



Ежедневный обзор долговых рынков от 26 мая 2010 г.

Содержание:

Долговые рынки	1
Комментарий по рынку еврооблигаций	2
Денежный рынок и макроэкономика	2
Комментарий по рынку рублевых облигаций	3
Кредитный комментарий	3
Приложение: календарь событий	6

СТРАТЕГИЯ РЫНКА ЕВРООБЛИГАЦИЙ

- ▶ Очередная волна паники на рынке еврооблигаций на фоне негатива из Азии и Европы
- ▶ В отсутствие нового негатива. Сегодня инвесторы немного успокоятся после вчерашней паники, часть из них может продолжить подбирать наиболее перепроданные выпуски

СТРАТЕГИЯ РЫНКА РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- ▶ Рублевые бонды не избежали продаж. Масштабная волна продаж, «прокатившаяся» практически по всему спектру финансовых рынков, не могла не сказаться и на настроениях инвесторов в рублевый долг

МАКРОЭКОНОМИКА

- ▶ Комментарий по денежному рынку

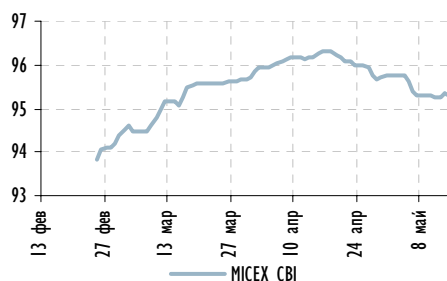
ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Дикси: результаты по МСФО за 2009 г. – нейтральны. Компания ведет переговоры о получении 8,5 млрд руб. – положительно для облигаций компании
- ▶ Газпром нефть: результаты по US GAAP за 1-й кв. 2010 г. Нейтрально для кредитного качества, не ожидаем влияния на котировки

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

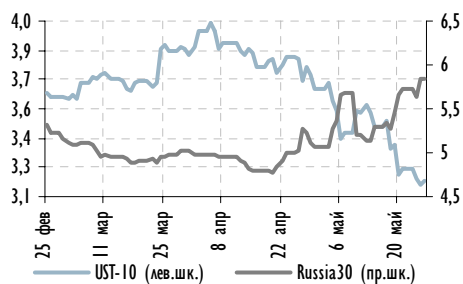
- ▶ Аукцион по размещению ОФЗ 25074

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



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*	1,231	0,0%	▲	-14,1% ▼
USD/RUR*	31,53	2,0%	▲	-4,7% ▼
Корзина валют/RUR*	34,80	-1,3%	▼	-3,7% ▼
Индикаторы денежного рынка				
Остатки на корп. сч., млрд руб.	513,5	0,0	■	-320,6 ▼
Остатки на корп. сч. (Москва), млрд руб.	360,9	-68,4	▼	-186,5 ▼
ЗВР ЦБР, млрд долл.	458,2	1,5	▲	20,5 ▲
1M-MOSPRIME	4,0	0,00	■	-2,36 ▼
3M-MOSPRIME	4,4	0,0	▲	-2,67 ▼
3M-LIBOR	0,54	0,03	▲	0,29 ▲
Индикаторы долгового рынка				
UST-2	0,76	0,03	▲	-0,38 ▼
UST-10	1,97	-0,04	▼	-0,68 ▼
Russia-30	5,93	0,21	▲	0,47 ▲
EMBI +	348	45	▲	13 ▲
EMBI + Russia	291	12	▲	32 ▲
Индикаторы товарного рынка				
Urals, долл./барр.	67,31	-1,74%	▼	107,7% ▲
Brent, долл./барр.	69,28	0,0%	▼	102,3% ▲
Индикаторы фондового рынка				
PTC	1 227	-6,49%	▼	-14,0% ▼
Dow Jones	10 044	-0,23%	▼	-3,7% ▼

*-данные на 8:00 мск

Источник: Reuters, расчеты Газпромбанка



КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Очередная волна паники на рынке еврооблигаций

Очередное обострение отношений между двумя Кореями и опасения инвесторов относительно устойчивости европейского банковского сектора в условиях сохраняющейся нервозности среди инвесторов породили на рынке очередную волну паники. Перечисленные проблемы не были новыми для рынка, тем не менее, они попали в подготовленную почву. В результате вчерашней паники на рынках котировки российских еврооблигаций потеряли до 4,4 п. п. (Gazprom 37 (YTM8,03%)), в течение дня котировки Russia 30 (YTM 5,84%) фиксировали падение до 2,5 фигур. По итогам дня падение составило 1,3 п. п. Спред Russia 30 к UST 7 (YTM 2,61%) расширился до 323 б. п. Желающих продавать по низким ценам было немного. Продажи носили выборочный характер: судя по всему, в отдельных выпусках инвесторы ликвидировали позиции. Более оптимистично настроенные игроки использовали ситуацию для покупок наиболее подешевевших выпусков в надежде на отскок рынка в ближайшее время. С учетом перепроданности выпусков данная тактика выглядит обеснованной. Однако рынки не застрахованы от появления очередных неприятных сюрпризов.

Ждем коррекцию

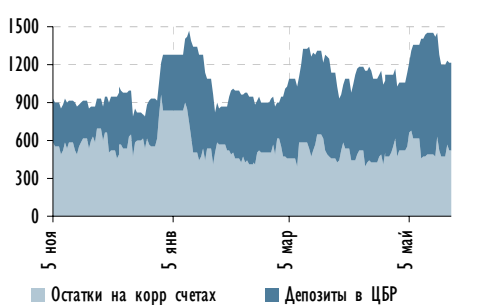
Сегодня в отсутствие новых негативных сигналов инвесторы, вероятно, немного успокоятся после вчерашней паники, и часть из них может продолжить подбирать наиболее перепроданные выпуски. Внешний новостной фон (корректировка цен на нефть, курса евро, положительная динамика азиатских индексов) располагает к тому, чтобы задуматься о покупках. В течение дня влияние на динамику торгов может оказать официальная статистика по запасам нефти в США (18:00 мск). Также сегодня начинается двухдневный визит министра финансов США Т. Гейтнера в Европу, в рамках которого будут обсуждаться пути выхода из долгового кризиса. Мы ожидаем, что визит будет сопровождаться положительными для участников рынка заявлениями.

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

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

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



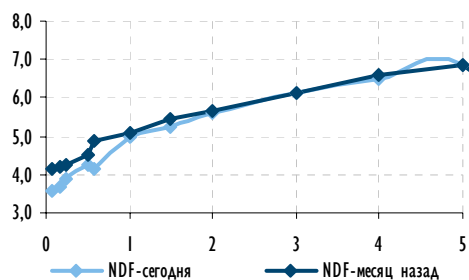
Источник: Bloomberg

Комментарий по денежному рынку

Ситуация на российском денежном рынке остается стабильной. Объем накопленной в банковской системе ликвидности находится на высоком уровне, хотя сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ вчера сократилась на 105 млрд руб. Отметим, что снижение показателей, по всей видимости, было обусловлено налоговыми выплатами по акцизам и НДС/ПИ, в связи с чем носит кратковременный характер.

Минфин в очередной раз не смог разместить временно свободные средства на депозитах в коммерческих банках по причине отсутствия спроса. Привлеченные же в рамках вчерашнего аукциона ЦБ 2,25 млрд руб. беззалоговых кредитов, по всей видимости, сегодня пойдут на погашение 2,4 млрд руб. ранее привлеченных средств через данный инструмент рефинансирования.

Уровень ставок на российском рынке МБК вчера практически не изменился: трехмесячная индикативная ставка MOSPRIME составила 4,38% (+1 б. п. к уровню вторника). В ближайшее время существенного изменения ставок денежного рынка мы не ожидаем.

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

Источник: Bloomberg

Стоимость бивалютной корзины во вторник поднялась на 40 коп. (до 34,76 руб.). Ослабление рубля наблюдалось как по отношению к доллару (почти на 2,0%), так и к евро (на 0,7%). Давление на рубль оказывает слабая динамика цен на нефть на мировых товарных рынках. Отметим, однако, что беспоставочные фьючерсы на рубль предполагают стабилизацию курса по отношению к доллару США на уровне 31,65 руб. в перспективе ближайшего месяца, в связи с чем потенциал дальнейшего ослабления рубля ограничен.

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

КОММЕНТАРИЙ ПО РЫНКУ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Рублевые бонды не избежали продаж

Масштабная волна продаж, «прокатившаяся» практически по всему спектру финансовых рынков, не могла не сказаться и на настроениях инвесторов в рублевый долг: в ликвидных бумагах вчера можно было наблюдать продажи, наиболее существенные – в выпусках длинной дюрации. В то же время мы отмечаем, что «масштабы бедствия» в рублевых бумагах, как и на прошлой неделе, были гораздо менее серьезными, чем в сегменте российских евробондов. Достаточно комфортная ситуация с рублевой ликвидностью по-прежнему оказывает поддержку спросу на рублевые бонды, хотя, безусловно, на фоне внешней волатильности покупатели предпочитают более осторожную тактику и не спешат «забирать бумагу» по существующим ценам продажи.

По итогам дня котировки по большинству голубых фишек снизились в пределах 1 п. п. к уровням предыдущего закрытия, Москва-48 потеряла в стоимости более 2 п. п. Во втором эшелоне довольно существенно подешевели Сибметинвест-1 (-1,85 п. п.), Мечел-4 (-65 б. п.), ММК-БО5 (-1,25 п. п.), Система-2 (-1 п. п.).

Сегодня внешний фон для рынка рублевого долга выглядит несколько более позитивно (евро и нефть отыграли часть вчерашнего падения, как и фондовые индексы в США), что позволяет рассчитывать на некоторый рост котировок и в рублевых облигациях.

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

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Газпром нефть
S&P/Moody's/Fitch

BBB- / Baa3 / -

Нефть и газ

Газпром нефть: результаты по US GAAP за 1 кв. 2010 г.

Новость: Газпром нефть опубликовала консолидированную финансовую отчетность по US GAAP за 1-й кв. 2010 г., в целом нейтральную с точки зрения кредитного качества.

Финансовые результаты Газпром нефти по US GAAP за 1-й кв. 2010 г., млн долл.

	1-й кв. 2010 г.	4-й кв. 2009 г.	1-й кв. 2009 г.	1-й кв. 2010 г./4-й кв. 2009 г.	1-й кв. 2010 г./1-й кв. 2009 г.
Выручка	7 296	7 570	4 242	-3,6%	72,0%
ЕБИТДА	1 356	1 434	890	-5,4%	52,4%
Рентабельность ЕБИТДА	18,6%	18,9%	21,0%	- 0,3 п.п.	-2,4 п.п.
Чистая прибыль	727	638	335	13,9%	117,0%
Капитальные вложения	-568	-824	-481	-31,1%	18,1%
Долг*	5 817	5 882	4 770	-1,1%	+22%
Чистый долг*	4 997	5 014	2 888	7,9%	87,3%
Чистый долг/ЕБИТДА	0,9	1,0	0,7	-	-

Источник: данные компании, расчеты ГПБ

* Финансовый долг – без учета займов от связанных сторон

**Комментарий:**

- ▶ Выручка сократилась на 3,6% в результате снижения объемов добычи нефти по сравнению с предыдущим кварталом на 3,1%, что стало следствием крайне холодной погоды в 1-м кв. 2010 года в основных регионах деятельности – Газпром нефти пришлось снизить темпы реализации ряда работ по стимулированию добычи.
- ▶ Небольшое снижение рентабельности в 1-м кв. 2010 г. было связано с опережающим ростом экспортных пошлин (+6,5%) по сравнению с ростом цен на нефть (+1,3%). В этих условиях EBITDA компании снизилась на 5,4% по сравнению с предыдущим кварталом.
- ▶ В 1-м кв. 2010 г. произошло значительное снижение капитальных затрат (-31,1%), что связано с очень холодной погодой в основных регионах деятельности компании, так и со снижением курса рубля (-1,4%) к доллару США.
- ▶ Долг Газпром нефти по состоянию на конец 1-го кв. 2010 г. практически не изменился по сравнению с уровнем на начало года. Кредитные метрики компании остаются на довольно комфортных уровнях – Чистый долг/EBITDA не превышает 1х.
- ▶ После отчетной даты финансовый долг вырос – Газпром нефть разместила 2 выпуска рублевых облигаций на 20 млрд руб. Средства от займов могли быть использованы на финансирование новых сделок: в мае компания приобрела еще 25,66% в Sibir Energy, выкупив оставшуюся 50%-ную долю в компании Bennfield (50% Газпром нефть приобрела в прошлом году). Сумма сделки официально не называется: как пишут сегодняшние Ведомости, она могла составить порядка 530 млн долл.
- ▶ Мы полагаем, что результаты в целом нейтральны с точки зрения кредитного качества компании и не повлияют на котировки торгуемых выпусков.

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

Иван Хромушин
Ivan.Khormushin@gazprombank.ru
+7 495 980 438

Потребительский сектор**Дикси: финансовые результаты по МСФО за 2009 г.**

Новость: Дикси выпустила финансовую отчетность за 2009 г. Операционные результаты Дикси за 2009 г. были опубликованы ранее. Выручка группы за 2009 г. выросла на 12% по сравнению с 2008 г., составив 54,3 млрд руб., что было главным образом обеспечено увеличением торговой площади на 8% г/г.

Валовая прибыль Дикси выросла на 16% г/г до 14,5 млрд руб. в 2009 г. Компании удалось увеличить валовую маржу в 2009 г. на 80 б. п. до 26,8% несмотря на начатую политику поддержания трафика в сети за счет уменьшения торговой наценки, подкрепленную активной рекламной компанией. Рентабельность EBITDA Дикси в 2009 г. сократилась до 5,4% по сравнению с 5,8% в 2008 г. в результате высоких коммунальных расходов (за счет опережающего роста торговых и складских площадей по сравнению с выручкой) и товарных потерь. По итогам 2009 г. Дикси получила чистый убыток в размере 112 млн руб. Это объясняется увеличением налоговой нагрузки из-за высокого уровня товарных потерь при транспортировке и хранении. Так, налог на прибыль за 2009 г. составил 421 млн руб. по сравнению с 219 млн руб. в 2008 г.т

Комментарий: В 2009 г. году компания показала ухудшение по важнейшим показателям рентабельности, что главным образом связано недостаточным уровнем контроля за издержками и «неудачами» в логистике розничной сети. В 2009 г. компании удалось незначительно снизить долговую нагрузку: показатель Чистый долг/EBITDA снизился до 2,5х, что является невысоким уровнем для российских ритейлеров. Тем не менее, в целом финансовые результаты Дикси за отчетный период являются нейтральными для ее облигационного выпуска (YTM 12%). Основным риском компании является риск рефинансирования: практически весь долг необходимо будет рефинансировать в течение года. В настоящее время компания ведет



переговоры о получении финансирования более чем на 8,5 млрд руб. Дикси получила предварительное одобрение лимита на 2,5 млрд руб. от ВТБ, а также ожидает решения кредитных комитетов банков, участвующих в синдикате на 200 млн долл. сроком на 4 года. Снижение рисков рефинансирования (подтверждение названных лимитов) может оказать положительное влияние на котировки рублевого выпуска облигаций.

Основные финансовые показатели Дикси

	2008	2009	Изм.
Выручка	48 325	54 262	12,3%
Валовая прибыль	12 542	14 544	16,0%
ЕБИТДА	2 811	2 907	3,4%
Операционная прибыль	1 515	1 304	-13,9%
Чистая прибыль	-324	-112	н/п
Чистый долг	7 614	7 276	-4,4%
Валовая рентабельность, %	26,0	26,8	-
Рентабельность ЕБИТДА, %	5,8	5,4	-
Чистый долг/ ЕБИТДА	2,7	2,4	-

Источник: данные Компании, оценки ГПБ

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

Рустам Шихахмедов
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru
+7 (495) 428 50 69



Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
26.05.2010	Размещение ОФЗ 25074	40 000
	Погашение Иркутская область 31004	1 200
27.05.2010	Оферта МРСК Урала 1	1 000
	Оферта Автоваз 4	5 000
	Оферта ГК САХО 1	2 000
28.05.2010	Уплата налога на прибыль	
	Оферта Жилсоципотека-Финанс 3	1 500
	Оферта Международный Промышленный Банк 1	3 000
	Оферта РЖД-11	15 000
29.05.2010	Оферта Итера Финанс 1	5 000

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

	Событие	Период
26.05.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	1-й кв. 2010 г.
26.05.2010	Вымпелком: финансовые результаты по US GAAP	1-й кв. 2010 г.
27.05.2010	Х5: финансовая отчетность по МСФО	1-й кв. 2010 г.
июнь	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	1-й кв. 2010 г.
июль	ММК: операционные результаты	2-й кв. 2010 г.
июль	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	1П10 г.
09.07.2010	Х5: операционные результаты	2-й кв. и 1П10
15.07.2010	Евраз: операционные результаты	2-й кв. 2010 г.
15.07.2010	НЛМК: операционные результаты	2-й кв. 2010 г.
26.08.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
26.08.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	2-й кв. и 1П10 г.
01.09.2010	НЛМК: финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
06.09.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	2-й кв. 2010 г.
октябрь	ММК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
11.10.2010	Х5: операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М2010
19.10.2010	НЛМК: операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
16.11.2010	Северсталь: финансовая отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г.
18.11.2010	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	Х5: аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М2010
ноябрь	ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М2010 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 рынке****Андрей Богданов**
Анна Богдюкевич+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@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**Транспорт и машиностроение****Алексей Астапов**+7 (495) 428 49 33
Aleksei.Astapov@gazprombank.ru**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
Igor.Eshkov@gazprombank.ru**Управление торговли и
продаж долговых
инструментов****Андрей Миронов**
начальник управления
+7 (495) 428 23 66
Andrei.Mironov@gazprombank.ru**Продажи****Илья Ремизов**
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru**Дмитрий Кузнецов**
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru**Елена Капица**
+7 (495) 988 23 73
Elena.Kapitsa@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**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**Долговой рынок****Алексей Дёмкин, CFA**
Яков Яковлев
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru**Макроэкономика****Анна Богдюкевич**+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru**Потребительский сектор****Рустам Шихахмедов**+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@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 рынков фондового капитала****Максим Шашенков**
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru**Управление торговли и продаж инструментов
фондового рынка****Продажи****Константин Шашаров**
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****Максим Малетин**
+7 (495) 428 49 64
Maxim.Maletin@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.