

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	YTM/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	81.86	-0.04	-0.05	Evraz' 13	105.15	0.11	6.96	-4
Нефть (Brent)	84.63	-0.15	-0.18	Банк Москвы' 13	105.35	-0.30	5.28	2
Золото	1152.50	4.50	0.39	UST 10	97.89	0.06	3.88	-1
EUR/USD	1.3659	0.02	1.43	РОССИЯ 30	115.85	0.54	4.93	-9
USD/RUB	28.9412	-0.23	-0.79	Russia'30 vs UST10	104			-8
Fed Funds Fut. Prob авр.10 (1%)	2%	0.67%		UST 10 vs UST 2	282			0
USD LIBOR 3m	0.30	0.00	1.30	Libor 3m vs UST 3m	15			1
MOSPRIME 3m	4.38	-0.02	-0.45	EU 10 vs EU 2	220			2
MOSPRIME o/n	3.24	-0.12	-3.57	EMBI Global	251.94	-0.48		-1
MIBOR, %	1.92	-2.88	-60.00	DJI	10 997.4	0.64		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	1148.60	-28.74	-7.48	Russia CDS 10Y \$	148.81	-2.82		-4
Сальдо ликв.	119.1	76.10	176.98	Gazprom CDS 10Y \$	190.75	-3.18		-6

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

- Обзор первичного рынка недели
- Банк Санкт-Петербург: переподписка в 3.7 раза
- Газпром нефть: новый рекорд взят, потенциал исчерпан
- Первичный рынок поддержал обращающиеся бумаги

Глобальные рынки

- ЕС пытается успокоить рынки...
- ... а Fitch снижает рейтинг Греции сразу на 2 ступени
- О роуд-шоу новых российских еврообондов
- Покупатели вернулись

Корпоративные новости

- Интегра может привлечь кредит от Сбербанка
- Синтерра: бенефициарная неопределенность
- ЧТПЗ ожидает улучшения в 2010 г.
- Газпром не видит угроз для европейского рынка со стороны сланцевого газа
- Аптечная сеть 36.6: по итогам 9 мес. 2009 г. EBITDA снова в минусе

Новости коротко

Экономика РФ

- ЦБР не видит необходимости **снижения ставки рефинансирования** в ближайшие недели, **не исключает ее повышения** в течение года при ускорении инфляции. (Источник - глава Банка России Сергей Игнатьев). / Прайм-Тасс
- **Центральный Банк и Правительство** выработали решение относительно возможности погашения или снижения ставок по выданным банкам **субординированным кредитам**, – заявил в пятницу глава Банка России Сергей Игнатьев. По его словам, об этом решении будет объявлено в ближайшее время. Новость позитивна для Сбербанка и ВТБ.
- Центральный банк РФ считает, что банковская система страны прошла **пик роста просроченной задолженности**, – сказал глава ЦБР Сергей Игнатьев. По данным ЦБР, доля просрочки по корпоративным кредитам за февраль выросла до 6.18 % от совокупного портфеля российских банков, по розничным кредитам – до 7.31 %.

Корпоративные новости

- **Пробизнесбанк** готовит в мае IPO в пользу нескольких инвестиционных банков по закрытой подписке, пишут сегодня Ведомости. С точки зрения соблюдения принципов достаточности капитала, а также притока ликвидности в банк новость имеет явную позитивную кредитную окраску. Однако воспользоваться ей едва ли получится: мы не видели, чтобы еврообонды ProbusinessBank' 10 с погашением в августе 2010 г. хоть как-то торговались.

Distressed debt

- Группа «Разгуляй» перенесла дату начала размещения дисконтных биржевых облигаций серии БО-09 с 12 апреля на неопределенный срок. / Cbonds

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **Московский Кредитный банк** снизил верхний ориентир по маркетируемому выпуску облигаций 8-й серии объемом 3 млрд руб. Индикативная ставка купона теперь составляет 10.25-10.5%, что соответствует доходности 10.51-10.77%. Ранее ориентир верхней границы по купону находился на уровне 10.75%. / Cbonds
- **Россельхозбанк** вернется на вторичный рынок во втором полугодии 2010 г. РСХБ в этом году уже разместил облигации на 30 млрд руб. при спросе 70 млрд руб. Во второй половине года банк планирует разместить облигации на сумму не менее 30 млрд руб. / Reuters
- **МТС** в пятницу сообщил, что ставка купона по облигациям **МТС-01** после оферты составит 7.0% до погашения в 2013 г. МТС может досрочно выкупить часть выпуска. / Ведомости
- **Банк НФК** установил ставку 5-6 купонов по облигациям 3-й серии 03 в размере 11.5%. / Cbonds

Кредиты / Займы

- **Банк ВТБ** предоставит **Системе-Галс** кредитные ресурсы на сумму \$80 млн со ставкой 9.5%. / Cbonds
- **Сбербанк** откроет **Спортмастеру** трехлетнюю кредитную линию на 2.2 млрд руб. / Reuters
- В октябре 2009 г. предприятиям **Металлоинвеста** удалось занять у **ВТБ** 61.5 млрд руб. по ставке рефинансирования ЦБ + 4%. / Ведомости

Рейтинги

- **Moody's** в пятницу присвоило **Дальсвязи** корпоративный рейтинг «Ва3», прогноз присвоенного рейтинга – «стабильный». / Moody's

Внутренний рынок**Обзор первичного рынка недели**

Прошлая неделя завершилась для первичного рынка на мажорной ноте. После весьма успешного закрытия Аэрофлотом в четверг книги заявок по размещаемым облигациям с купонами на уровне нижней границе ориентиров (7.75%), в пятницу еще два эмитента (Банк Санкт-Петербург и Газпром нефть) завершили сбор заявок по своим биржевым выпускам, установив купоны ниже ориентиров. Кроме того, МКБ сообщил о снижении верхнего ориентира по размещаемому выпуску на 25 б.п.

Сегодня состоятся расчеты по размещаемым биржевым выпускам Аэрофлота, завтра – по облигациям банка Санкт-Петербург и Газпром нефти. Всего на этой неделе рынок пополнится новыми выпусками на сумму 40 млрд руб.

Размещаемые выпуски по состоянию на 12.04.2010 г.

Выпуск	Открытие книги заявок	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Объем, млрд руб.	Ориентир по купону	Период до оферты/погашения	Индикативная доходность к оферте/погашению	Мод. дюрация, лет
Аэрофлот, БО-1	29.03.10	08.04.10	12.04.10	6.0	7.75%	3 года	7.9%	2.5
Аэрофлот, БО-2	01.04.10	08.04.10	12.04.10	6.0	7.75%	3 года	7.9%	2.5
Банк Санкт-Петербург, БО-1	26.03.10	09.04.10	13.04.10	5.0	8.1%	1.5 года	8.26%	1.3
Газпром нефть, БО-05	02.04.10	09.04.10	13.04.10	10.0	7.15%	3 года	7.28%	2.6
Газпром нефть, БО-06	02.04.10	09.04.10	13.04.10	10.0	7.15%	3 года	7.28%	2.6
МКБ, 8	26.03.10		14.04.10	3.0	10.25-10.5%	1.5 года	10.51-10.77%	1.3
Бинбанк, 2			27.04.10	1.0				
Итого				41.0				

Источник: данные организаторов, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Банк Санкт-Петербург: переподписка в 3.7 раза

Спрос на дебютные биржевые облигации Банк Санкт-Петербург в 3.7 раза превысил объем размещаемых бумаг, составив 18.6 млрд руб. при объеме предложения 5 млрд руб. Эмитент установил купон на уровне 8.1% при первоначальном ориентире 8.4-8.9%. Соответствующая доходность к оферте через 1.5 года составляет 8.26%.

Газпром нефть: новый рекорд взят, потенциал исчерпан

9 апреля также была закрыта книга заявок на приобретение трехлетних облигаций Газпром нефти серий БО-5 и БО-6 объемами по 10 млрд руб. По данным организаторов, совокупный спрос на выпуски составил 29.3 млрд руб. В ходе маркетинга было подано 67 заявок от инвесторов со ставкой купона от 6 до 7.5%. По итогам сбора заявок ставка купона установлена на самом низком уровне среди трехлетних корпоративных бумаг, размещенных в посткризисный период. Ставка купонов до погашения составила 7.15% при первоначальном ориентире 7.25-7.75%, что соответствует доходности 7.28% при дюрации выпуска 2.6 года.

Наиболее длинный из обращающихся выпусков - Газпром нефть 4 - торгуется с доходностью 7.01% на дюрации 1.9 года. Таким образом, за дополнительные 0.7 года дюрации эмитент заплатил всего 27 б.п. премии. Фактически, размещение Газпром нефть БО-5 и БО-6 (BBB-/Baa3/-) прошло на уровне сопоставимого с точки зрения кредитных рейтингов Лукойла (BBB-/Baa2/BBB-): Лукойл БО-6 и БО-7 на дюрации 2.2 года дают 7.2%, Лукойл БО4 с трехлетней дюрацией – 7.39%. Мы полагаем, что установленные купоны соответствуют текущим рыночным условиям, между тем существенного потенциала для роста котировок бумаг на вторичном рынке не видим.

Первичный рынок поддержал обращающиеся бумаги

Установленные купоны по новым биржевым бондам Газпром нефти (см. выше) выявляют недооценку наиболее длинных облигаций материнской компании Газпром нефти - Газпрома (BBB/Baa1/BBB), выпуски которого торгуются фактически на уровне маркетируемых облигаций Газпром нефти. В пятницу в выпуске Газпром А11 проходили уверенные покупки без существенного изменения котировок. Мы полагаем, что данный выпуск еще имеет потенциал для дальнейшего роста.

Успешное размещение Банка Санкт-Петербург также позитивно сказалось на котировках банковских облигаций. В пятницу этот сектор продемонстрировал рост в пределах 50 б.п. Давление наблюдалось в выпуске РСХБ 11, где на новостях о скором выходе эмитента на первичный рынок с объемом не менее 30 млрд руб., инвесторы предпочли зафиксировать прибыль.

В целом из-за большого объема маркетируемых выпусков на первичном рынке, активность на вторичном рынке облигаций в течение недели оставалась невысокой. В пятницу объем торгов на бирже и в РПС с корпоративными и муниципальными выпусками не превысил 18 млрд руб., котировки наиболее торгуемых выпусков завершили день близко к уровням четверга.

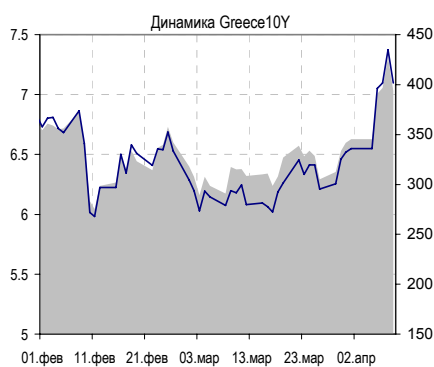
Биржевые торги отдельными бумагами*

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Close	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
ОФЗ 46017	211.20	4	80000.0	03.08.2016		100.08	100.58	0.50	6.74
АК БАРС-03	250.75	10	3000	25.10.2011	27.04.2010	100.65	100.55	-0.10	1.84
АК БАРС-04	296.71	30	5000	15.10.2013	20.04.2010	100.30	100.10	-0.20	9.54
Акрон 03	216.56	3	3500	20.11.2013	23.05.2012	107.90	107.89	-0.01	9.87
Атомэнпр01	654.41	7	30000	15.02.2014	15.02.2011	101.70	101.90	0.20	8.29
ВТБ - 5 об	126.83	47	15000	17.10.2013	22.04.2010	100.50	100.47	-0.03	1.78
ВТБ24 01	385.61	5	6000	05.10.2011		105.85	106.00	0.15	7.31
ВТБ24 04	352.84	13	8000	20.02.2014	26.08.2010	102.01	102.10	0.09	6.24
ГазпромА11	617.53	15	5000	24.06.2014	28.06.2011	123.70	123.74	0.04	-4.83
ГлобэксБО1	315.81	11	5000	16.02.2013	16.02.2011	101.32	101.77	0.45	7.19
ЕврХолдФ 1	240.30	7	10000	13.03.2020	22.03.2013	100.05	100.20	0.15	9.38
ИнвТоргБ-4	320.29	5	1500	08.10.2012	07.10.2010	102.50	100.50	-2.00	13.87
ИнтеграФ-2	372.46	20	3000	29.11.2011		104.80	105.75	0.95	13.13
МагнитФ 02	307.86	10	5000	23.03.2012		100.10	100.10	0.00	8.31
МГор48-об	269.66	6	30000	11.06.2022		95.90	96.25	0.35	7.55
ММК БО-5	893.01	12	8000	04.04.2013		-	100.10	0.00	7.76
НЛМК БО-6	601.80	25	10000	05.03.2013		100.40	100.45	0.05	7.71
ПромТр03об	71.58	75	5000	24.07.2013	27.07.2011	78.00	73.50	-4.50	52.93
РЖД-10обл	336.32	15	15000	06.03.2014		125.45	125.55	0.10	7.49
РЖД-23 обл	215.73	4	15000	16.01.2025	29.01.2015	105.50	105.46	-0.04	7.76
РосселхБ11	333.68	10	5000	30.01.2020	07.02.2013	103.85	103.55	-0.30	7.72
Сибметин01	351.40	14	10000	10.10.2019	16.10.2014	113.21	113.40	0.19	10.00
Сибметин02	390.46	7	10000	10.10.2019	16.10.2014	113.20	113.40	0.20	10.00
Система-01	235.47	7	6000	07.03.2013		104.57	104.65	0.08	8.08
Система-03	395.50	13	19000	24.11.2016	29.11.2012	109.51	110.75	1.24	8.06
Трансф 03	1848.88	7	65000	18.09.2019	29.09.2010	105.25	105.00	-0.25	1.44
Х-МСтройР2	358.45	15	2000	12.07.2011		99.85	99.90	0.05	-
ЮТэйрФБО-2	212.27	12	1500	26.03.2013		101.40	101.00	-0.40	12.65

Источник: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Екатерина Горбунова

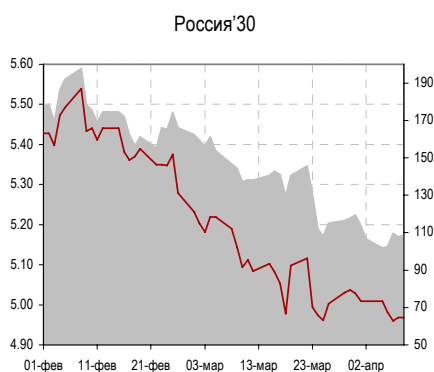
Глобальные рынки



Источник: Reuters



Источник: Reuters



Источник: Reuters

ЕС пытается успокоить рынки...

Вчера министры стран-участниц ЕС определили технические параметры финансовой помощи Греции в случае, если она будет не в состоянии заимствовать средства на рынке. Основным уточнением стала сумма обязательств, которые могут быть предоставлены проблемной экономике в виде двухсторонних кредитов, а также цена этих кредитов для Афин. Пакет помощи будет состоять из кредитов от ЕС на сумму в 30 млрд евро под 5% годовых и займа МВФ на сумму около 15 млрд евро. Кредиты будут предоставлены на срок в три года.

Для непосредственного предоставления денег Греция должна официально обратиться за кредитами, а лидеры еврозоны - одобрить такое решение. Воскресное объявление должно убедить рынки, что у ЕС есть конкретный план действий и снять, таким образом, неопределенность вокруг Греции.

Ставка в 5% ниже уровня, который требуют сейчас от Греции на рынке (сегодня 3-летние греческие бонды торгуются с доходностью 6.7%), однако выше, чем хотели бы получить Афины. Кредиты МВФ обычно предоставляются под 3% годовых, однако Фонд обычно требует выполнения целого ряда реформ.

Благодаря таким заявлениям доходность 10-летних еврооблигаций Греции снизилась по сравнению с абсолютным максимумом в 7.4%. Евро быстро отыгрывает у доллара потерянные за март позиции. Завтра Греция будет размещать 6-месячные и годовые векселя объемом 1.2 млрд евро, и итоги этого аукциона покажут, насколько рынки поверили ЕС.

... а Fitch снижает рейтинг Греции сразу на 2 ступени

Рейтинговое агентство Fitch понизило сегодня рейтинг Греции до «BBB-» с «BBB+» с «негативным» прогнозом. Эксперты агентства отмечают резкое повышение процентных ставок и ухудшение перспектив экономического роста, что серьезно усложняет задачу сокращения дефицита бюджета до 8.7% ВВП в текущем году.

О роуд-шоу новых российских евробондов

По сообщению организаторов роуд-шоу первого транша нового выпуска российских суверенных еврооблигаций начнется 13 апреля. Как мы и ожидали, Минфин собирается воспользоваться удачной внешней конъюнктурой для размещения, поэтому не только не сдвинул роуд-шоу на более дальний срок, но и решил провести его на 9 дней раньше первоначально запланированной даты.

Покупатели вернулись

На российский рынок корпоративных еврооблигаций вернулись покупатели: большинство бумаг торгуется в зеленой зоне. Индикативный бонд Россия'30 сегодня утром торгуется с доходностью 4.95 – 5%, его спред к UST'10 находится ниже отметки 110 б.п., что мы по-прежнему считаем очень комфортным значением.

Дмитрий Турмышев

Корпоративные новости**Интегра может привлечь кредит от Сбербанка**

По данным Интерфакс, Интегра договорилась со Сбербанком об открытии трехлетней кредитной линии на 2.5 млрд руб. по ставке 12.5% годовых.

Данное сообщение иллюстрирует одну из самых важных черт кредитного профиля нефтесервисной компании – доступность рынков заемного финансирования и невысокие риски рефинансирования текущего кредитного портфеля. Мы склоняемся к тому, что рублевые облигации Интегра-2 (13.3% к погашению в ноябре 2011 г.) несколько недооценены и поэтому в течение первого квартала 2010 г. мы активно рекомендовали их к покупке.

Так, по таким важным критериям, как высокая информационная прозрачность, регулярная отчетность по МСФО, отличные стандарты корпоративного управления, хорошие перспективы и прошлые успехи в деле рефинансирования долгов, подобающее отношение к кредиторам вообще и облигационерам в частности, сотрудничество с международными банками и ЕБРР – Интегра может быть одним из лучших примеров для подражания для множества компаний, находящихся на стыке 2-3 эшелонов и стремящихся на публичный долговой рынок. Нас не слишком сильно смущал невысокий портфель заказов (\$529 млн), пока не позволяющий говорить о восстановлении докризисных денежных потоков компании и являющихся крайне самым слабым звеном в кредитном профиле.

Тем не менее, в начале апреля 2010 г. мы сняли свою рекомендацию в отношении бондов компании по причине слабой динамики котировок на вторичном рынке. Мы подозреваем, что причиной плохой динамики в облигациях Интегра-2 может быть не низкая ликвидность облигаций, а опасения по поводу развития конфликта ОМЗ и Интегры за такой актив, как Уралмаш. Потеря последнего будет грозить Интегре серьезными финансовыми потерями.

Поэтому мы предпочли изменить свой подход в отношении привлекательности этих бондов и исключили Интегру из списка наших торговых рекомендаций.

Леонид Игнатьев

Синтерра: бенефициарная неопределенность

Как сообщают Ведомости, Промсвязькапитал получил одобрение ФАС на объединение двух своих ключевых телекоммуникационных активов – Синтерра и МТТ. В то же время, по сообщению пресс-службы Промсвязькапитала, на которое ссылается газета, данные действия не означают отказа от продажи Синтерры стороннему инвестору, например Мегафону.

Мы считаем, что данная новость говорит о мало прогнозируемой вероятности сделки про смене контроля над Синтеррой. С точки зрения кредитных рисков, Мегафон выглядел бы более предпочтительным бенефициаром для актива, так как имеет рейтинг инвесткатегории, обладает ничтожной долговой нагрузкой и, наконец, обеспечил бы явный синергетический эффект для Синтерры. В то же время нельзя отрицать, что, несмотря на меньшую стратегическую составляющую в отношении дочернего магистрального телекоммуникационного актива, Промсвязькапитал братьев Ананьевых – финансово сильный акционер.

Мы консервативно исходим из того, что до момента оферты (август 2010 г.) ситуация неопределенности вокруг Синтерры сохранится, поэтому купон на период до погашения должен этот факт учитывать. На наш взгляд, ставки в диапазоне 9.5-10.0% на 3-летний срок было бы достаточно. Заметим также, что бонды Синтерра за 3 месяца до оферты стоят довольно дорого (103.5% от номинала с УТР менее 6.50%).

Леонид Игнатьев

ЧТПЗ ожидает улучшения в 2010 г.

В 2010 г. капитальные затраты группы ЧТПЗ на завершение основных инвестпроектов составят 30 млрд руб., сообщил ее гендиректор Александр Федоров; речь о трубно-электросварочном цехе на ЧТПЗ и электросталеплавильном цехе на ПНТЗ. 2009 г. группа завершила с прибылью и ожидает улучшения финансовых показателей в 2010 г. Об этом сообщает Интерфакс.

Несмотря на значительную информационную закрытость ЧТПЗ для инвесторов по сравнению с прочими крупными металлургическими компаниями, мы считаем, что облигации ЧТПЗ БО-1 с доходностью 13.3% являются интересной торговой возможностью relative value. Мы опираемся на 3 основных аргумента: достаточно широкие возможности по рефинансированию долга для компании, 400 б.п. спреда над рублевыми выпусками Мечела и порядка 600-650 б.п. над бондами ММК и Северстали, а также высокие ожидания по резкому улучшению ценовой и товарной конъюнктуры в 1-м полугодии 2010 г.

Мы надеемся, что инвестиционному сообществу станет доступна отчетность по МСФО за 2009 г., которая позволит сделать более четкие кредитные выводы. Но в любом случае, 13.3% - очень высокая доходность, уже больше свойственная для бывших distressed debt, нежели для металлургов, перегруженных долгом.

Леонид Игнатьев

Газпром не видит угроз для европейского рынка со стороны сланцевого газа

По сообщению ряда информагентств, Газпром не ожидает, что добыча сланцевого газа окажет серьезное влияние на европейские рынки. Об этом заявил председатель правления концерна Алексей Миллер на пресс-конференции в Выборге. При этом, по его словам, в 2010 г. Газпром сыграет как минимум две трети падения доходов за 2009 год, и это «пессимистичная оценка» (ожидаемый уровень продаж концерна увеличится в 2010 году примерно на 8 % до 525 млрд куб. м).

Тема потери Газпромом своих завоеванных мировых газовых позиций и ослабления ключевых фундаменталей в последние месяцы активно обсуждается среди экспертов и освещается деловыми СМИ. Наше видение перспектив газового рынка и положения на нем крупнейшей российской корпорации представлено ниже.

Пока последние данные по динамике добычи (и, соответственно, экспорта) Газпрома подтверждают правоту менеджмента концерна: мы видим существенное восстановление производства, даже несмотря на сохраняющийся двукратный спред между спотовым и оптовым рынком. При этом мы пока более осторожно, нежели Газпром, оцениваем объем возможных продаж в этом году (порядка 520 млрд куб. м), хотя вполне допускаем, что уровень в 525 млрд куб. м при ряде условий будет достигнут.

Мы уже отмечали, что ситуация с добычей shale gas (сланцевый газ) далеко не так однозначна, как ее в последнее время преподносят некоторые эксперты: наиболее рентабельные американские проекты (Barnett, Haynesville и другие, т. е. те, которые окупаются при нынешних спотовых ценах) уже введены в разработку, при этом «точка безубыточности» для значительного количества новых аналогичных проектов находится на уровне \$ 6.0-8.0 за ММВТу (\$ 210-280 за 1 тыс. куб. м). Соответственно, экономически вновь вводимые проекты по производству сланцевого газа будут конкурировать не только друг с другом, но и с LNG-поставками, окупаемость которых происходит при более низких ценах (порядка \$ 5-6 за ММВТу).

В итоге мы полагаем, что дальнейшее перенаправление импортного LNG-газа из США в ЕС в полном объеме является маловероятным, и, следовательно, диспропорции между спросом и предложением на европейском рынке будут постепенно нивелироваться.

Мы полагаем, что в ближайшее время подтверждение слабого влияния низких спотовых газовых цен в ЕС на фундаментальную привлекательность Газпрома снимет для инвесторов риски утери облигационными инструментами газового гиганта своего статуса safe heaven во вселенной российских корпоративных долговых инструментов. Как и ранее, сейчас мы отдаем предпочтение выпускам еврооблигаций Gazprom' 20 и Gazprom' 19, которые торгуются с самыми широками ASW-спредами среди прочих выпусков эмитента и даже имеют премию к инструментам ТНК-ВР.

Корпоративные еврооблигации: Газпром

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 11CHF	CHF	500	23.04.11	105.8	3.16	260	0.9	0.00	-1
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	114.5	4.22	264	2.5	-0.01	0
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	103.1	5.64	235	5.3	0.02	0
GAZP' 13£	GBP	800	31.10.13	105.5	4.83	253	3.1	0.00	0
GAZP' 18€	EUR	1200	13.02.18	105.6	5.70	271	6.0	-0.03	0
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	119.2	6.41	301	5.3	0.22	-4
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	106.3	5.22	350	3.1	0.09	-1
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	99.4	6.58	245	8.1	0.82	-10
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	116.7	7.16	295	6.7	0.03	0
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	100.3	7.26	268	11.6	0.22	-2

Источники: Bloomberg

Денис Борисов к.э.н., Сергей Вахрамеев к.э.н., Леонид Игнатъев

Аптечная сеть 36.6: по итогам 9 мес. 2009 г. EBITDA снова в минусе

В пятницу Аптечная сеть 36.6 опубликовала финансовые результаты за 3-й квартал 2009 г. Основной интерес представляют результаты в рознице, так как Верофарм уже публиковал свою отчетность ранее.

Ключевые финансовые результаты Аптечной сети 36.6 по МСФО

Консолидировано, млн руб.	3 кв. 08	3 кв. 09	г-к-г %	9 мес 08	9 мес 09	г-к-г %
Выручка	6 173	4 579	-26	19 553	16 036	-18
Валовая прибыль	2 210	1 747	-21	6 573	6 194	-6
Валовая рентабельность	35.8%	38.2%		33.6%	38.6%	
EBITDA	79	150	91	310	974	214
Рентабельность EBITDA	1.3%	3.3%		1.6%	6.1%	
Чистая прибыль	77	-229		-117	-831	

Розница, млн руб.	3 кв 08	3 кв 09	г-к-г %	9 мес 08	9 мес 09	г-к-г %
Выручка	5 034	3 529	-30	15 766	12 366	-22
Валовая прибыль	1 565	1 140	-27	4 312	3 917	-9
Валовая рентабельность	31.1%	32.3%		27.4%	31.7%	
EBITDA	10	-63	-754	-496	20	-104
Рентабельность EBITDA	0.2%	-1.8%		-3.1%	0.2%	
Чистая прибыль	-72	-355		-761	-1 536	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Выручка розничного бизнеса Группы в 3-м квартале снизилась на 30 % до 3.5 млрд руб., что обусловлено закрытием нерентабельных аптек (сеть сократилась на 12 % г-к-г) и снижением сопоставимых продаж на 25 % в основном из-за сильного снижения трафика (в 1-м полугодии LFL-продажи снизились на 16 %).

Несмотря на рост цен на лекарства, из-за девальвации рубля менеджменту удалось значительно повысить валовую рентабельность в розничном сегменте до 32.3 %, что обусловлено увеличением доли private label в продажах до 8 %, увеличением доли прямых закупок и более эффективным ценообразованием. В 3-м квартале валовая рентабельность, однако, оказалась ниже, чем во 2-м квартале, что обусловлено смещением спроса в сторону более дешевых лекарств.

В 3-м квартале EBITDA в рознице снова стала отрицательной: снижение операционных расходов (на 22 % г-к-г и на 6 % кв-к-кв) не смогло компенсировать снижение выручки. Тем не менее, по итогам 9 месяцев EBITDA остается положительной.

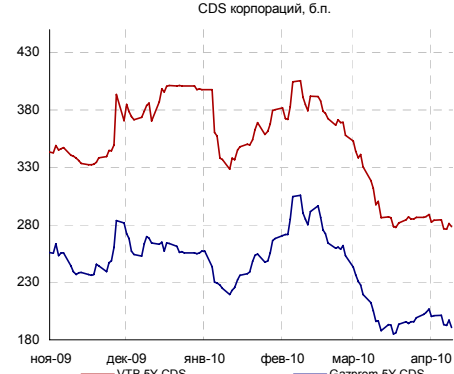
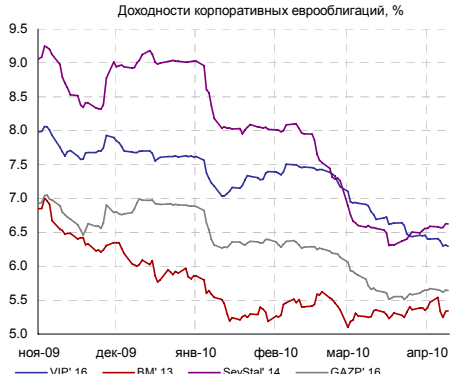
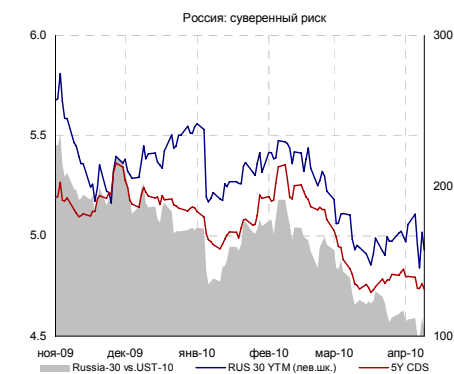
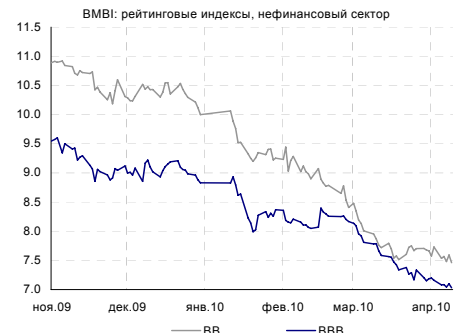
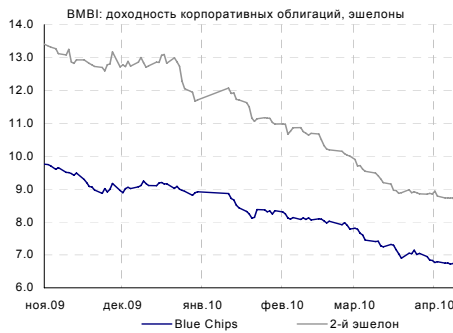
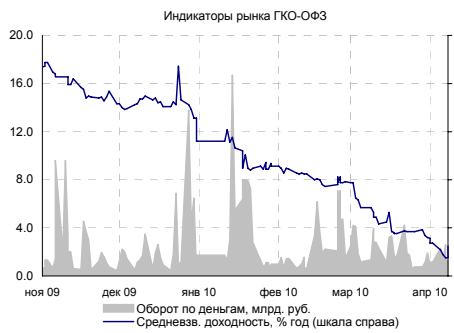
Долг Группы на конец сентября 2009 г. составил 5.1 млрд руб., из которого 4.9 млрд руб. приходится на розничный сегмент. В терминах Чистый долг/EBITDA долговая нагрузка зашкаливает за 4.0х. Без учета Верофарма ситуация выглядела бы просто критической.

Основной проблемой остается ситуация с трафиком, который сократился почти на треть год-к-году. В марте этого года Аптечная сеть 36.6 объявила о снижении цен в Москве в среднем на 20 % на основные группы товаров – лекарственные средства, парафармацевтику, private label. В дальнейшем планируется, что новая ценовая политика распространится на аптеки в других регионах страны. Ожидается, что снижение цен увеличит количество покупателей в сети.

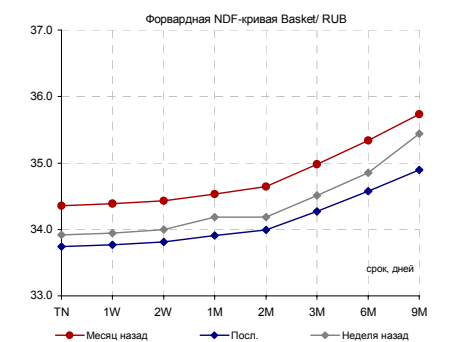
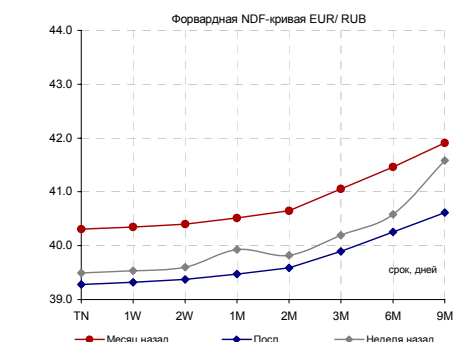
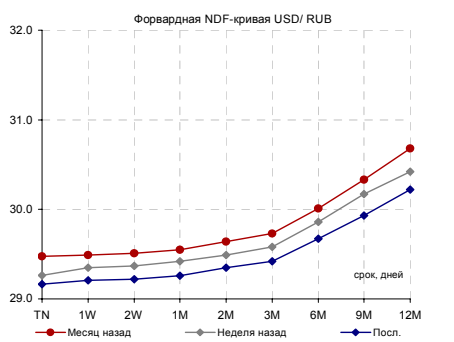
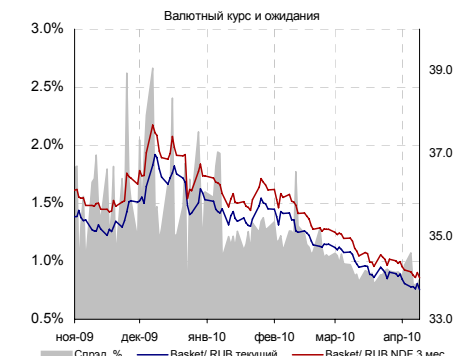
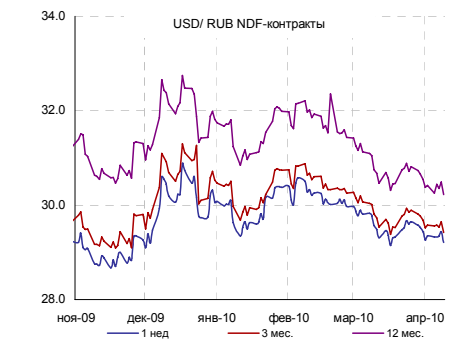
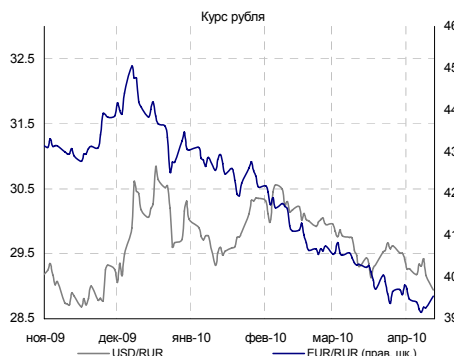
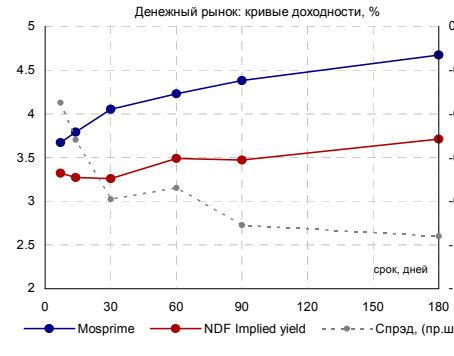
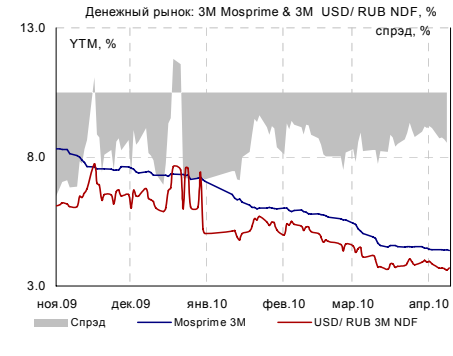
Финансовые результаты Аптечной сети 36.6 за 9 месяцев 2009 г. мы оцениваем как слабые. Мы сохраняем мнение по поводу высокой переоцененности реструктуризационных бондов компании: сейчас они стоят около 95% от номинала при дюрации 1.4 года.

Сабина Мухамеджанова, Леонид Игнатьев

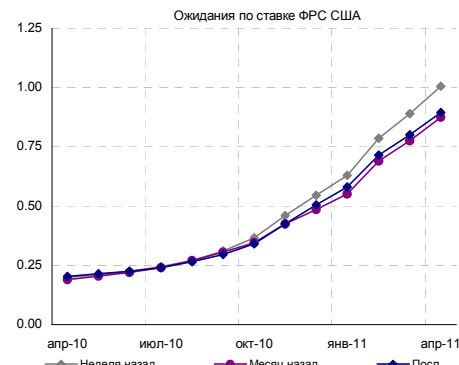
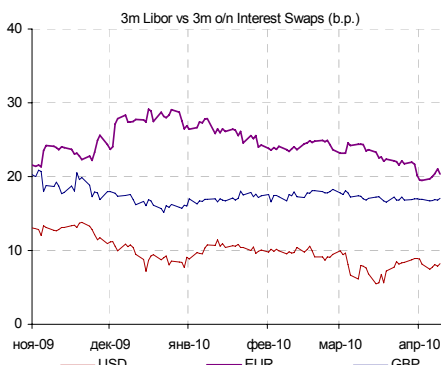
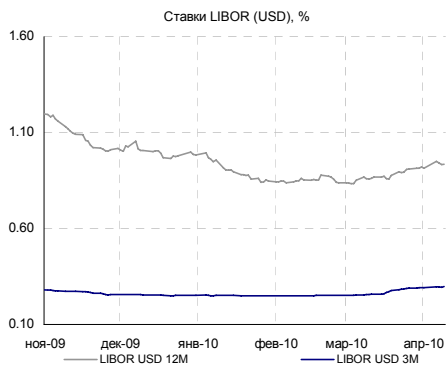
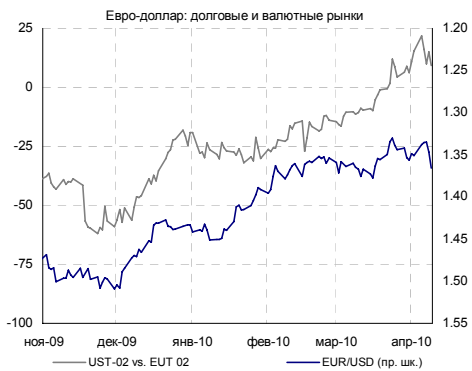
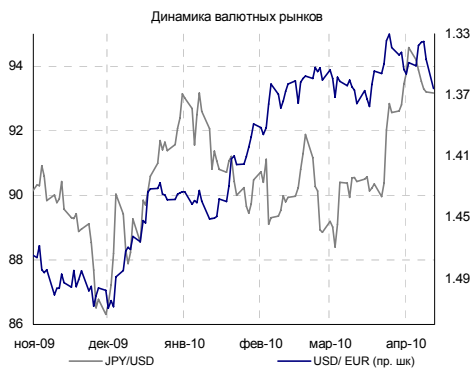
Российский долговой рынок



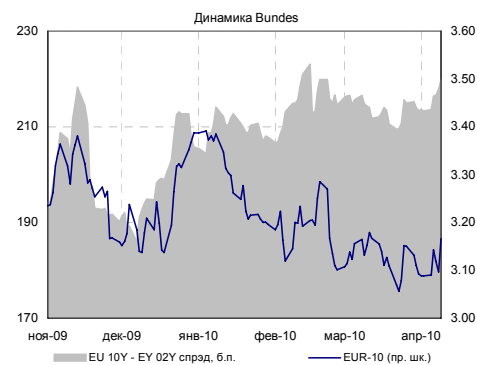
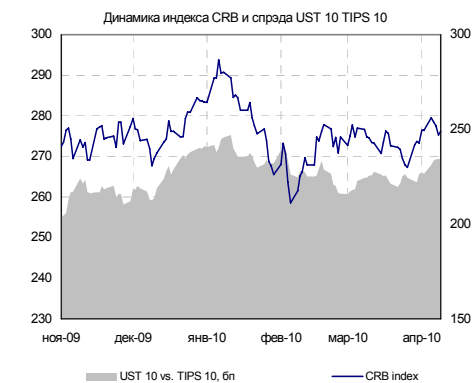
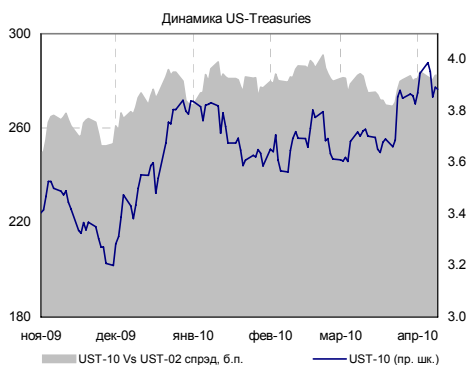
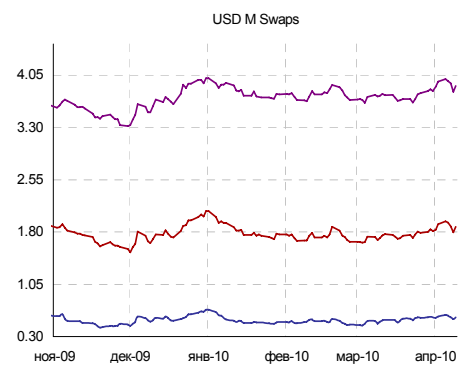
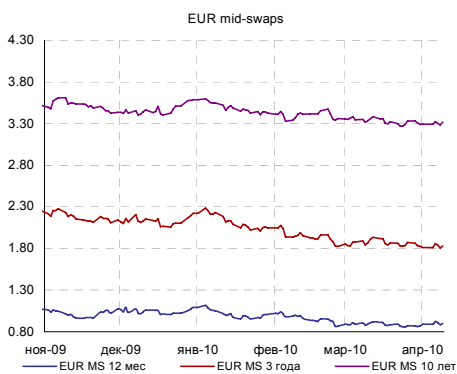
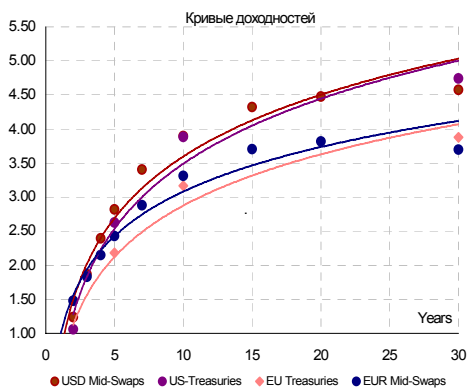
Денежно-валютный рынок



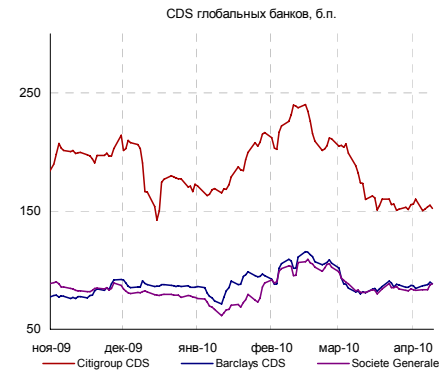
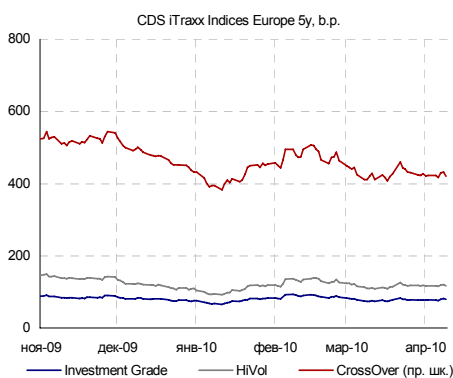
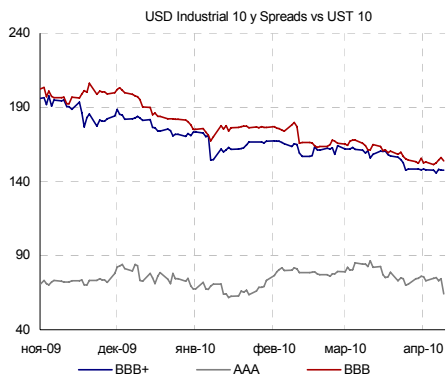
Глобальный валютный и денежный рынок



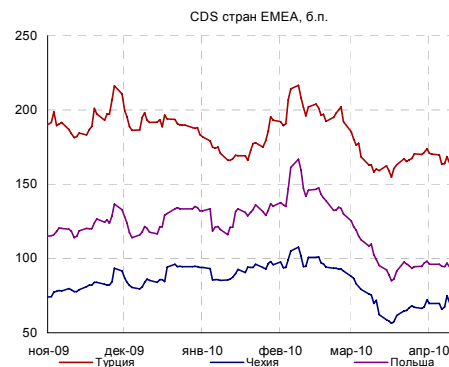
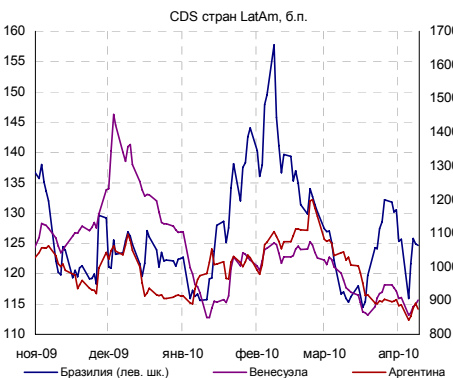
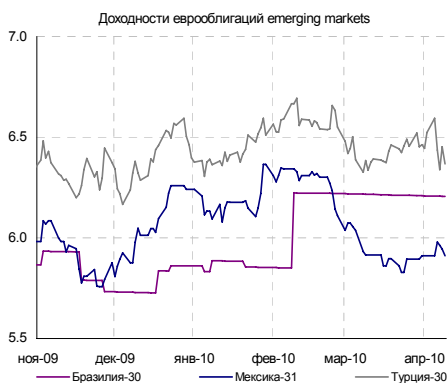
Глобальный долговой рынок



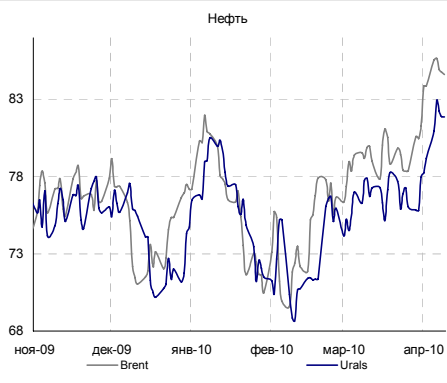
Глобальный кредитный риск



Emerging markets



Товарные рынки



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
06.04.2010	Зенит 4обл	3 000	Погаш.	-	3 000
06.04.2010	РМК-ФИН 01	3 000	Погаш.	-	3 000
07.04.2010	КВАРТ-ф 01	250	Оферта	100	250
07.04.2010	УрСИ сер08	2 000	Оферта	100	2 000
08.04.2010	ЕЭСК-02	1 000	Оферта	100	1 000
08.04.2010	Лаверна 01	1 000	Погаш.	-	1 000
09.04.2010	Фармпреп1	23	Оферта	100	23
12.04.2010	Амазонит-1	100	Погаш.	-	100
12.04.2010	АрктелИ 02	1 000	Оферта	100	1 000

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.