

# Ежедневный обзор долговых рынков от 13 сентября 2010 г.



## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия		Изменение, %		
			День	месяц	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>					
EUR/USD	1,268	▼	-0,2%	-0,6%	-11,5%
USD/RUR	30,85	▼	-0,1%	0,8%	2,7%
Корзина валют/RUR	34,65	▲	0,1%	0,7%	-3,6%
<b>Денежный рынок</b>					
Корсчета, млрд руб.	449,3	▼	-33,9	-20,8	-384,8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	685,6	▲	7,8	7,3	245,3
MOSPRIME о/п	2,7	▲	0,0	-0,1	-1,8
3М-MOSPRIME	3,8	■	0,0	0,0	-3,3
3М-LIBOR	0,29	▼	0,0	-0,1	0,0
<b>Долговой рынок</b>					
UST-2	0,57	▲	0,0	0,0	-0,6
UST-10	2,79	▲	0,0	0,1	-1,0
Russia 30	4,42	▲	0,0	-0,1	-1,0
Russia 5Y CDS	164	▼	-1,9	-0,5	-21,1
EMBI+	279	▼	-4	2,0	5
EMBI+ Russia	211	■	0	-15,0	23
Москва-48	7,89	▼	-0,03	0,1	н/д
Газпром-11	7,08	▼	-0,02	0,0	-2,0
Газпром-13	5,86	▼	-0,03	0,0	-3,0
<b>Товарный рынок</b>					
Urals, долл./барр.	77,76	▲	1,4%	6,6%	1,3%
Brent, долл./барр.	77,59	▲	1,3%	4,0%	0,5%
<b>Фондовый рынок</b>					
PTS	1 487	▼	-0,3%	2,9%	2,9%
Dow Jones	10 463	▲	0,5%	1,5%	0,3%
Nikkei	9 357	▲	1,3%	1,1%	-11,3%

Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Российский рынок еврооблигаций** в пятницу продолжал противиться негативной динамике американских Treasuries. Инвесторы закрыли глаза на ночной рост доходности UST10 до 3,74%, однако когда ставка десятилетней ноты пошла еще дальше и превысила 3,80%, в российских бондах начались продажи. «Тридцатка» проседала до 118,25%, прошлись по бидам и в корпоративных бумагах, которые подешевели на 0,5–1,0 п. п. Похоже, что сегодня рынок опять будет находиться под воздействием сил противоположной направленности. В целом аппетит к риску остается высоким, однако динамика базовых активов пока не дает шансов на рост цен российских евробондов. Впрочем, и глубокая просадка рынка, на наш взгляд, пока не слишком вероятна
- ▶ **Рублевый сегмент долгового рынка** сохраняет пассивность. Изменения цен минимальны, торговая активность невысока. Фундаментальный расклад факторов: рубль, ликвидность и т. д. пока также не способствует переменам. Единственный любопытный факт – странное падение длинных ставок NDF на брокерских скринах, в частности – десятилетний NDF на доллар – рубль в пятницу упал почти на 3 п. п. примерно до 4,20%. Никаких поводов для столь резкого движения мы не видели, так что, вероятно, происходящее имеет какие-то технические причины. Или же остается предположить, что рынки ждут стремительного укрепления рубля, что, на наш взгляд, маловероятно

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ **Негативных событий на предстоящей неделе не ожидается**

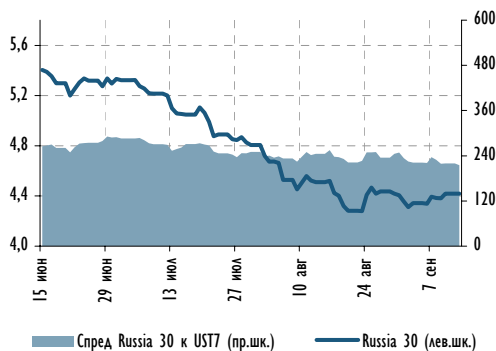
## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Банк Русский Стандарт (B+/Ba3/B+)** делает ряд интересных заявлений на телеконференции для инвесторов
- ▶ **Мосэнерго (BB-/B-)** отчиталось за 1-е полугодие по МСФО и представило позитивные прогнозы. Долговая нагрузка снижается

## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

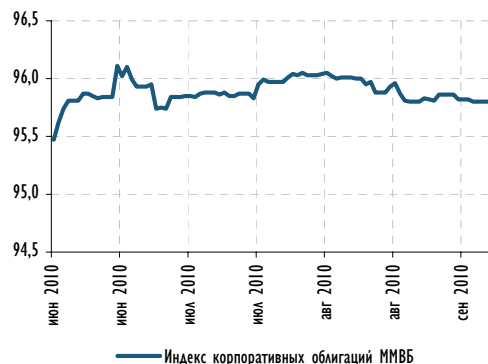
- ▶ **США:** публикация данных исполнения бюджета за август 2010 г.; выступление Гейтнера
- ▶ **Евразона:** промышленное производство за июль 2010 г.

Доходность Russia 30 и спред к UST 7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg



## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

**Нашелся повод для роста****Аппетит к риску остается довольно высоким**

Начало недели складывается довольно благоприятно по отношению к рисковому активам. Азиатские индексы сегодня растут, после того как китайское промышленное производство в августе продемонстрировало рост на 13,9% к соответствующему периоду прошлого года. Кроме того, неожиданный приятный сюрприз пригостила статистика по американским оптовым запасам (+1,3%) в июле. Это свидетельствует о том, что «коррекция уровня запасов» продолжает помогать экономическому росту в США.

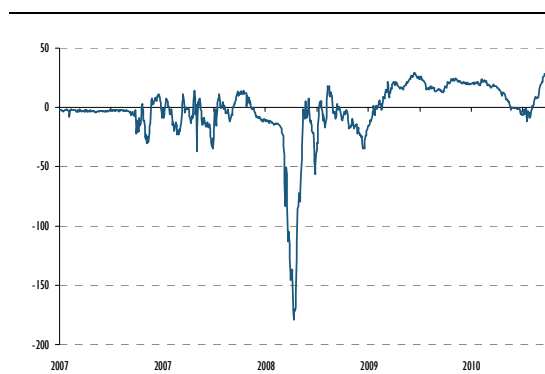
**Treasuries: противоречие между фундаментом и техникой**

Несмотря на то, что доходность длинных казначейских нот продолжает двигаться вверх на волне технических продаж после пробития ключевых уровней поддержки (или сопротивления, если смотреть с точки зрения доходности), фундаментальные основания для нового тренда кажутся нам довольно зыбкими, даже несмотря на неплохую последнюю статистику. Как показывают недавние данные по потребительскому кредиту, deleveraging американского потребителя продолжается, эффект от мер по бюджетному стимулированию и помощь со стороны динамики складских запасов скоро закончатся, и американской экономике станет труднее удерживаться на траектории роста. В этой связи возобновление количественного смягчения ФРС кажется весьма вероятным. Примерно о том же сегодня пишет Bloomberg, ссылаясь на довольно авторитетные финансовые учреждения. На наш взгляд, не слишком вероятно, что доходность UST-10 в ближайшее время существенно превысит 3,0%.

**Базель пришел к компромиссу**

Вчера Базельский комитет в Швейцарии достиг компромисса относительно изменения требований к уровню банковского капитала. Минимальное соотношение объема капитала, сформированного за счет обыкновенных акций по отношению к активам, взвешенным с учетом рисков, вырастает до 7%, включая 2,5% дополнительного контрциклического буфера, который необходимо будет формировать в «тучные годы». Сейчас минимальный уровень этого показателя составляет 2,0%. Всего на удовлетворение новых требований банкам будет дано 8 лет, что является компромиссом между 10 годами, которые требовала Германия, и 5, предлагавшимися США.

Некоторые банки приступили к привлечению нового капитала, не дожидаясь появления новых требований. Так, Bloomberg пишет, что Deutsche Bank привлекает на рынке акций 9,8 млрд евро. Тем не менее, доверие в европейской банковской системе все еще дефицитней, чем в США, что объясняется общим более низким уровнем капитализации и проблемами у суверенных правительств ряда небезызвестных европейских стран. Так, спред LIBOR–OIS по евро сейчас заметно шире, чем по долларам.

**Диаграмма: разница между спредами LIBOR–OIS по евро и по доллару (б. п.)**

Источник: Bloomberg  
Павел Пикулев

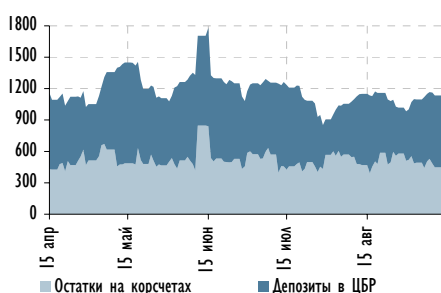
## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

**Иркут закрывает книгу заявок по размещению биржевых облигаций**

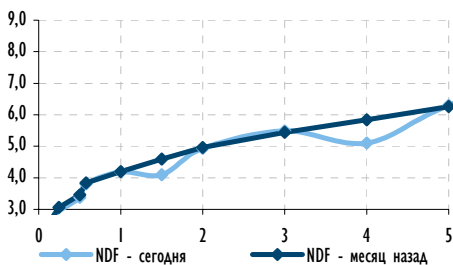
В пятницу информационные агентства сообщили о том, что НПК Иркут закрыла книгу заявок по размещению трехлетних биржевых облигаций на сумму 5 млрд руб. Ставка купона составила 9,25%, что соответствует эффективной доходности к погашению в районе УТМ 9,46%. На наш взгляд, эта ставка не слишком интересна с учетом довольно слабого самостоятельного кредитного качества компании. Что касается государственной поддержки, то опыт недавнего кризиса показал, что в ряде ситуаций ее может оказаться недостаточно для полной защиты интересов кредиторов.

Павел Пикулев

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

**Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР**

Источник: Bloomberg

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

Источник: Bloomberg

**Негативных событий на предстоящей неделе не ожидается**

Ситуация на российском денежном рынке остается благоприятной. Стоимость заимствования о/п на межбанковском рынке на прошлой неделе колебалась в диапазоне 2,43–2,58%, а к концу недели опустились до 2,3%, оказавшись ниже доходности размещения средств на депозиты ЦБ на сопоставимый срок (2,5%): таким образом, в условиях избытка ликвидности банки не требуют премии за риск контрагента. При этом трехмесячные ставки NDF после умеренного подъема в середине недели (до 3,25%) к пятнице вновь опустились до уровня 3,0%, что также указывает на низкие рублевые риски.

Среди событий, способных в течение следующей недели оказать влияние на объем ликвидности в банковской системе, отметим следующие:

▶ **Погашение ОБР**

В среду ЦБ предстоит погасить облигации номиналом 463,2 млрд руб. Хотя часть высвободившихся средств, вероятно, будет абсорбирована за счет новых аукционов по продаже ОБР на предстоящей неделе, значительный объем высвободившихся средств может оказать давление на ставки МБК за счет попыток кредитных организаций разместить средства в альтернативные инструменты денежного рынка. В то же время мы не ожидаем существенного воздействия на чистую ликвидную позицию банков (которая в настоящий момент превышает 2,0 трлн руб.), поскольку погашение ОБР по сути означает лишь изменение структуры ликвидных активов на балансах.

▶ **Возврат Минфину и ЦБ средств с депозитов**

15 сентября банкам предстоит вернуть Минфину 13 млрд руб. ранее размещенных на депозитах бюджетных средств. Новых аукционов по предоставлению аналогичного рефинансирования на предстоящую неделю не запланировано, однако отток 13 млрд не представляет угрозы для ликвидности банков.

На среду также приходится погашение задолженности в размере 1,4 млрд руб. по кредитам без обеспечения ЦБ. При этом сегодня и завтра Банк России предложит кредитным организациям рефинансировать часть задолженности: в рамках двух аукционов (на 3 месяца и 5 недель соответственно) банки могут привлечь суммарно до 1,8 млрд руб. Хотя заимствования на условиях ЦБ представляются запретительно дорогими (ставка 11,5% на 3 месяца и 11,25% на 5 недель), итоги последних аукционов свидетельствуют о том, что для ряда банков данный инструмент по-прежнему остается одним из источников фондирования. Тем не менее, мы не ожидаем высокого спроса на средства ЦБ.

▶ **Начало периода налоговых выплат**

15 сентября начинается сентябрьский период налоговых выплат. В частности, на этой неделе банкам предстоит осуществить выплату страховых взносов в фонды: по нашим оценкам, сумма выплат не должна превысить 180 млрд руб. Тем не менее, в условиях текущего избытка ликвидности повышение даже краткосрочных ставок, на наш взгляд, маловероятно.

Таким образом, мы полагаем, что на предстоящей неделе существенного изменения ситуации с ликвидностью не произойдет: ставки будут оставаться вблизи текущих уровней.

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



## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Мосэнерго  
S&P/Moody's/Fitch

BB-/-/

**Мосэнерго отчиталось за 1-е полугодие по МСФО и представило позитивные прогнозы. Долговая нагрузка снижается**

**Новость:** Генерирующая компания Мосэнерго в пятницу презентовала свои консолидированные финансовые результаты по МСФО за первое полугодие. Выручка компании составила 74,69 млрд руб. (+25% г/г), в т. ч. 36,57 млрд руб. от продажи электроэнергии и мощности (+20% г/г) и 36,21 млрд руб. от продажи тепла (+31% г/г).

Скорректированный на изменение инвестиционной собственности показатель EBITDA сократился на 11,23% (до 9,96 млрд руб.). Операционные расходы увеличились на 27% до 70,7 млрд руб. Топливные затраты составили 36,3 млрд руб., что на 44% выше, чем в 1-м полугодии 2009 г.

По итогам 2010 г. Мосэнерго ожидает выручку на уровне 136 млрд руб., EBITDA – 17,2 млрд руб., что выше прежнего прогноза на 7%. Пересмотр обусловлен более высокими темпами роста выработки электроэнергии в связи с аномальной жарой. Так, в июле рост г/г составил 10%, а в августе – 19%.

**Комментарий:** На наш взгляд, результаты Мосэнерго, последней из четверки подконтрольных Газпрому генкомпаний опубликовавшей отчетность по МСФО за 1-е полугодие, выглядят достаточно сильными. Кроме того, высокая динамика по выработке электроэнергии в июле – августе, а также сглаживание эффекта низкой базы по топливным расходам закладывают основу для сильной отчетности по итогам 3-го и 4-го кварталов.

Отметим, что во втором квартале 2010 г., который является планово убыточным для ТГК, Мосэнерго удалось сократить негативный финансовый результат: убыток составил 1,39 млрд руб. против 1,64 млрд руб. во втором квартале 2009 г.

По сравнению с ранее опубликованной отчетностью по РСБУ Мосэнерго показало чуть более высокую выручку и значительно большую чистую прибыль (4,24 млрд руб. против 3,43 млрд руб. по РСБУ). Однако показатели рентабельности несколько снизились, что можно объяснить низкой базой по затратам в прошлом году в связи с поквартальным повышением тарифов на газ. Скорректированная рентабельность по EBITDA Мосэнерго по итогам полугодия составила 13,3% против 18,8% годом ранее. При этом ранее отчитавшееся ТГК-1 показала более высокие результаты за первое полугодие.

По состоянию на середину 2010 г. долг Мосэнерго составил 18,5 млрд руб., что выше чем год назад (17,2 млрд руб.) и ниже, чем на конец прошлого года (18,8 млрд руб.). Долг компании представлен в основном необеспеченными облигационными выпусками на сумму 16,4 млрд руб. Благодаря значительному росту денежных средств более чем в три раза (до 10 млрд руб.), компании удалось заметно снизить долговую нагрузку: в частности, соотношение Чистый долг/EBITDA уменьшилось до 0,60х против значений в районе 1,0х год и полгода назад. Отметим также за пределами высокое соотношение показателя покрытия процентных платежей EBITDA/Проценты в районе 1х, которое объясняется капитализацией значительной части процентных платежей. Без учета капитализированных процентов этот показатель составил бы 10,9х.

Обратим внимание, что компания характеризуется высокой долей забалансовых и условных обязательств. На середину 2010 г. условные обязательства (в основном по инвестиционным контрактам) компании составили 13,0 млрд руб. против 18,8 млрд руб. на конец прошлого года, обязательства по операционной аренде составили 10,7 млрд руб. (10,4 млрд руб. на конец 2009 г.). Кроме того, компания выдает гарантии по кредитам сотрудников, которые составили 297 млн руб. С учетом вышеперечисленных обязательств соотношение Чистый долг/EBITDA оценивается в 2,4х.

В настоящее время мы полагаем, что выпуски компании справедливо оценены рынком, предлагая примерно одинаковую премию (80–90 б. п.) к кривой Газпрома с другими выпусками энергокомпаний, входящих в группу Газпром.



## Основные финансовые показатели ОАО «Мосэнерго»

	2008 г.	2009 г.	1П10	1П09	Изм., г/г
Выручка	94 819	112 636	74 691	59 689	25,1%
ЕБИТДА (скорр.)*	11 783	14 234	9 959	11 217	-11,2%
Рентабельность ЕБИТДА (скорр.), %	12,4%	12,6%	13,3%	18,8%	-5,5 п. п.
Операционный денежный поток	5 022	12 054	11 557	12 271	-5,8%
Капитальные вложения	27 720	13 994	3 319	8 439	-60,7%
Свободный денежный поток до финансирования	-11 884	1 861	8 350	5 536	50,8%
Всего активов	248 839	250 432	253 368	242 960	4,3%
Собственный капитал	185 870	185 708	189 421	187 674	0,9%
Совокупный долг, в том числе	22 699	18 765	18 453	17 162	7,5%
Доля краткосрочного долга, %	55,1%	11,1%	11,7%	17,2%	
Денежные средства и эквиваленты	3 315	2 267	10 617	3 283	223,4%
<b>Показатели</b>					
Долг/Собственный капитал, х	0,12	0,10	0,10	0,09	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	9,1	13,0	131,0	200,3	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,65	1,16	0,60	0,98	
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	-1,91	10,08	3,95	9,22	

\* показатель, скорректированный на изменение стоимости инвестиционной собственности

Источник: Reuters, данные Газпромбанка

Алексей Демкин, CFA  
Alexey.Demkin@gazprombank.ru  
+7 (495) 980 43 10Дмитрий Котляров  
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru  
+7 (495) 913 7826

Банк Русский Стандарт делает ряд интересных заявлений на телеконференции для инвесторов

**Новость:** В пятницу Банк Русский Стандарт (БРС) провел телеконференцию, посвященную финансовым итогам деятельности в 1П10 г. по МСФО, в ходе которой руководство организации предоставило больше информации относительно текущей ситуации в банке и его планов на будущее (наш комментарий по самой отчетности был представлен на прошлой неделе, в Ежедневном обзоре долговых рынков от 9 сентября):

- ▶ **объемы кредитования начинают демонстрировать признаки восстановления:** с июня растет портфель POS-кредитов банка, с августа – объем портфеля кредитных карт. Руководство БРС ожидает, что к концу 2010 г. совокупный кредитный портфель банка составит 100,0–105,0% от значения показателя на конец 2009 г. (напомним, за первые 6 месяцев года нетто кредитный портфель просел на 10,0% с 93,0 млрд руб. до 83,7 млрд руб.).
- ▶ **доля NPL в портфеле остается невысокой:** 3,1% от совокупного портфеля на 30 июня 2010 г. для кредитов с просрочкой платежей более чем на 90 дней (5,4% на конец 2009 г.).



Напомним, что, в соответствии с учетной политикой для целей МСФО, БРС списывает с баланса небольшие кредиты с основным долгом менее 50,0 тыс. руб. при обнаружении мошенничества/просрочки платежей свыше 120 дней, а также прочие кредиты при просрочке платежей свыше 360 дней. На отчетную дату покрытие NPL резервами находилось на хорошем уровне в 2,5х.

- ▶ **приобретение 14,5% акций материнской компании банка после отчетной даты за 6,5 млрд руб. является единовременной транзакцией:** банк не планирует повторять данные операции до конца 2010 года. К тому же, по заявлениям руководства БРС, данная сделка была в чем-то технической, поскольку не привела к реальному оттоку ликвидности из банка.
- ▶ **решение о том, исполнять ли колл-опцион по субординированным еврооблигациям RSB15 в декабре 2010 г., будет продиктовано исключительно вопросами экономической эффективности.** Пока банк не принял окончательного решения, однако ключевым в этом вопросе для него станет экономическая выгодность исполнения опциона против оставления бумаги в обращении на новый 5-летний период с учетом фактического уровня процентных ставок.
- ▶ **БРС по-прежнему видит перспективным участие в проекте создания Почтового банка,** однако при его реализации не будет забывать о риск-менеджменте (напомним, в настоящее время заявки потенциальных участников находятся на рассмотрении в ВЭБе). Так, в первую очередь через Почтовый банк могут быть реализованы наименее рискованные продукты, после чего БРС будет следить за формируемой клиентской базой и в случае успеха приступить к прямому кредитованию через данные точки.

**Комментарий:** Все заявления руководства подтверждают наше мнение об устойчивости финансового положения БРС в настоящее время. В то же время мы хотим отметить, что исходя из логики организации шансов на исполнение колл-опциона по выпуску RSB15 у держателей бумаг пока немного. Принимая во внимание текущую доходность UST5, купонная ставка по бумаге RSB15 на 5-летний период после даты опциона составила бы 7,5% годовых – явно ниже тех уровней, под которые БРС мог бы привлечь длинное долларовое фондирование для рефинансирования данного долга.

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 495 913 74 74 (доб. 2 14 17)



## Календарь долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
14.09.2010	Ломбардные аукционы ЦБР на 1 неделю, 3 месяца	
15.09.2010	Уплата страховых взносов в фонды	
	Возврат Минфину средств бюджета с депозитов	13 000
	Возврат фонду ЖКХ с депозитов банков	4 222
	Погашение <b>ОБР-13</b>	500 000
	Аукцион <b>ОФЗ 25075</b>	35 000
	Аукцион <b>ОФЗ 25074</b>	5 000
16.09.2010	Депозитные аукционы ЦБР на 4 недели, 3 месяца	
	Оферта <b>ТехноНИКОЛЬ-Финанс-2</b>	3 000
	Погашение <b>ИРКУТ-3</b>	3 250
	Погашение <b>Сибирьтелеком-6</b>	2 000
	Погашение <b>ХКФ Банк-3</b>	3 000

Источник: Reuters



## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
сентябрь	<b>НЛМК:</b> финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
15.09.2010	<b>АФК Система:</b> финансовая отчетность по US GAAP	2-й кв. 2010 г.
октябрь	<b>ММК:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	<b>Мечел:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
октябрь	<b>НорНикель:</b> финансовая отчетность по МСФО	1П10 г.
октябрь	<b>НорНикель:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
11.10.2010	<b>Х5:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
15.10.2010	<b>Евраз:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
19.10.2010	<b>НЛМК:</b> операционные результаты	3-й кв. 2010 г.
конец октября	<b>ТГК-1:</b> операционные результаты	9М10 г.
16.11.2010	<b>Северсталь:</b> финансовая отчетность по МСФО	9М2010 г.
18.11.2010	<b>МТС:</b> финансовые результаты по US GAAP	3-й кв. 2010 г.
29.11.2010	<b>Х5:</b> аудированная отчетность по МСФО	3-й кв. 2010 г. и 9М10 г.
середина ноября	<b>ТГК-1:</b> финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
ноябрь	<b>ОГК-5:</b> операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО	9М10 г.
ноябрь	<b>ОГК-5:</b> финансовая отчетность по РСБУ	9М10 г.
конец ноября	<b>ТГК-1:</b> финансовая отчетность по МСФО	9М10 г.
01.12.2010	<b>НЛМК:</b> финансовая отчетность по US GAAP	3-й кв. 2010 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 Дёмкин, СГА**  
+7 (495) 980 43 10  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 988 24 92  
**Юрий Тулинов**  
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17  
**Павел Пикулев**

#### 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

#### Трейдинг

**Елена Капица**  
+7 (495) 988 23 73**Дмитрий Рябчук**  
+7 (495) 719 17 74

### 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 Шалшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11**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

#### Трейдинг

**Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988 24 11**Андрей Чичерин**  
директор  
+7 (495) 983 19 14

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**  
начальник управления  
+7 (495) 983 18 59

### Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (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 ПБ (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 ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (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.