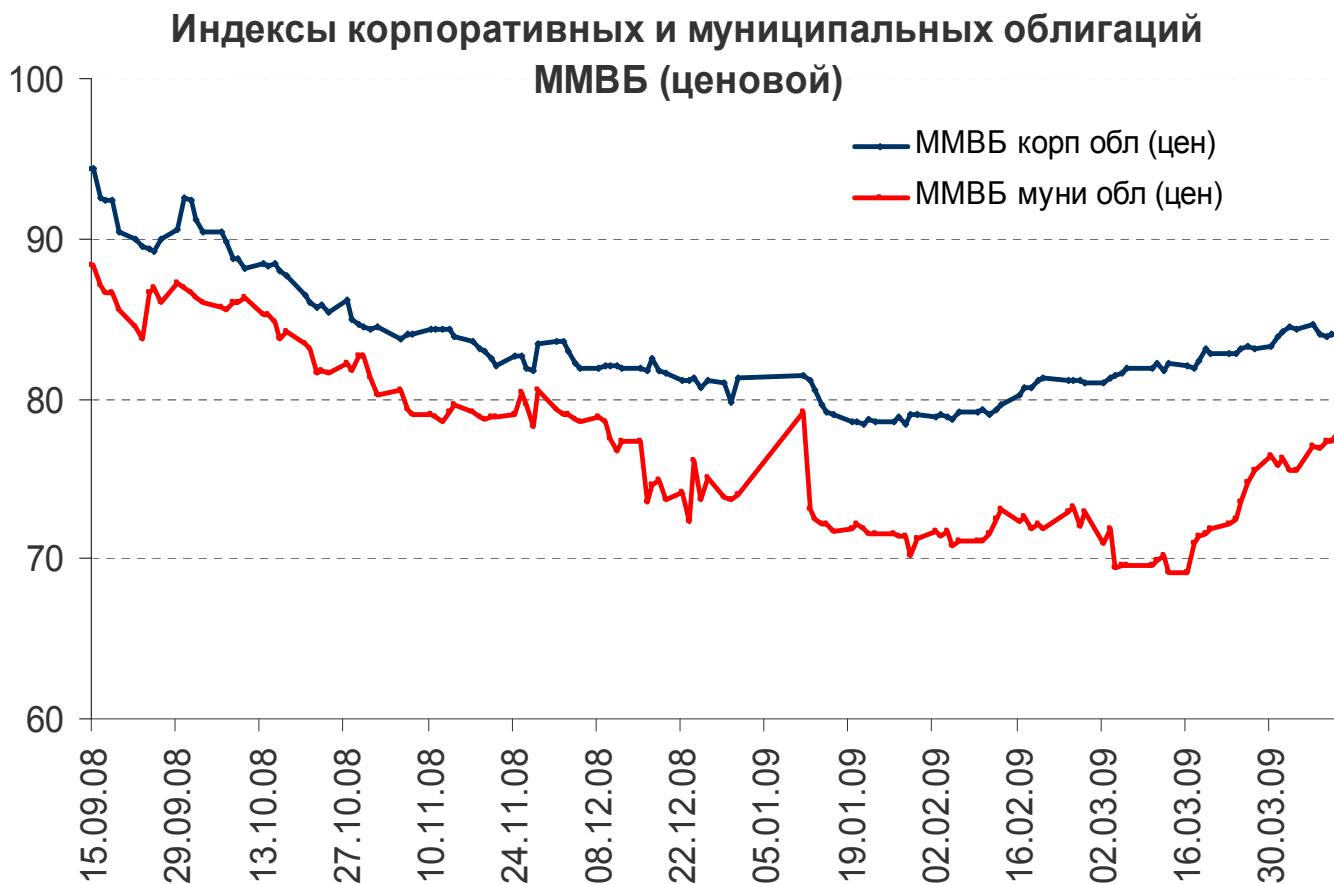
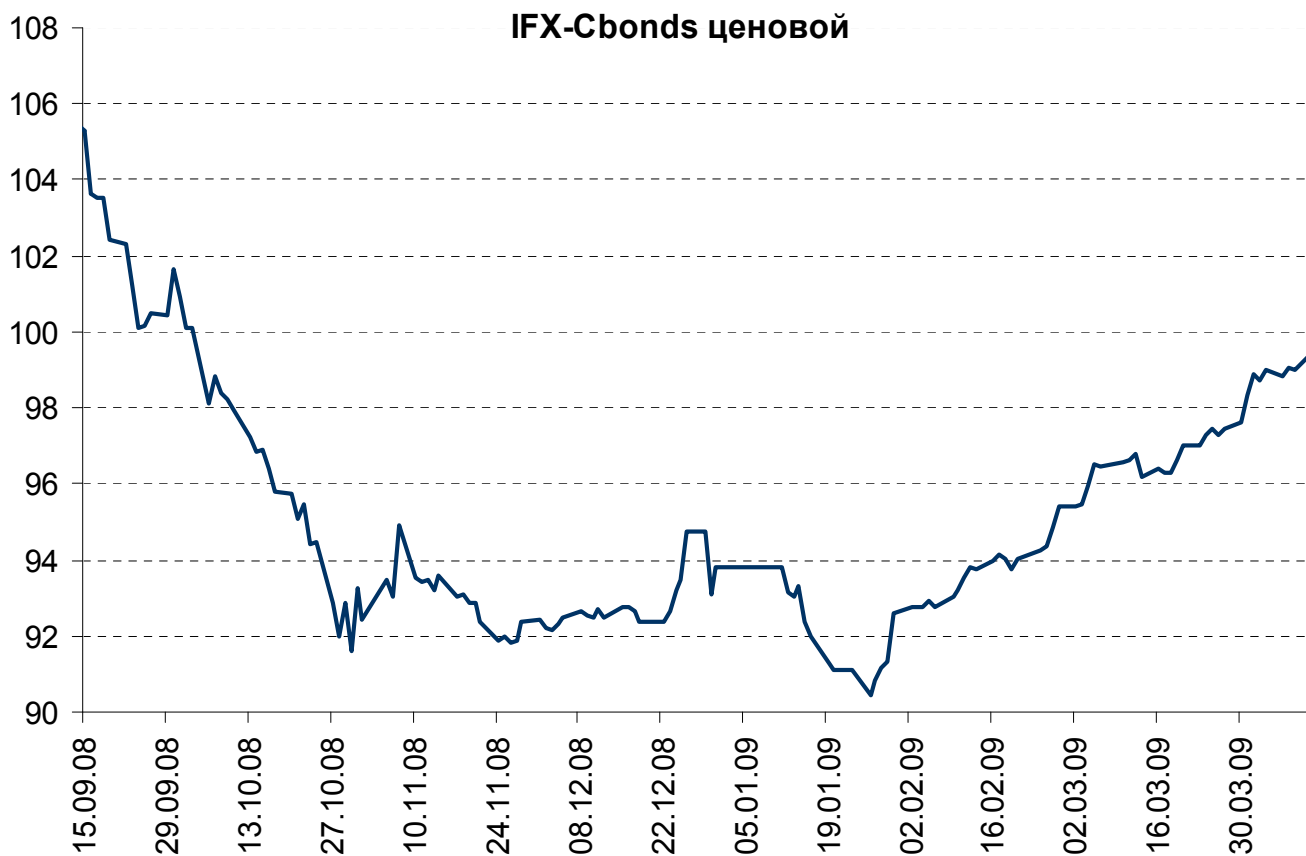
Для начала стоит обратить внимание на итоги размещения облигаций РЖД 14 серии. Итоги аукциона не были детально раскрыты, тем не менее, было заявлено, что эмитенту удалось полностью разместить свои облигации на сумму 15 млрд. рублей со ставкой первого купона – 15 % годовых. На мой взгляд, данное размещение нельзя назвать рыночным. Несмотря на то, что в финансовой системе в данный момент предостаточно свободной ликвидности, вряд ли в аукционе приняло участие большое количество инвесторов.

Несомненно, РЖД – качественный эмитент. Выпуск компании, скорее всего, попадет в Ломбардный список в краткосрочной перспективе. Но, несмотря на это сейчас просто не то время. В связи с этим можно предположить, что круг инвесторов ограничился несколькими крупными финансовыми институтами и возможно НПФ.

Также во вторник проходило размещение дебютного выпуска Система – Галс объемом 3 млрд. рублей. Облигационный заем размещался с целью рефинансирования текущих обязательств компании. По итогам аукциона ставка купона составила 15 % годовых.

Возникает вопрос – Как бумаги Системы – Галс смогли разместиться с доходностью, не превышающей доходность облигаций материнской компании – АФК «Система»?

Отсюда и возникает ряд выводов, заставляющих усомниться в рыночности прошедших размещений.



Кредитный комментарий

X5: результаты деятельности за 2008г. по МСФО

На прошлой неделе розничная группа X5 опубликовала консолидированную отчетность за 2008 г. по МСФО. В целом, результаты крупнейшего отечественного ритейлера за прошлый год мы оцениваем как достаточно неплохие, в первую очередь, из-за некоторого увеличения эффективности деятельности компании в целом и выбранной ею бизнес-модели в частности.

Мы считаем, что группа X5 в очередной раз доказала, что ее мультиформатная модель бизнеса оправдывает свою экономическую эффективность, особенно в реалиях текущего экономического кризиса. Напомним, что группа X5 объединяет три различных бренда розничного ритейла: «Перекресток» (супермаркеты), «Пятерочка» (дискаунтер) и недавно приобретенная «Карусель» (гипермаркеты). Подобная диверсификация различных форматов розничной торговли позволяет группе X5 поддерживать на приемлемом уровне денежный поток в периоды подъема и спада платежеспособности населения. Так, на сегодняшний день наблюдается повышенный спрос в более «дешевых» магазинах «Пятерочка», тогда как еще совсем недавно, в период экономического роста, наиболее рентабельной была работа супермаркетов «Перекресток».

В отчетном году чистая выручка группы X5 на основе консолидации (включая показатели сети «Карусель», начиная с 30 июня 2008г.) увеличилась на 57% по сравнению с итогами предыдущего года и достигла 8,4 млрд. USD. Вместе с тем, согласно более правильной на наш взгляд оценке на основе отчета про-форма (включая результаты «Карусели», начиная с 1 января 2007 и 2008г., соответственно), чистая выручка X5 по итогам 2008г. увеличилась на 45% до 8,9 млрд. USD. При этом наиболее быстрыми темпами в 2008г. росли доходы сегмента «дискаунтер», за год они увеличились на 51% и достигли 4,5 млрд. USD, тогда как доходы сегментов «гипермаркет» и «супермаркет» росли менее интенсивно (в среднем на 38-39%).

Ввиду осложнения экономической обстановки в стране, очевидно, что наметившаяся тенденция более прогрессивного роста доходов магазинов более низкой ценовой категории продолжится и в дальнейшем. Так, согласно данным руководства группы X5, в 2009г. ритейлер планирует сосредоточиться преимущественно на развитии именно сегмента «дискаунтер», в этом году группой уже было открыто 38 новых магазинов «Пятерочка». Наряду с этим, в 2009г. группа X5 также открыла 3 гипермаркета (всего в этом году планируется открытие 7 гипермаркетов) и 2 супермаркета, так как группа намерена удержать за собой занятую нишу рынка в данных сегментах, ожидая нормализации экономической обстановки в стране. Суммарный размер капитальных вложений в 2009г. по оценкам руководства группы X5 составит порядка 14-15 млрд. руб., что, однако, почти в два раза меньше CAPEX в 2008г.

Помимо сокращения капитальных вложений в 2009г. для оптимизации расходов в период финансового кризиса группа X5 планирует сосредоточить свою экспансию только в регионах, где уже представлены магазины группы, что позволит придержать рост логистических издержек в этом году. Мы положительно оцениваем данные антикризисные меры группы X5, так как, несмотря на рост в 2008г. показателя EBITDA на 47% до 803 млн. USD и валовой прибыли на 41% до 2,3 млрд. USD, в отчетном году у группы X5 наметилась небольшая рецессия некоторых показателей эффективности деятельности. Так, по итогам 2008г. чистая прибыль группы X5 (без учета неденежного списания goodwill от слияния сетей «Перекресток» и «Пятерочка») составила 112 млн. USD, что на 28% меньше итогов предыдущего года, при этом рентабельность по чистой прибыли составила 1,3% (против 2,5% по итогам 2007г.). Вместе с тем, с учетом списания goodwill в 4 квартале 2008г. в сумме 2 257 млн. USD чистый убыток группы X5 по итогам года составил 2,1 млрд. USD, однако, данное списание носит чисто технический характер и никак не отразилось на реальных результатах деятельности компании в отчетном году. Также отмечаем, что снижение чистой прибыли группы X5 в 2008г. было в том числе обусловлено резким увеличением расходов на обслуживание финансового долга группы, номинированного в иностранной валюте, из-за девальвации рубля в течение прошлого года. В 2008г. суммарный убыток группы по обменным операциям с иностранной валютой составил 267 млн. USD.

| Динамика основных финансовых показателей X5 Retail Group, млн. USD | | | |
|---|-------------|-------------|------------------|
| Основные финансовые показатели (pro-forma*) | 2007 | 2008 | Изменение |
| Чистая выручка | 6 152 | 8 892 | 45% |
| Валовая прибыль | 1 611 | 2 279 | 41% |
| ЕБИТДА | 548 | 803 | 47% |
| Чистая прибыль** | 156 | 112 | -28% |
| Капитал | 3 243 | 1 638 | -50% |
| Активы | 6 550 | 5 661 | -14% |
| Операционный денежный поток | 427 | 629 | 47% |
| Показатели рентабельности | | | |
| Валовая рентабельность, % | 26,2 | 25,6 | -0,6 п.п. |
| Рентабельность ЕБИТДА, % | 8,9 | 9,0 | 0,1 п.п. |
| Рентабельность по чистой прибыли, % | 2,5 | 1,3 | -1,2 п.п. |
| Показатели долговой нагрузки | | | |
| Финансовый долг, в т.ч. | 1 718 | 2 059 | 20% |
| долгосрочный, % | 85 | 72 | - |
| краткосрочный, % | 15 | 28 | - |
| Чистая выручка/ Финансовый долг, х | 3,6 | 4,3 | - |
| Финансовый долг/ ЕБИТДА, х | 3,1 | 2,6 | - |
| ЕБИТДА/ Проценты к уплате, х | 4,0 | 4,9 | - |
| Финансовый долг/ Активы | 0,26 | 0,36 | - |

* – на основе отчета про-форма, включающего результаты «Карусели» с 1 января 2007 и 2008гг., соотв.

** – без учета неденежного списания goodwill

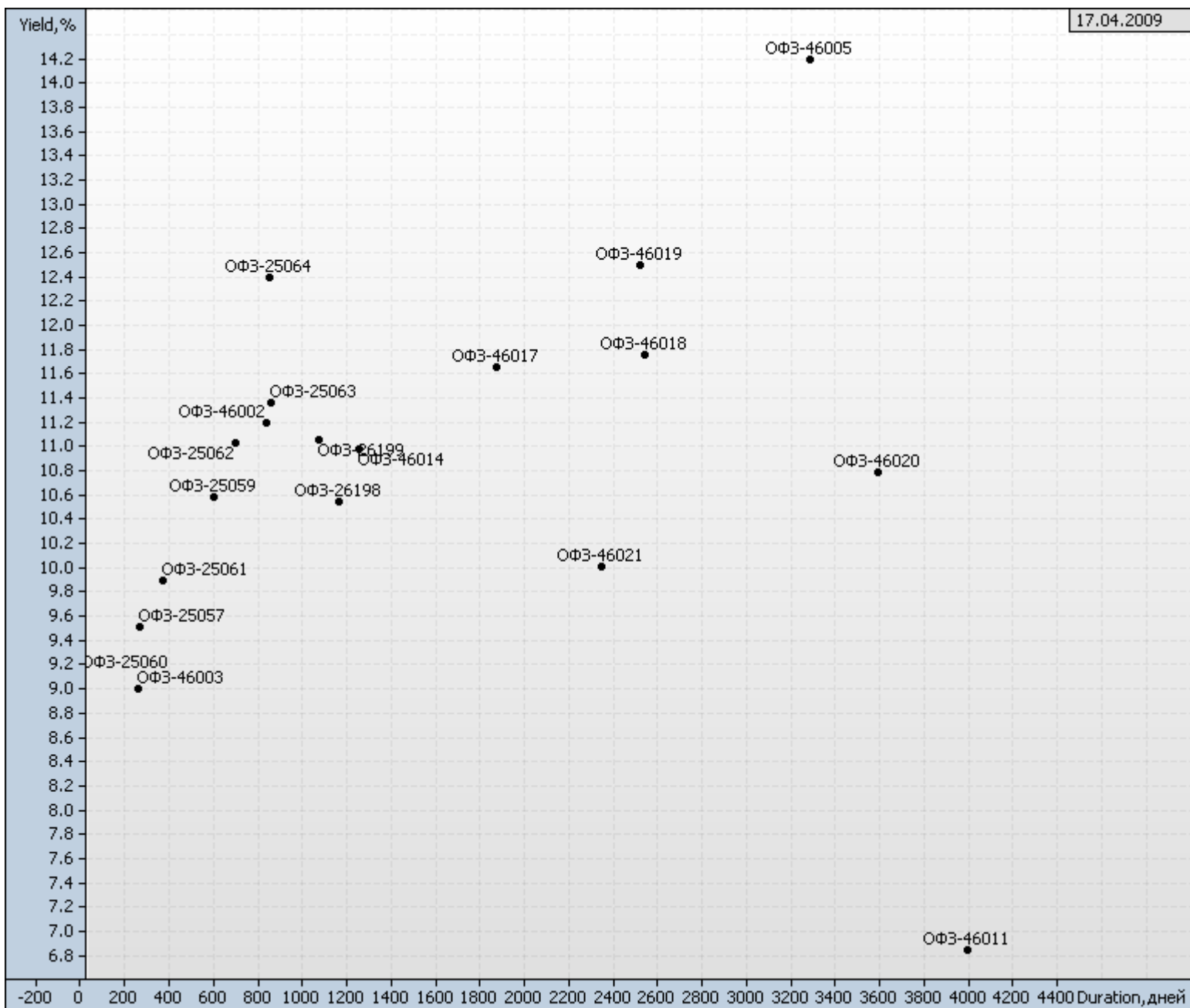
Источник: данные и отчетность по МСФО X5 Retail Group N.V., расчеты АКБ «Связь-Банк»

Стоит отметить, что в 2008г. долговая нагрузка группы X5 заметно снизилась. Несмотря на увеличение в отчетном году финансового долга группы на 20% до 2,1 млрд. USD, благодаря росту эффективности бизнеса соотношение «Чистая выручка/ Финансовый долг» увеличилось с 3,6х в 2007г. до 4,3х, а показатель «Финансовый долг/ ЕБИТДА» улучшился в отчетном году до 2,6х (против 3,1х по итогам 2007г.). Также отмечаем, что большая часть задолженности группы X5 приходится на два займа: синдицированный кредит в сумме 1,1 млрд. USD с погашением в декабре 2010г. (процентная ставка зафиксирована на уровне Libor+1,5%) и облигационный заем объемом 9 млрд. руб., оферту по которому группе предстоит пройти в июле 2010г. Отсюда видно, что основной пик платежей группу X5 ожидает только в следующем году. При этом, по итогам 2008г. краткосрочный долг группы составил 28% от общей задолженности или 578 млн. USD. С учетом накопленной на конец отчетного года ликвидности в сумме 277 млн. USD и неиспользованных кредитных линий на 367 млн. USD, мы считаем, что группе X5 будет не трудно рассчитаться по своим краткосрочным обязательствам, особенно учитывая тот факт, что с начала этого года группа X5 уже погасила порядка 200 млн. USD номинированного в иностранной валюте долга, а оставшуюся часть текущей задолженности предстоит погасить в рублях, что исключает дальнейшие валютные риски группы в 2009г.

Таким образом, в текущем году дестабилизационные риски для X5 минимальны, и руководство группы планирует дальнейшее снижение своей долговой нагрузки преимущественно за счет операционного денежного потока, величина которого в 2008г. составила 629 млн. USD. Единственное опасение вызывает пик погашений, который предстоит группе X5 в 2010г. по синдицированному кредиту и облигационному займу. Впрочем, руководство группы X5 не теряет надежды на некоторую стабилизацию обстановки на рынке капитала и кредитования в будущем году, что позволит группе рефинансировать эти займы с минимальными потерями.

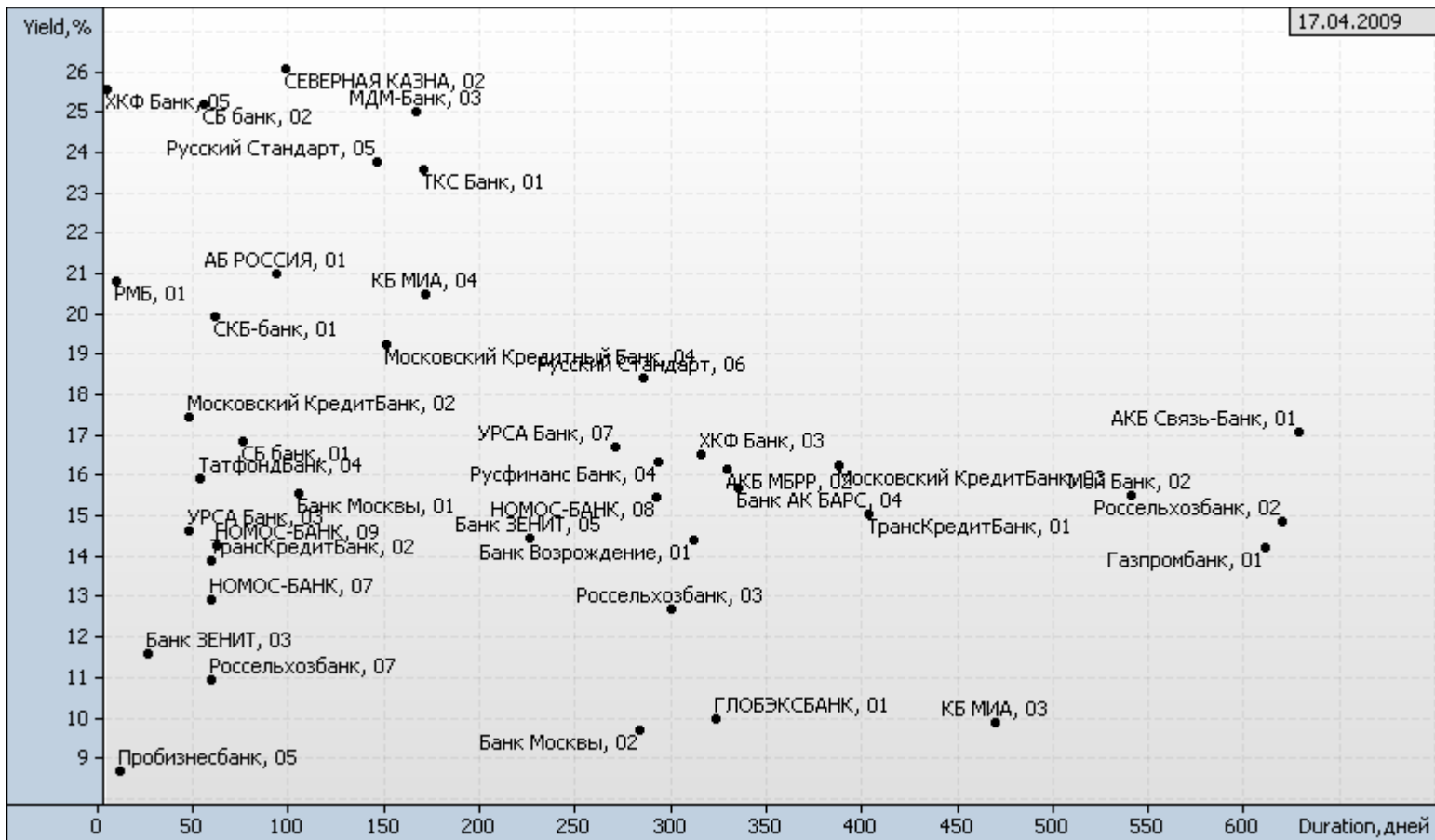
Карта рынка. Государственные и корпоративные обязательства.

ОФЗ

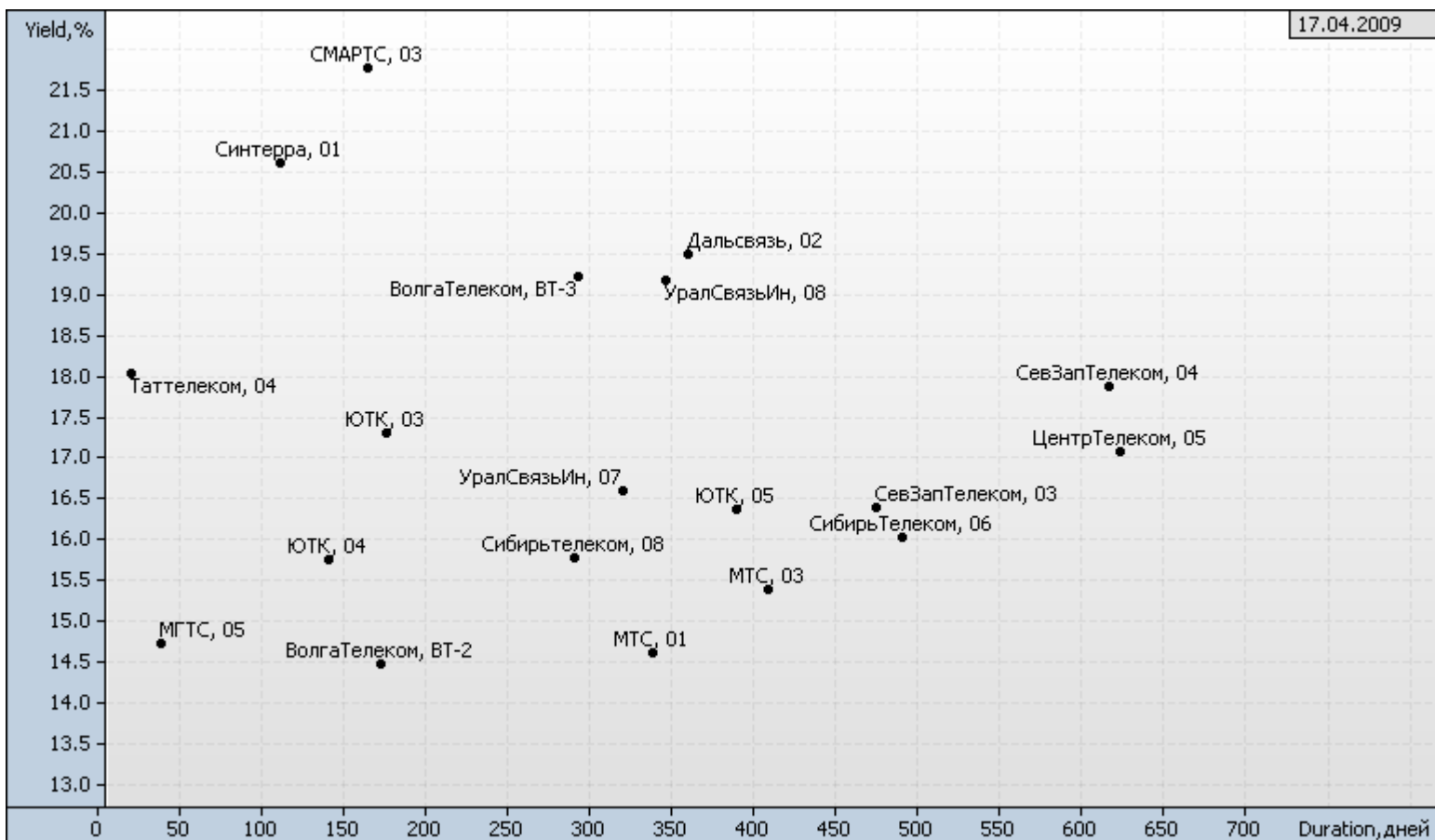


Источник: QuoteTotal 2

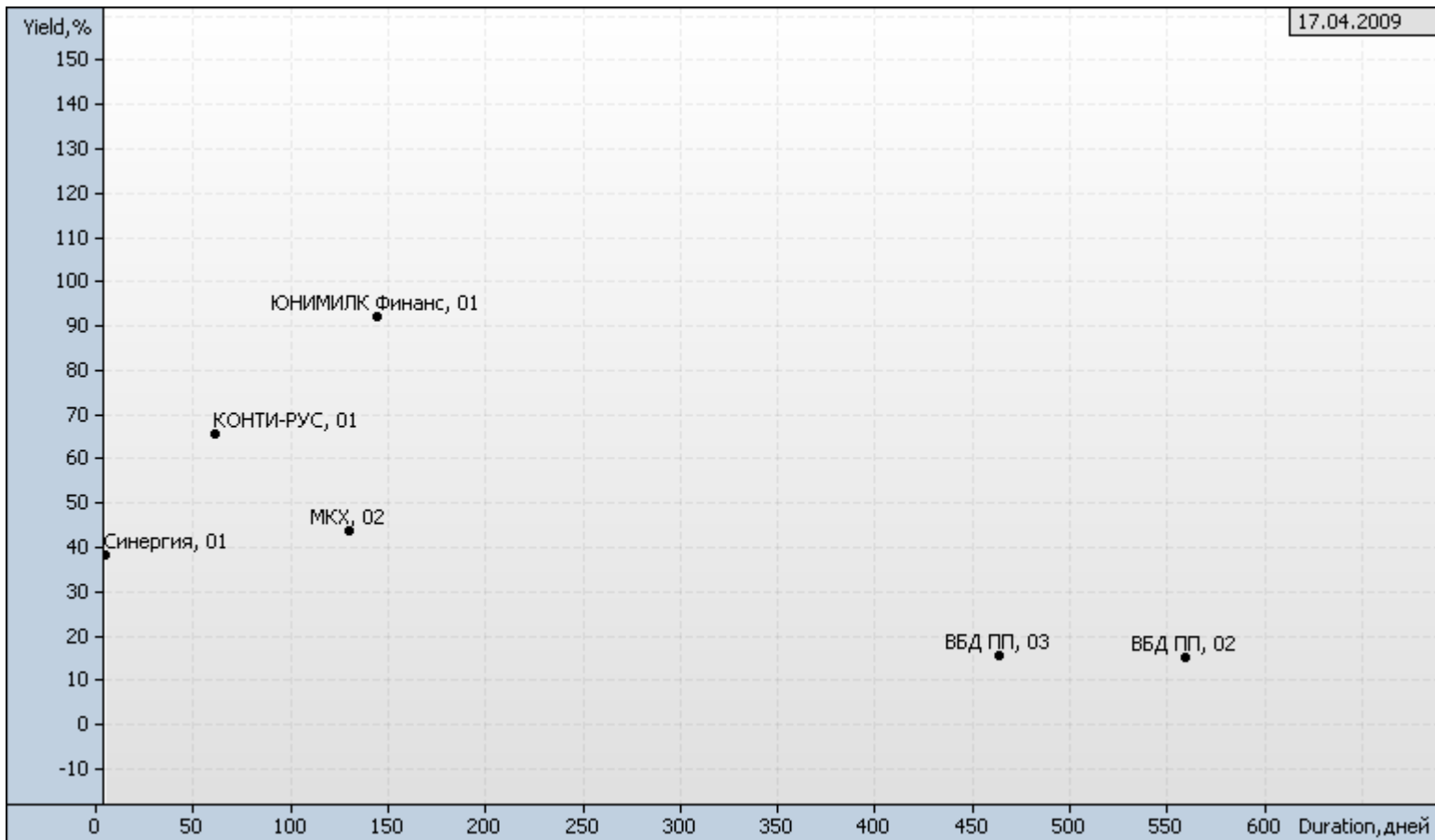
Банки



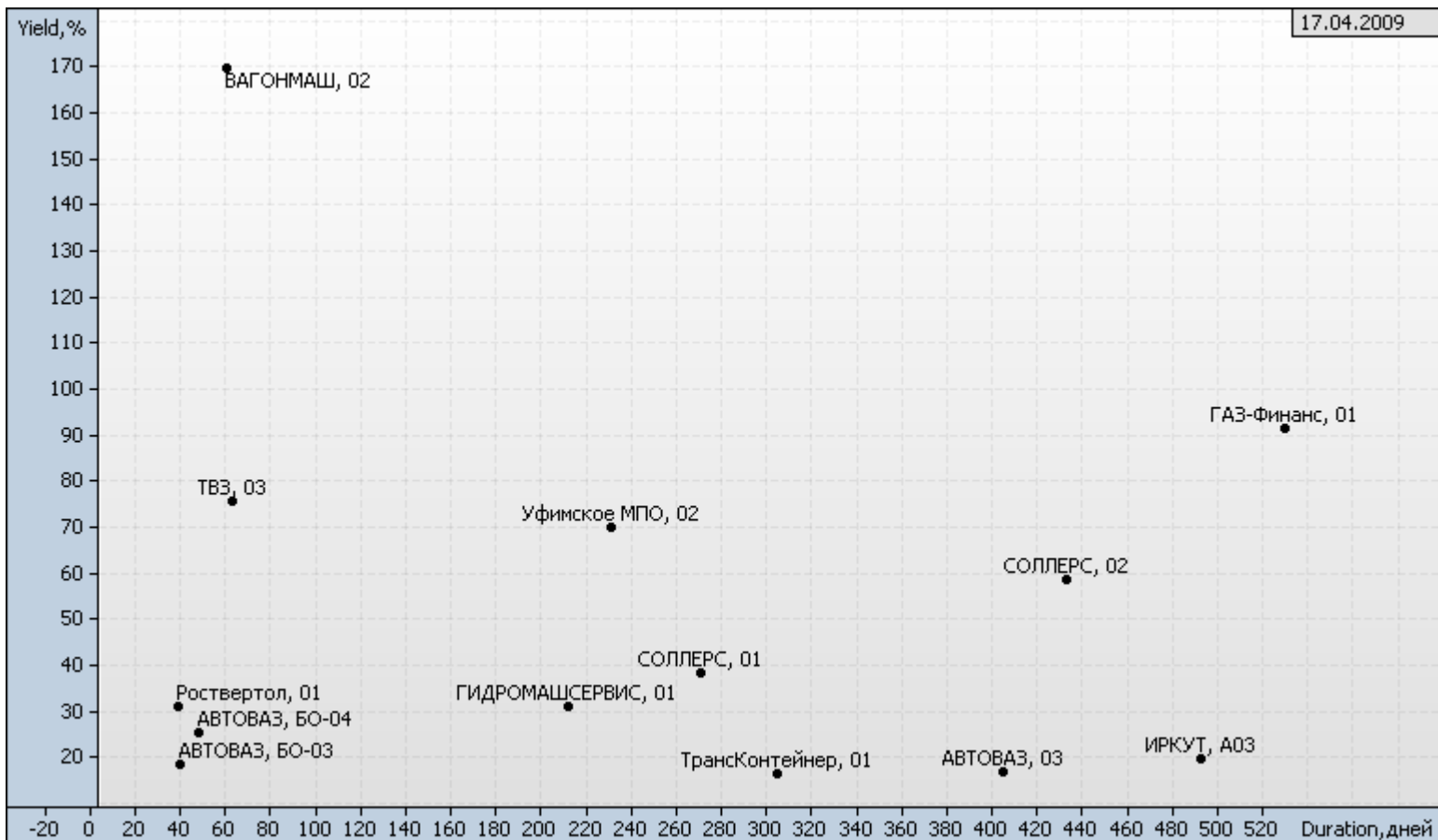
Телекомы



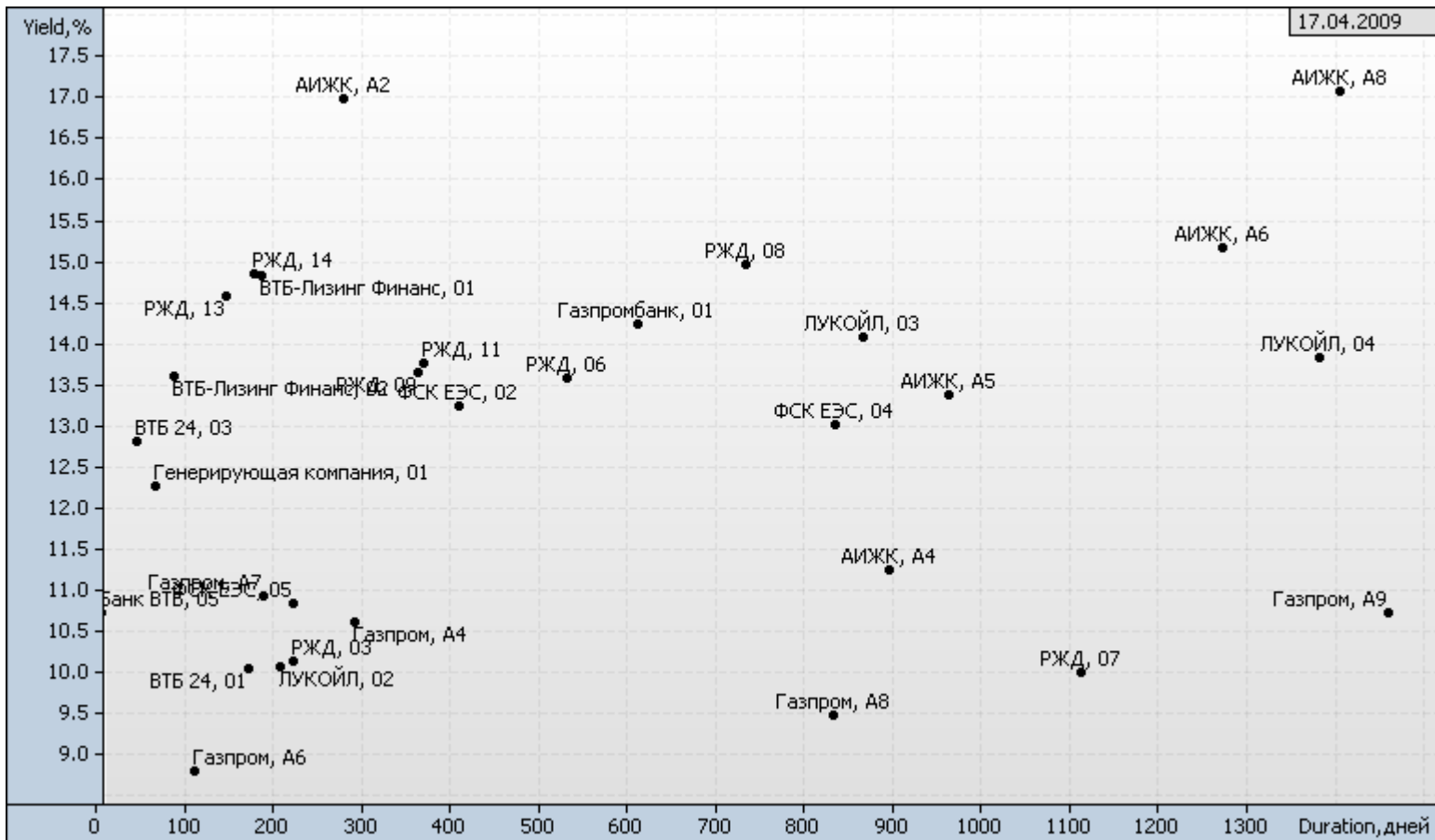
Пищевая промышленность



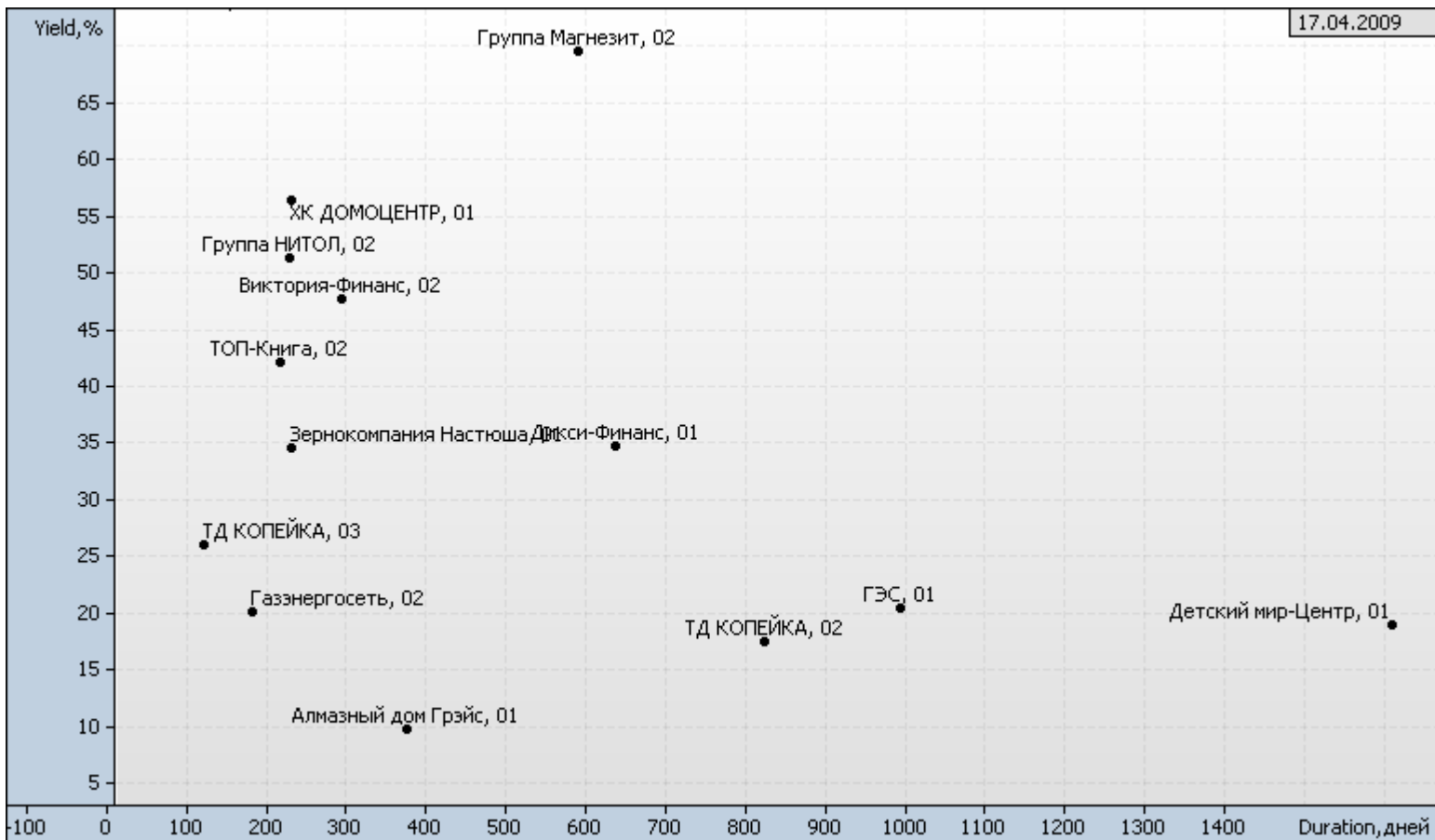
Машиностроение



Фишки



Торговля



ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий документ 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. Описания любой компании или компаний, и (или) их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые АКБ «Связь-Банк» считает надежными, Банк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. АКБ «Связь-Банк», его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны, должностные лица и (или) сотрудники Банка и (или) связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и (или) намереваются приобрести такие доли капитала и (или) выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, АКБ «Связь-Банк» может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). АКБ «Связь-Банк» может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 228-38-06

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО АКБ «Связь-Банк»
125375, г. Москва, ул. Щепкина, д. 40, стр.1
Тел.: +7(495) 228-36-42
E-mail: IB@sviaz-bank.ru
Internet: <http://www.sviaz-bank.ru/>

Руководство

Автухов Михаил 228-38-01
IB@sviaz-bank.ru

Бахшиян Шаген 228-36-42
IB@sviaz-bank.ru

Эмиссия долговых инструментов

Барков Дмитрий 228-36-42 (30-93)
emission@sviaz-bank.ru

Смакаев Роберт 228-36-42 (33-37)
emission@sviaz-bank.ru

Волгарев Виктор 228-36-42 (30-97)
emission@sviaz-bank.ru

Менлиманова Мирана 228-36-42 (30-23)
emission@sviaz-bank.ru

Сухина Юлия 228-36-42 (30-24)
emission@sviaz-bank.ru

Кривоногова Юлия 228-36-42 (31-99)
emission@sviaz-bank.ru

Продажи на финансовых рынках

Сумин Владимир 228-38-06 (30-32)
sales@sviaz-bank.ru

Очкин Алексей 228-38-06 (31-01)
sales@sviaz-bank.ru

Голубничий Денис 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Дергачев Дмитрий 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Бабаджанов Сухроб 228-38-01 (31-24)
broker@sviaz-bank.ru

Клиентское обслуживание

Хмелева Ольга 228-38-06 (30-77)
broker@sviaz-bank.ru

Виноградова Анна 228-38-06 (31-02)
broker@sviaz-bank.ru

Анализ финансовых рынков

Свиридов Станислав 228-38-01 (31-92)
research@sviaz-bank.ru

Бодрин Юрий 228-38-01 (31-06)
research@sviaz-bank.ru

Гребцов Максим 228-38-01 (31-88)
research@sviaz-bank.ru

Кредитный анализ

Чердаков Евгений 228-36-42 (30-95)
CR@sviaz-bank.ru

Тарасов Олег 980-05-61 (31-05)
CR@sviaz-bank.ru