



ГАЗПРОМБАНК

Ежедневный обзор долговых рынков от 27 ноября 2009 г.

Содержание:

Долговые рынки	1
Денежный рынок и макроэкономика	2
Кредитный комментарий	2
Приложение: календарь событий	4

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

► Обзор ситуации на денежном рынке

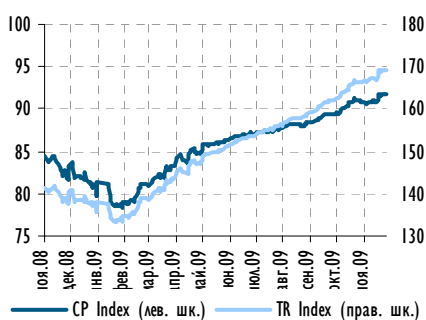
КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

► РЖД провели встречу с аналитиками – позитивные впечатления

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

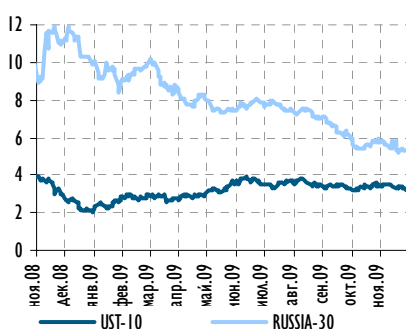
► Оферта МинПромБанк-1

Индексы корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Reuters, ММВБ, расчеты Газпромбанка

Доходности UST-10 и еврооблигаций Россия-30



Источник: Reuters

Рыночные индикаторы

	Знач. закр.	Изм. к пред. дню	Изм. к 01/01
Индикаторы валютного рынка			
EUR/USD*	1,493	-1,1% ▼	13,1% ▲
USD/RUR*	29,71	2,9% ▲	-8,9% ▼
Корзина валют/RUR*	36,29	1,3% ▲	2,7% ▲
Индикаторы денежного рынка			
Остатки на корп. счетах, млрд руб.	693,40	17,8% ▲	-19,3% ▼
Остатки на депозитах, млрд руб.	231,10	-18,6% ▼	16,1% ▲
ON-MOSPRIME	6,1	-0,7 ▼	-10,6 ▼
3M-MOSPRIME	7,5	0,0 ■	-14,5 ▼
3M-LIBOR	0,3	0,0 ▼	-1,3 ▼
6M-NDF	30,80	1,7% ▲	-15,8% ▼
12M-NDF	31,33	2,3% ▲	-19,0% ▼
Индикаторы долгового рынка			
UST-2	0,632	-0,110 ▼	-0,137 ▼
UST-10	3,171	-0,097 ▼	1,088 ▲
Russia-30	5,270	-0,040 ▼	-4,921 ▼
EMBI+	310	4 ▲	-380 ▼
EMBI+ Russia	227	-2 ▼	-499 ▼
Индикаторы товарного рынка			
Urals, долл./барр.	75,6	-0,3% ▼	117,5% ▲
Brent, долл./барр.	76,6	-0,3% ▼	111,7% ▲
Индикаторы фондового рынка			
PTC	1 367	-4,25% ▼	131,7% ▲
Dow Jones	10 464	0,29% ▲	26,1% ▲

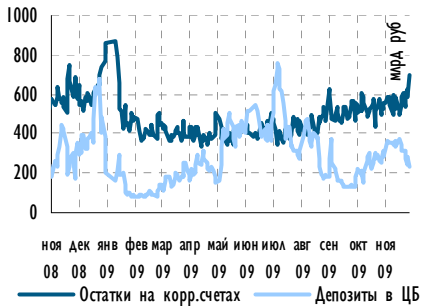
*-данные на 8 утра текущего дня

Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка



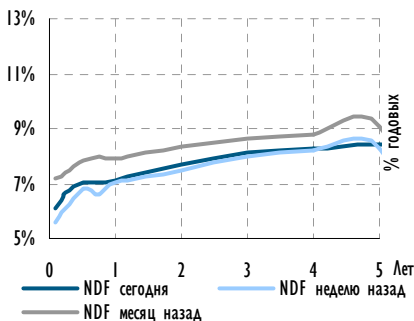
МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах в Банке России, млрд руб.



Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка

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



Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка

Обзор ситуации на денежном рынке

Ситуация на зарубежных денежных рынках продолжает улучшаться. Долларовый LIBOR на срок 1 год в четверг закрепился на отметке чуть выше 1,0% годовых. Спред между стоимостью заимствования на МБК и доходностью краткосрочных КО продолжил сужаться, опустившись ниже 22,0 б. п., что свидетельствует об отсутствии дефицита ликвидности. Стоимость хеджирования процентного риска долларовых активов в четверг составила 19,2 б. п., снизившись за день на 2,5 б. п. (спред между фиксированной и плавающей ставкой по однолетним свопам).

Доллар с четверга укрепился по отношению к большинству мировых валют. Этому способствовал переток средств инвесторов в долларовые активы на фоне резкого сокращения аппетита к риску после появления новостей о реструктуризации долга двух госкомпаний в Дубае. Индекс доллара к корзине из 6 валют вырос почти на 1,0%, котировка пары евро – доллар опустила до 1,4950, и утром в пятницу продолжает снижаться.

Рубль вчера ослаб по отношению как к доллару, так и к евро. Помимо укрепления американской валюты на мировом рынке, этому способствовали покупки валюты со стороны ряда крупных российских банков и ЦБ. Доллар подорожал почти на 50 коп. – до 29,26, евро достиг максимума с начала октября, достигнув отметки 43,91 (+51 коп. к уровню закрытия среды). Стоимость бивалютной корзины ЦБ поднялась по итогам сессии на 57 коп. – до 35,94 руб. Динамика беспоставочных фьючерсов на рубль предполагает, что в перспективе ближайших 3–6 мес. российская валюта продемонстрирует умеренное ослабление до 29,7–30,2 руб. за доллар.

На рублевом рынке МБК ситуация остается стабильной: уровень трехмесячной ставки MOSPRIME в четверг стабилизировался на уровне 7,5% годовых. Тем не менее, ставки по беспоставочным фьючерсам на рубль поднялись до 7,7%, что свидетельствует об отсутствии ожиданий дальнейшего понижения стоимости заимствования в рублях с текущих уровней.

Анна Богдюкевич
+7 (495) 980 41 82

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

РЖД
S&P/Moody's/Fitch BBB / Baa1 / BBB

РЖД провели встречу с аналитиками – позитивные впечатления

Вчера РЖД провели встречу с аналитиками, в ходе которой менеджмент прокомментировал недавно опубликованные результаты за 2008 год по МСФО, осветил текущую ситуацию в компании, а также дал оценку операционных и финансовых итогов 2009 года и представил некоторые прогнозы на 2010 год. В целом встреча произвела достаточно позитивное впечатление: на наш взгляд, кредитный профиль РЖД в посткризисный период выглядит довольно устойчиво, главным образом благодаря проведенному сокращению затрат, постепенному восстановлению операционных показателей и по-прежнему значительному объему финансовой помощи со стороны государства – фактору, который, как мы понимаем, останется актуальным и в следующем году. При этом финансовая стратегия РЖД на ближайшие годы предполагает снижения долговой нагрузки. Мы не видим серьезных угроз нарушения финансовых ковенант по существующим кредитам РЖД в среднесрочной перспективе.

Ниже мы приводим основные моменты, на которые нам бы хотелось обратить внимание инвесторов:

Операционные показатели: на пути к восстановлению. На фоне оживления экономической активности объемы погрузки РЖД постепенно восстанавливаются, сокращая темпы снижения к прошлому году: если в январе (пик падения погрузки) «разрыв» между объемами этого и предыдущего года достигал 33%, то в октябре он сократился до 11%. По итогам года компания ожидает снижения погрузки на 15%, хотя в текущий бюджет по-прежнему заложена более консервативная оценка -19% год к году. В то же время, учитывая средний рост тарифа на 12,4%, снижение выручки по итогам 2009 г., по оценкам монополии, будет довольно умеренным – порядка 6% (по Группе РЖД с учетом дочерних компаний). В следующем году менеджмент ожидает небольшого роста погрузки, что, в совокупности со среднегодовым ростом тарифа еще на



12,4%, должно обеспечить рост продаж на 14% почти до 1,3 трлн руб.

Антикризисные меры: сокращение издержек... Начиная с четвертого квартала прошлого года, РЖД удалось добиться довольно существенного сокращения по ключевым статьям операционных расходов – общий эффект, по оценкам компании, составит в этом году 188 млрд руб. Наиболее существенные компоненты расходов РЖД – оплата труда и социальные отчисления, а также расходы на материалы и ремонт: в 2008 году существенный рост затрат на оплату труда (с 36% до 43% выручки) стал основной причиной падения нормы прибыли EBITDA (не включая субсидии) с 26% до 17%. В рамках сокращения затрат компания в этом году сократила штат на 57 тыс. человек, в основном за счет естественного оттока сотрудников пенсионного возраста и ограничения найма, что позволило сэкономить около 30 млрд руб. Кроме того, на фоне снижения цен на металлы РЖД удалось снизить стоимость закупок материалов у металлургов (рельсы, колеса, вагоны, подшипники и т. п.) в пределах 7–33%, что высвободило еще порядка 30 млрд руб.

Согласно комментариям менеджмента, реализованная программа сокращения издержек позволит существенно увеличить прибыль по мере восстановления объемов перевозок – рентабельность EBITDA (с учетом субсидий) в 2009 году, по консолидированной отчетности, как ожидается, вырастет до 24% (19% – в 2008 году). Мы отмечаем, что положительный эффект заметен уже сейчас, в отчетности ОАО РЖД за третий квартал по РСБУ – на уровне EBITDA, по нашим оценкам, рентабельность выросла до 29%, против 23% и 20% в 1кв09 и 2кв09 соответственно. По итогам 9мес2009 РЖД вышла «в плюс» по чистой прибыли – что, правда, лишь отчасти может объясняться сокращением операционных издержек, учитывая, что заметный вклад в чистый результат внесли субсидии, отражаемые в «прочих доходах». Как ранее комментировали представители компании, на конец третьего квартала РЖД получила около 30 млрд руб. субсидий, из обещанных государством 50 млрд руб.

... и масштабов инвестиционной программы. В 2009 году РЖД существенно сократила объемы финансирования инвестиционной программы – с 409 млрд руб. в 2008 году (цифра по консолидированной отчетности, с учетом дочерних компаний) до 319 млрд руб. Ранее менеджмент давал оценку капитальных вложений на уровне 252 млрд руб. в 2009 году – однако эта цифра, по всей видимости, относится только к «материнской» компании. В 2010 году на консолидированном уровне компания ожидает объем капвложений около 328 млрд руб., в том числе 60 млрд руб. – средства федерального бюджета в виде взноса в капитал ОАО РЖД на финансирование объектов в Сочи (в 2009 году – 40 млрд руб.).

Стоит отметить, что цифры инвестпрограммы в 2009 – 2010 году существенно меньше того уровня, который компания, по словам главы РЖД Владимира Якунина, хотела бы поддерживать, чтобы следовать долгосрочной стратегии развития – 700 млрд руб ежегодно. В целом, тот факт, что монополия не стремится реализовывать инвестпрограмму в полном объеме «в ущерб» финансовой стабильности, добавляет плюсов в нашу оценку кредитного профиля РЖД.

Поддержка со стороны государства. На наш взгляд, готовность государства оказывать финансовую поддержку РЖД остается важной составляющей общей картины кредитного профиля компании. Контроль над темпами роста тарифа на грузовые перевозки де-факто – один из инструментов экономической политики государства: побочный эффект низких темпов роста – убыток РЖД. В то же время государство компенсирует монополии выпадающие доходы от более низких, чем планировалось, темпов роста тарифов на грузовые перевозки в виде субсидий – в этом году на эти цели выделяется 50 млрд руб. В следующем году, по оценкам компании, объем финансовой помощи со стороны государства будет еще больше – 50 млрд руб субсидии на компенсацию выпадающих доходов по грузовым перевозкам и еще 31,3 млрд руб – компенсация убытков по пассажирским перевозкам.

Помимо субсидий, государство финансирует РЖД через вливания капитала, главным образом, на реализацию инвестиционной программы по строительству инфраструктуры в рамках подготовки к олимпиаде в Сочи – в 2009 году в капитал планировалось выделить более 50 млрд руб. (в т.ч. 40 млрд руб. на инвестпрограмму). В 2010 году РЖД ожидает финансирования через вклад государства в капитал порядка 64 млрд руб., в т.ч. 60 млрд руб. – на инвестиции.

Кредитный портфель: ставка на оптимизацию структуры долга. По состоянию на конец 2009 года объем кредитного портфеля ОАО «РЖД» без учета «дочек», по оценкам компании, может составить 320 – 330 млрд руб. – при этом в бюджете заложен более высокий объем долга 357 млрд руб. В 2010 г. РЖД планирует сохранить финансовую задолженность на близком уровне – 360 млрд руб: по комментариям менеджмента на встрече, новые займы (в том



числе зарегистрированные рублевые облигации на 200 млрд рублей) будут использоваться преимущественно целей для рефинансирования. Насколько мы понимаем, компания стремится оптимизировать структуру портфеля по срокам и валютам – доля заимствований в рублях на конец 2009 года должна составить около 80% (существенная часть – рублевые облигации), к концу 2010 г. в рублях будет номинировано 86% портфеля. Объем короткого долга, по оценкам компании, должен сократиться с 20% по итогам 2009 года до 14% по итогам 2010 г. При этом, в качестве ЖД не исключает возможности выпуска евробондов в следующем году

В течение следующего года объем погашений составляет около 50 млрд руб. (из которых 30 млрд руб – оферты по двум выпускам рублевых бондов), еще порядка 10 млрд руб РЖД необходимо выплатить в 4кв2009 г. Учитывая существенные незадействованные кредитные ресурсы (по данным компании, около 200 млрд руб по состоянию на 1 ноября), а также существующий спрос на качественный кредитный риск на публичном рынке долга, ликвидность компании в среднесрочной перспективе не вызывает у нас опасений.

В материалах к встрече РЖД впервые раскрыла прогнозы по консолидированной отчетности, в том числе в части показателей долговой нагрузки. По ожиданиям компании, соотношение чистого долга и EBITDA на конец года почти не изменится к уровню 2008 г. и составит 2х, а к 2012 году коэффициент снизится до 1,3х на фоне снижения абсолютной величины долга с 617 млрд руб (2009 г.) до 521 млрд руб (2012 г.). Мы отмечаем, что оценка РЖД, по всей видимости, включает в сумму задолженности обязательства Транскредитбанка перед клиентами (текущие счета и депозиты), что, на наш взгляд, не совсем корректно – без учета средств клиентов, кредитные метрики должны выглядеть лучше. В то же время, даже если ковенанты по существующим кредитам РЖД рассчитываются с учетом банковских обязательств, у компании есть существенный запас прочности – менеджмент подтвердил ковенанты 3,5х Чистый Долг / EBITDA и 3,5х EBITDA / Чистые проценты (правда, не уточнив, приводит ли их нарушение к праву предъявления долга к досрочному погашению, или они лишь ограничивают дальнейшие заимствования).

Яков Яковлев
+7 495 988 2492



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
27.11.09	Оферта МежПромБанк-1	3 000
	Оферта Жилсоципотек-Финанс-3	1 500
30.11.09	Оферта Газпромбанк-5	20 000
01.12.09	Оферта Энергомаш-Финанс-1	700
	Погашение ФСК-5	5 000
	Погашение Дельта-Кредит-1	1 500
	Погашение Банк Солидарность-1	1 000
02.12.09	Оферта Аладушкин-Финанс-1	1 000
	Погашение РЖД-3	4 000
	Погашение Сахатранснефтегаз-1	1 120
03.12.09	Оферта Волгателеком-2	3 000
	Оферта Интегра Финанс-2	3 000
	Размещение АФК Система-3	19 000
04.12.09	Оферта Черкизово-1	2 000
07.12.09	Оферта КМБ Банк-2	3 400
08.12.09	Оферта Иркутскэнерго-1	5 000
	Оферта Татфондбанк-4	1 500
	Погашение ЛСР-Инвест-1	2 000
	Погашение Лэтуаль-1	1 500
	Погашение ОЗНА-Финанс-1	500
09.12.09	Оферта Сатурн-3	3 500
	Погашение ЮТК-4	5 000
	Погашение Ретеал-1	1 000

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

	Событие	Период
ноябрь	Газпром: финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2009 г.
конец ноября	РусГидро: финансовая отчетность по МСФО	1П2009 г.
конец ноября	НАМК: отчетность по US GAAP	3-й кв. 2009 г.
30.11.09	Х5: неаудированная финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2009 г.
19.11.09	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2009 г.
01.12.2009 - 04.12.2009	Лукойл: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2009 г.
01.12.2009 - 04.12.2009	Роснефть: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2009 г.

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 Нефть и газ, электроэнергетика Макроэкономика и банковский сектор****Андрей Богданов**
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
Артем Архипов
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru**Иван Хромушин**
+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru**Артем Архипов**
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Анна Богдюкевич**
+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**
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
Анна Курбатова
+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
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru**Аналитика долгового рынка****Артем Архипов**
+7 (495) 980 41 82
Artem.Arhipov@gazprombank.ru
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Редакторская группа****Татьяна Курносенко**
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
Юлия Мельникова
+7 (495) 983 18 37
Julia.Melnikova@gazprombank.ru**Департамент инструментов долгового рынка****Павел Исаев**
начальник департамента
+7 (495) 980 4134
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**
Директор
+7 (495) 429 96 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж
долговых инструментов****Андрей Миронов**
начальник управления
+7 (495) 428 2366
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов
фондового рынка****Продажи**
Константин Шашаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru
Трейдинг
Валерий Левит
директор
+7 (495) 988-24-11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru**Продажи****Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Евгений Терещенко**
+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru**Илья Ремизов**
+7 (495) 983 1880
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Мария Братчикова**
+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru**Сергей Яблонский**
+7 (495) 719 17 74
sy@gazprombank.ru
Трейдинг**Управление рынков фондового капитала****Андрей Чичерин**
+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru**Александр Семенников**
+7 (495) 988 2373
Alexander.Semennikov@gazprombank.ru**Управление биржевых интернет-операций****Андрей Блохин**
+7 (495) 983 17 28
Andrey.Blokhin@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.