

Рынки и Эмитенты: факты и комментарии

3 декабря 2010 года

Новости эмитентов.....стр 2

- Дефолты и реструктуризации: ГК САХО.
- Первичное размещение: МДМ Банк.
- Рейтинги и прогнозы: обязательства Татфондбанка и Водоканал-Финанс.
- ВТБ: итоги за 9 месяцев 2010 года по МСФО.
- Башнефть ожидаемо получила месторождение Трибса и Титова.
- PepsiCo покупает ВБД.
- СИТРОНИКС: результаты 9 месяцев 2010 года по US GAAP.
- ЧТПЗ: первый опыт отчетности по МСФО за 6 месяцев 2010 года.
- Vimpelcom Ltd.

Денежный рынок.....стр 10

- ЕЦБ обещает поддержку евро, но не вдаваясь в нюансы.
- Ставки на МБК двинулись вниз, но пока без поддержки притока ликвидности.

Долговые рынки.....стр 11

- Внешние рынки: «ралли» на фондовых площадках продолжается. UST-10 балансирует около отметки 3%.
- Российские еврооблигации настроены на восстановление цен.
- Рублевые облигации: бумаги ВБД – лидер по оборотам и переоценке, в остальном же покупатели осторожны.

Панорама рублевого сегмента.....стр 13

Основные рыночные индикаторы

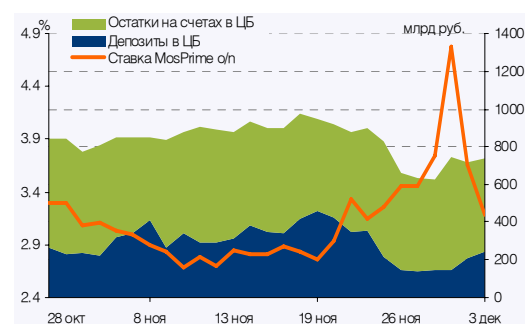
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	2.99%	2	-85
Russia-30	4.73%	-8	-65
ОФЗ 25068	7.00%	-2	-125
ОФЗ 25065	6.50%	0	-135
Газпромнефть4	6.17%	2	-277
РЖД-10	7.27%	-5	37
АИЖК-8	8.06%	0	-266
ВТБ - 5	7.48%	-13	7
РоссельхБ-8	7.16%	-14	-146
МосОбл-8	8.09%	2	-269
Мгорб2	7.42%	0	-175

ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	95.20%	-1	369
iTRAXX XOVER S14 5Y	476.00	-20	n/a
CDX XO 5Y	185.40	-5	-35

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD, %
Нефть Urals	88.72	1.8%	15.9%
Нефть WTI	88.00	1.4%	10.9%
Золото	1 385.18	-0.2%	26.3%
Никель LME 3 M	23 650.00	0.4%	27.7%

Источник: Bloomberg, ММВБ

Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

МАКРОНовости

- По данным Банка России, объем денежной базы в ее узком определении, или денежный агрегат М0, отражающий объем наличных денег в обращении, по состоянию на 29 ноября 2010 года составил 5324,3 млрд руб. против 5353,8 млрд руб. на 22 ноября («– 29,5 млрд руб.»).
- По данным Банка России, прошедшие вчера аукционы по размещению ОБР 15-ого и 16-ого выпусков объемом 5 млрд руб. каждый признаны несостоявшимися.

Дефолты и реструктуризации

- ООО «ГК САХО» 25 ноября не исполнило обязательство по приобретению облигаций серии 01 у их владельцев. По сообщению Компании, «обязательство по приобретению облигаций на общую сумму 1,168 млрд руб. не исполнено в связи временной нехваткой ликвидных активов. На сегодняшний день с держателями облигаций ведутся переговоры о согласовании сроков исполнения обязательств».

Купоны, оферы, размещения и погашения

- Совет директоров ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» принял решение о размещении 3 выпусков биржевых облигаций общим номинальным объемом 9 млрд руб. (3 млрд руб. каждый). Срок обращения займов – 3 года.
- **Казань** 1 декабря текущего года открыла книгу заявок на размещение выпуска облигаций объемом 2 млрд руб. Закрытие книги состоится 15 декабря 2010 года. Размещение бумаг на ФБ ММВБ запланировано на 20 декабря. Облигации будут размещаться сроком на 4 года с ежеквартальными купонными выплатами и амортизацией долга.

Первичное размещение: МДМ Банк.

МДМ Банк 13 декабря планирует открыть книгу заявок на биржевые облигации серии БО–02 общим объемом 5 млрд руб. Срок обращения займа составит 3 года. Сбор заявок на ценные бумаги продлится до 17 декабря 2010 года, техническое размещение облигаций запланировано на 21 декабря. Ориентир ставки купона составляет 8,75–9,25%, что соответствует доходности к погашению на уровне 8,94–9,46% годовых.

В целом, нам данное предложение кажется интересным, поскольку при достаточно высоких рейтингах для частных банков ТОП–30 МДМ–Банк (Ва2/В+/ВВ) предлагает премию в кривой доходностей данных кредитных организаций (Банк ЗЕНИТ, НОМОС–БАНК, Петрокоммерц, Промсвязьбанк) порядка 60–110 б.п. и порядка 35–85 б.п. к собственному займу серии 08 (УТР 8,6%, 857 дней). Несколько «подпортить» картину может качество кредитного портфеля Банка (NPL 17,5% на 1 июля 2010 года) и убыток по итогам 9 месяцев 2010 года в объеме достаточно ощутимых 5 млрд руб. (по РСБУ), который сформировался преимущественно в 1 квартале текущего года и который Банк не смог компенсировать в последующие кварталы, демонстрируя прибыльность деятельности в апреле–сентябре около нуля. Остается, пожалуй, действительно положиться на рейтинги международных агентств, которые обновляли свои оценки в июле (Moody's) и мае (Fitch) текущего года, поскольку у инвесторов нет столь близкого доступа к оценке качества активов МДМ–Банка. Кроме того, предложенная премия, на наш взгляд, окупает возможные риски, поэтому мы рекомендуем участвовать в займе на уровне 8,9–9,2% годовых, однако быть внимательными к дальнейшим изменениям качества кредитного портфеля Эмитента.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Moody's присвоило приоритетным необеспеченным долговым обязательствам **Татфондбанка** долгосрочный рейтинг в национальной валюте на уровне «B2» с «Негативным» прогнозом.
- Международное рейтинговое агентство Moody's Investors Service присвоило сегодня предстоящему выпуску облигаций **ООО «Водоканал–Финанс»** серии 01 на 2 млрд рублей рейтинг «Ваа3». Прогноз по рейтингу «Стабильный».

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

ВТБ: итоги за 9 месяцев 2010 года по МСФО.

Вчера ВТБ представил инвесторам консолидированную отчетность по МСФО за 9 месяцев 2010 года. В целом, 3 квартал не принес инвесторам сюрпризов, сохраняя основные тенденции первого полугодия, поэтому мы склонны оценивать озвученные итоги как нейтральные. Среди основных моментов в деятельности Банка в июле–сентябре мы отмечаем:

Показатели деятельности ВТБ в 2008-2010 гг.						
Балансовые показатели, млрд руб.	2008	3Q2009	2009	2Q2010	3Q2010	Изменение за 9 мес. 2010г.
ASSETS	3 697	3 584	3 611	3 628	3 753	3,9%
Cash and short-term funds	416	166	260	164	182	-30,0%
доля в активах	11,3%	4,6%	7,2%	4,5%	4,9%	-2,4%
Loans	2 556	2 513	2 310	2 553	2 528	9,5%
Loans (gross)	2 650	2 729	2 545	2 816	2 797	9,9%
доля в активах	69,1%	70,1%	64,0%	70,4%	67,4%	5,3%
NPL (>90дн.)	1,9%	7,8%	9,8%	9,5%	9,5%	-0,3%
уровень резервов	3,6%	9,2%	9,2%	9,2%	9,6%	0,4%
Financial assets	239	334	389	288	373	-4,2%
доля в активах	6,5%	9,3%	10,8%	7,9%	9,9%	-0,8%
Customer deposits	1 102	1 518	1 569	1 689	1 839	17,2%
доля в активах	29,8%	42,4%	43,4%	46,6%	49,0%	5,6%
Due to individuals	354	430	477	551	600	25,9%
доля в активах	9,6%	12,0%	13,2%	15,2%	16,0%	2,8%
Due to corporate customers	748	1 088	1 092	1 138	1 239	13,4%
доля в активах	20,2%	30,4%	30,3%	31,4%	33,0%	2,8%
Debt securities issued	560	532	486	529	541	11,5%
доля в активах	15,1%	14,8%	13,5%	14,6%	14,4%	1,0%
EQUITY	392	530	505	524	545	8,0%
доля в пассивах	10,6%	14,8%	14,0%	14,4%	14,5%	0,5%
Capital Adequacy Ratio	17,3%	19,5%	20,7%	19,3%	18,8%	-1,9%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2008	9M2009	2009	3Q2010	9M2010	Изменение за 9 мес. 2010г.
Net interest income	114	107	152	43	130	-14,9%
Fee and commission income	19	18	26	7	21	-18,4%
Provisions charge for loan impairment	63	126	155	13	40	-73,9%
Operating income	87	-6	12	42	118	895,0%
Operating expenses	-68	-53	-76	24	-68	-11,0%
Profit for the year	5	-46	-60	14	39	-165,1%
Качественные показатели деятельности	2008	9M2009	2009	3Q2010	9M2010	Изменение за 9 мес. 2010г.
RoAA	0,2%	отриц.	n/a	1,5%	1,4%	---
RoEA	1,2%	отриц.	n/a	10,2%	9,9%	---
NIM	4,8%	4,3%	4,6%	5,1%	5,2%	0,6%
Cost / Income	51,9%	43,1%	44,1%	43,6%	42,3%	-1,8%

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС–БАНКа

- Активы Банка выросли в 3 квартале 2010 года на 3,5% до 3,8 трлн руб. при сокращении кредитного портфеля (gross) за счет корпоративного направления на 0,7% до 2,8 трлн руб., при этом за 9 месяцев увеличение составило 3,9% и 9,9% соответственно. Уменьшение объемов кредитования в 3 квартале, на наш взгляд, явление временное, спровоцированное отдельными операциями, и по итогам 4 квартала мы увидим продолжение роста.
- Качество кредитного портфеля сохраняется стабильным: уровень NPL, как и по итогам 6 месяцев 2010 года, на 1 октября был равен 9,5%. При этом уровень резервирования подрос как в относительном, так и в денежном выражении, достигнув 9,6% портфеля (9,2% на 1 января и 1 июля 2010 года), наконец – то превысив уровень неработающих активов, который, на наш взгляд, остается достаточно высоким для универсального банка.
- Маржинальность бизнеса ВТБ, как и других банков по отрасли, испытывала давление в связи со снижением кредитных ставок на рынке, что Банк пытался компенсировать оптимизацией стоимости фондирования. Однако в 3 квартале это ему не очень удавалось – по сравнению со 2 кварталом NIM упала с 5,5% до 5,1%, тем не менее, в целом по 9 месяцам данный показатель продемонстрировал заметный рост относительно аналогичного периода прошлого года с 4,6% до 5,2%. На фоне уменьшения ставок по кредитам все заметнее становится вклад инвестиционного направления в прибыль, доход от операций с финансовыми инструментами за 3 квартал составил 4,4 млрд руб. и 7,6 млрд руб. за 9 месяцев текущего года при совокупном объеме чистой прибыли 14 млрд руб. и 39 млрд руб. соответственно.
- Банк в 3 квартале увеличил «подушку ликвидности»: объем денежных средств и их эквивалентов составил 182 млрд руб., а их доля в активах выросла до 4,9% против 4,5% на конец 1 полугодия. Также в качестве запаса ликвидности можно рассматривать финансовые активы, объем которых к началу октября заметно подрос – до 373 млрд руб. против 288 млрд руб. на 1 июля, а доля в валюте баланса достигла 9,9% против 7,9% соответственно. Увеличение размера последних вполне понятно на фоне возросших доходов от инвестиционно-банковской деятельности.
- Также отметим сокращение уровня достаточности капитала (по Базелю) с 19,3% на 1 июля до 18,8% на конец отчетного периода (20,7% на 1 января). Тем не менее, размер собственных средств остается достаточно высоким, чтобы данный факт не сильно «тревожил» инвесторов.

Как мы уже отметили выше, мы оцениваем озвученные итоги нейтрально, и они не должны повлиять на котировки бумаг ВТБ. Среди обращающихся облигаций предлагаем инвесторов обратить внимание на выпуски серий БО–2 (YTM 7,72%, дюрация 761 день) и БО–5 (YTM 7,46%, дюрация 761 день). При схожей дюрации первый предлагает инвесторам премию к остальным бумагам ВТБ и других госбанков около 50 б.п., однако отличается очень низкой ликвидностью, второй дает спрэд всего 20 б.п., но его несколько легче найти на рынке.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Башнефть ожидаемо получила месторождение Трибса и Титова.

Вчера комиссия Роснедр признала конкурс на месторождение Требса и Титова в Ненецком автономном округе несостоявшимся (на участок заявку подала только Башнефть), но рекомендовала правительству отдать Башнефти лицензию. /Ведомости/

Суммарные запасы месторождения составляют 140 млн тн, то есть порядка половины от запасов (с учетом вероятных и возможных) Башнефти на конец 2009 года – 286,5 млн тн. Первая добыча ожидается в 2013–2014 годах, сроки в том числе будут зависеть от того, удастся ли Башнефти договориться с ЛУКОЙЛом в части использования его инфраструктуры. Месторождение будет стоить Компании 18,476 млрд руб. Мы считаем, что расширение ресурсной базы для Башнефти является положительным моментом, особенно учитывая недостаток

собственной нефти для блока нефтепереработки. С помощью Трибса и Титова они смогут решить эту проблему, однако пик добычи, согласно вчерашнему интервью Генерального директора Башнефти Интерфаксу, ожидается, ориентировочно, только в 2017 году. Тогда Компания планирует добыть 7–10 млн тн в год. Напомним, что в прошлом году добыча Башнефти составила 12,3 млн тн, то есть прирост от нового актива будет весомым, но в долгосрочном периоде. Фактором, который нас смущает, является не столько сумма сделки, которая стоит отметить, для Башнефти с Net Debt/EBITDA 2,33x по итогам 1 полугодия 2010 года довольно болезненна, сколько будущий объем инвестиций. Так, ожидается, что без учета указанного платежа инвестиции в разработку составят 8,5–9 млрд долл. Также в интервью представитель Компании сообщил, что «то, что мы в принципе будем участвовать в тендерах, в аукционах и в конкурсах, сомнений не вызывает. Вопрос в том, на каких условиях новые месторождения будут выставляться. Мы не будем заниматься мелкими месторождениями в регионах, где у нас нет других активов». Таким образом, скорее всего, и M&A, и инвестиционная активность для Компании в ближайшее время будут на пике, и, соответственно, ждать снижения долговой нагрузки от Компании в среднесрочной перспективе вряд ли приходится. Последнее, по нашему мнению, не создает условий для апсайда бумаг Эмитента, которые, на наш взгляд, на сегодняшний день оценены вполне справедливо.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru.

ПОТРЕБСЕКТОР И АПК

PepsiCo покупает ВБД.

Вчера основным «нюзмэйкером» дня корпоративного блока новостей стала компания ВБД, которая достаточно неожиданно сообщила, что PepsiCo приобретает 66% ее акций за 3,8 млрд долл., для чего американской компании еще предстоит получить одобрение со стороны российских регулирующих госорганов. Поскольку ВБД является лидером рынка молочных продуктов и одним из ключевых игроков рынка соков, то ее приобретение сделает PepsiCo крупнейшей компанией по выпуску продуктов питания и напитков в России с годовой выручкой около 4,6 млрд долл. Кроме того, компания станет лидером в сегменте молочных продуктов и укрепит свои позиции на рынках Восточной Европы и Центральной Азии. PepsiCo ожидает среднегодовую синергию от сделки более 100 млн долл. к 2014 году.

Нет сомнений, что появление PepsiCo в качестве контролирующего акционера существенно укрепит и без того надежный кредитный профиль ВБД. Для этого достаточно посмотреть на следующие факты: PepsiCo входит в 50 крупнейших компаний мира по рыночной капитализации (The Wall Street Journal, 2009 год); ее выручка за 2009 год составила около 60 млрд долл.; кредитный рейтинг – «Aa2» от Moody's и «A+» от S&P; компания представлена в 200 странах мира и в ней работает около 285 тыс. человек. Для сравнения, выручка Газпрома в 2009 году составила более 98 млрд долл., а кредитный рейтинг находится на уровне – «Baa1» от Moody's и «BBB» от S&P и Fitch.

Вместе с тем, отметим, что в настоящее время не ясна позиция ФАС относительно продажи ВБД. Но учитывая опыт недавно завершившегося объединения активов Danone и Юнимилк, на которое было достаточно оперативно получено согласие ФАС, мы считаем, что особых сложностей возникнуть не должно, разве что в сегменте «соки», где PepsiCo занимала долю на рынке порядка 29% (по данным агентства Canadean за 3 квартал 2010 года).

В свою очередь, на конференц-звонке, посвященном сделке, менеджмент PepsiCo достаточно оптимистично отзывался о перспективах совместного развития всех активов компании в России, надеясь добиться синергетического эффекта в размере 100 млн долл. к 2014 году, что вполне реалистично, принимая во внимание операционные возможности PepsiCo и ее инфраструктуру. Напомним, у компании уже имеются в России активы (9 заводов), занимающиеся производством напитков и соков (ОАО «Лебедянский»), а также соленых закусок. Кроме того, PepsiCo располагает развитой платформой дистрибуции, включающей более 200 тыс. торговых холодильников. На развитие этих производств и инфраструктуры американская компания инвестировала порядка 3 млрд долл. Учитывая все это, мы считаем, что в случае реализации сделки PepsiCo в рамках

интеграции нового бизнеса в существующую структуру начнет оптимизировать и финансовые вопросы, в частности, касающиеся фондирования, учитывая широкие возможности PepsiCo привлекать заемные денежные средства на «западных» рынках по более низким процентным ставкам. Не исключено, что российским инвесторам будет предложена возможность досрочного погашения многочисленных выпусков облигаций ВБД. Подобная ситуация случилась с облигациями Лебедянского серии 01 объемом 1,5 млрд руб., который был досрочно погашен в марте 2009 года после покупки компании PepsiCo в 2008 году. Тогда Лебедянский предложил премию в размере 2,5 руб. на одну облигацию. Поскольку по обращающимся облигациям ВБД не предусмотрена возможность колл-опциона, то если ВБД примет решение досрочно выкупать эти бумаги «с рынка», Эмитенту, вероятно, также необходимо будет предложить некую премию, чтобы заинтересовать владельцев бумаг. Между тем, новость о покупке ВБД компанией PepsiCo стала отличным катализатором для «апсайда» по бумагам Эмитента, которые за вчерашний день на хороших оборотах снизились по доходности на 10–30 б.п. Сложившийся уровень доходности облигаций ВБД вплотную приблизился к бумагам компаний «первого эшелона» (например, ЛУКОЙЛ БО–6 и БО–7 (УТМ 7,18%/1,83 года) против ВБД БО–1,2,3 и 8 (УТР 7,10–7,34%/1,76 года), в том числе с госучастием Газпром нефть БО–5 и БО–6 (УТМ 7,28%/2,19 года) против ВБД БО–6 и БО–7 (УТМ 7,53–7,65%/2,3 года)), что, на наш взгляд, ограничивает возможность дальнейшего агрессивного роста котировок бумаг ВБД – не более 30 б.п.

Александр Полутов
polyutov_av@nomos.ru

ТЕЛЕКОМЫ И МЕДИА

- Чистая прибыль Vimpelcom Ltd. по US GAAP на основе проформы за 9 месяцев 2010 года по сравнению с аналогичным показателем 2009 года выросла на 22,7% и составила 1,26 млрд долл. За 9 месяцев 2009 года чистая прибыль Компании на основе проформы составила 1,03 млрд долл. Чистая операционная выручка на основе проформы составила 8,754 млрд долл. и увеличилась на 8,8% по сравнению с 9 месяцами 2009 года. Скорректированный показатель OIBDA на основе проформы достиг 3,892 млрд долл., увеличившись на 2,7% по сравнению с 9 месяцами 2009 года, маржа OIBDA составила 48,2% против 51,1% за 9 месяцев 2009 года. /www.vimpelcom.com/

В ближайшее время мы планируем выпустить детальный комментарий к отчетности Оператора, в том числе в сопоставлении с МТС и МегаФоном.

СИТРОНИКС: результаты 9 месяцев 2010 года по US GAAP.

Вчера СИТРОНИКС озвучил финансовые результаты по итогам 3 квартала и за 9 месяцев 2010 года по US GAAP, которые мы оцениваем как нейтральные.

Среди ключевых моментов итогов деятельности СИТРОНИКСа за 9 месяцев 2010 года в сравнении с аналогичным периодом 2009 года мы выделяем:

- увеличение размера выручки Компании в январе–сентябре этого года на 9,1% до 682,5 млн долл., которое главным образом было обеспечено двумя сегментами бизнеса: IT–направлением (+41,3% до 142,1 млн долл. к 9 месяцам 2009 года) и Микроэлектроникой (+25,2% до 179,4 млн долл.) за счет роста внутренних и международных продаж в рамках уже заключенных контрактов, а также привлечения новых. Кроме того, укрепление ряда операционных валют относительно доллара США также оказало положительное влияние на выручку СИТРОНИКСа. В дальнейшем поддержка доходам Компании будет обеспечена портфелем заключенных контрактов, который пополнился за 3 квартал еще на 200,4 млн долл. и с начала этого года – на более чем 558 млн долл. Новыми именами контрактного портфеля в июле–сентябре стали: «ВымпелКом», который примкнул к двум другим операторам «большой тройки», а также другие операторы связи, такие как

3 декабря 2010 года

7

Sistema Shyam TeleServices Ltd, ЗАО «Корнет-АМ» («дочка» ОАО «КОМСТАР-ОТС» в Армении), Warid Telecom Uganda, Pakistan Telecommunication Company Limited; среди банков – ХКФ-Банк, «Связной Банк» и ВТБ24.

Финансовые результаты ОАО «СИТРОНИКС» по US GAAP 2009-2010 гг.					
млн долл.	2009	9 мес.2010	9 мес.2009	9 мес.2010/ 9 мес.2009	9 мес.2010/ 2009
Основные финансовые показатели					
Выручка	1024,2	682,5	625,4	9,1%	-
OIBDA	101,1	50,8	25,7	97,7%	-
Чистая прибыль (убыток) от продолжающейся деятельности	-100,8	-76,4	-57,1	-	-
Чистая прибыль (убыток) относящийся к СИТРОНИКСУ	-119,1	-64,8	-81,7	-	-
% расходы	-62,9	-61,8	-44,7	38,4%	-
Активы	1926,8	1810,3	1736,9	4,2%	-6,0%
Денежные средства и их эквиваленты	161,9	115,2	42,0	174,3%	-28,8%
Финансовый долг	745,9	745,1	753,8	-1,2%	-0,1%
краткосрочный	329,6	424,7	n/a	-	28,9%
долгосрочный	416,3	320,4	n/a	-	-23,0%
Чистый долг	584,0	629,9	711,8	-11,5%	7,9%
Показатели эффективности и покрытия долга					
Рентабельность OIBDA	9,9%	7,4%	4,1%	3,3 п.п.	-
Фин. долг/OIBDA	7,38	5,90	-	-	-
Чистый долг/OIBDA	5,78	4,99	-	-	-
OIBDA/%	1,61	0,82	0,58	-	-
Фин. долг/Активы	0,39	0,41	0,43	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

- значительный рост показателя OIBDA на 97,7% до 50,8 млн долл., который привел к увеличению OIBDA margin на 3,3 п.п. до 7,4%. Столь заметное изменение показателя было связано с возросшей на 76,1% до 70,6 млн долл. амортизацией, в частности всего оборудования по производству микросхем размерностью 180 нанометров (будет замещено новым производством по технологии 90 нанометров), а также нематериальных активов «СИТРОНИКС Информационные Технологии», признанных после покупки оставшихся 49% этой компании, и вновь приобретенного и разработанного программного обеспечения в сегменте «Телекоммуникационные Решения». В то же время Компания по-прежнему уделяет внимание контролю за SG&A-расходами, которые в отчетном периоде уменьшились на 10,9% до 113,3 млн долл., что также имеет положительный эффект на рентабельность бизнеса.
- сохранившуюся тенденцию к сокращению размера чистого убытка СИТРОНИКСа: 64,8 млн долл. в январе-сентябре 2010 года против 81,7 млн долл. годом ранее. Напомним, что на формирование отрицательного значения конечного финансового результата Компании оказали влияние «бумажные» потери в размере 26,2 млн долл., возникшие после продажи в апреле 2009 года за 50 млн долл. бизнес-направления дистрибуция, а именно «Квазар-Микро». Причем, чистый убыток появился как разница между балансовой стоимостью активов и ценой продажи. Отдельно стоит отметить уменьшение давления на чистую прибыль со стороны потерь по курсовым разницам, которые снизились за отчетный период с 3,4 млн долл. до 1,8 млн долл. в результате укрепления операционных валют относительно доллара США.
- уменьшение долгового бремени Компании – соотношение Финансовый долг/OIBDA снизилось с 7,38x в 2009 году до 5,90x по итогам 9 месяцев 2010 года, что произошло главным образом за счет улучшения показателя OIBDA, поскольку размер финансового долга остался практически неизменным, составив 745,1 млн долл. без учета долга на сумму 45,7 млн долл. перед совместным предприятием «СИТРОНИКС-Нано». Напомним, в рамках данного проекта с «Роснано» СИТРОНИКС создает производство микросхем размерность 90 нанометров, первые образцы которых, по заявлению руководства Компании, должны появиться уже к концу

2010 года. Возвращаясь к финансовому долгу, стоит отметить некоторые отрицательные изменения в его временной структуре, а именно, рост доли краткосрочных обязательств в конце сентября до 57% (или 424,7 млн долл.) против 44% в 2009 году, что несколько повышает риски рефинансирования долга сроком до 1 года. В то же время Компания предпринимает активные действия для снижения этих рисков. В частности, в 3 квартале этого года СИТРОНИКС рефинансировал краткосрочный кредит от Банка Москвы на сумму 2,9 млрд руб., разместив в октябре выпуск биржевых облигаций серии БО-2 объемом 3 млрд руб. В свою очередь, данный кредит был привлечен СИТРОНИКСом для погашения в сентябре другого облигационного займа серии 01 объемом 3 млрд руб. Вместе с тем, в целом мы отмечаем, что долговая нагрузка СИТРОНИКСа остается весьма высокой, а устойчивость кредитного профиля Компании все еще предопределяется наличием сильного акционера в лице АФК «Система».

Что касается биржевых облигаций СИТРОНИКСа серий БО-1 (УТР 10,58%/508 дн.) и БО-2 (УТР 11,02%/622 дн.), то их доходность можно назвать привлекательной, но ликвидность по-прежнему остается ограниченной, даже несмотря на присутствие первого выпуска в Ломбардном списке ЦБ и возможность сделок прямого РЕПО с ним (дисконт 25%).

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

ЧТПЗ: первый опыт отчетности по МСФО за 6 месяцев 2010 года.

Вчера Группа ЧТПЗ, судя по всему, перенимая полезный опыт от более крупных участников отрасли, впервые опубликовала отчетность по МСФО за 1 полугодие 2010 года.

Финансовые результаты ЧТПЗ по МСФО				
млн руб.	2009	1 пр 2010	изм за янв - июн '10, %	
Основные балансовые показатели				
Активы	89 406	103 693	16.0%	
Основные средства	46 189	51 156	10.8%	
Торговая дебиторская задолженность	14 955	17 089	14.3%	
Запасы	10 120	12 659	25.1%	
Денежные средства и их эквиваленты	3 644	4 205	15.4%	
Финансовый долг	64 438	74 537	15.7%	
Долгосрочные займы	19 742	36 121	83.0%	
Краткосрочные займы	44 695	38 416	-14.0%	
Чистый долг	60 794	70 332	15.7%	
Авансы покупателей	7 215	4 889	-32.2%	
Задолженность перед поставщиками	12 512	18 602	48.7%	
Основные показатели прибыли и убытков, денежный поток				
млн руб.	1 пр 2009	2009	1 пр 2010	1 пр 10/1 пр 09, %
Выручка	27 494	56 079	37 646	36.9%
ЕБИТДА	1 695	-3 049	9 163	440.5%
Чистая прибыль	-2 834.7	-4 445.5	3 014.3	-206.3%
Денежный поток от операционной деятельности	6 669.1	12 233.1	-4 629.0	-169.4%
Основные финансовые коэффициенты				
	1 пр 2009	2009	1 пр 2010	
Рентабельность ЕБИТДА	6.2%	n/a	24.3%	
Рентабельность чистой прибыли	n/a	n/a	8.0%	
Финансовый долг/ЕБИТДА	38.01	n/a	4.07	
Чистый долг/ЕБИТДА	35.86	n/a	3.84	

* расчет Компании

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКА

С одной стороны, подобная инициатива понятна, Компания не хочет упускать возможности анонсировать положительную динамику ключевых операционных показателей, в частности, рост объемов отгрузки по всем ключевым позициям, включая трубы большого диаметра, где рост составил 58,7% до 273 тыс. тонн, а также бесшовные трубы промышленного назначения – рост на 40,9% до 234 тыс. тонн., а также факт восстановления маржинальности производства.

Так, относительно данных за первое полугодие 2009 года выручка выросла на 37% до 37,6 млрд руб. Компания получила чистую прибыль на уровне 3,01 млрд руб. против прошлогоднего убытка в 2,84 млрд руб. Впечатляет рост EBITDA, которая по оценкам Компании составила за 6 месяцев 2010 года до 9,16 млрд руб. против 1,6 млрд в 1 пг 2009 года. Согласно комментариям менеджмента, сопровождающим отчетность, это обеспечено главным образом благодаря восстановлению спроса на трубную продукцию и росту отгрузок товарной продукции, а также завершением структурных преобразований и окончанием инвестиционных мероприятий, ориентированных на расширение мощностей в интересах, главным образом, топливно–энергетического комплекса.

По итогам 6 месяцев 2010 года норма EBITDA ЧТПЗ составила 24%, против 6% по итогам сопоставимого периода прошлого года и фактическим отсутствием положительного результата на уровне EBITDA за 2009 год в целом.

С другой – ЧТПЗ вновь напоминает о своих финансовых проблемах, в частности, кредитном портфеле, который на 30 июня 2010 года составлял 74,5 млрд руб., из которых 38,4 млрд руб. – краткосрочная доля, в том числе 17,39 млрд руб. – обязательства, которые отнесены к краткосрочным по причине несоблюдения ОАО «ЧТПЗ» ряда ковенант, установленных действующими кредитными соглашениями. Таким образом, потребность в ЧТПЗ в рефинансировании находится на весьма высоком уровне. И хотя отчетность отражает наличие на счетах денежных средства в объеме более 4 млрд руб., навес обязательств доставляет определенные беспокойства, как минимум до того момента пока не появится понимание о том, что Компания сможет найти источник для рефинансирования. Ведь собственными ресурсами ЧТПЗ не обладает – операционный денежный поток после корректировок на изменение оборотного капитала у Компании отрицательный – «–4,63 млрд руб.».

Имеющиеся риски ограничивают наше желание давать какие–то рекомендации относительно торгуемых обязательств ЧТПЗ. В частности, доходность по бумагам ЧТПЗ–3 с офертой в апреле следующего года на уровне 8,13% годовых, на наш взгляд, выглядит заниженной, причем не только на фоне других компаний отрасли, но и в целом по рынку, когда премия к ОФЗ ограничивается всего 350 б.п. Что касается выпуска биржевых облигаций серии 01, их доходность к оферте в декабре 2011 года на уровне 10,53% (премия к ОФЗ порядка 550 б.п.) выглядит более адекватно текущему кредитному профилю Эмитента.

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

Денежный рынок

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

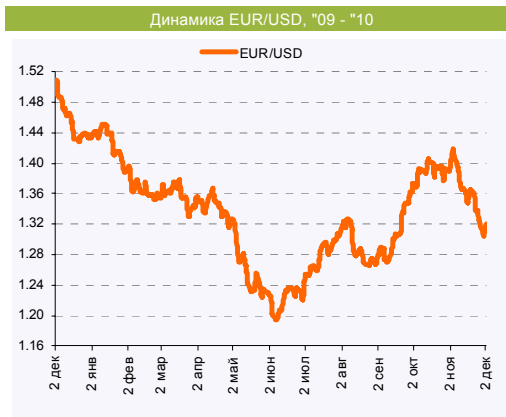
Динамика евро вчера во многом определялась спекуляциями вокруг того, какие меры по поддержке стабильности валюты единого экономического пространства обозначит ЕЦБ, сохранив ставку на текущем минимальном уровне. Для пары EUR/USD рубеж 1,31х остался позади, и теперь основные события разворачиваются у отметки 1,32х.

В части значения ставки ожидания оправдались, а вот в остальном участникам не удалось услышать конкретики, на которую они так надеялись. Ключевыми заявлениями пресс-конференции Ж.-К. Трише стала озвученная готовность продолжать кредитование европейских банков как минимум до марта следующего года, а также выкуп госбумаг. Хотя точных параметров выкупа и каких-либо приоритетов по странам обозначено не было, мы полагаем, что ключевая задача таких мер – поддержание более-менее комфортной стоимости новых рыночных заимствований, и здесь по странам можно ориентироваться на тех, кто активнее всего продвигает идею новых рыночных госзаймов – Греция, Испания, Португалия.

Российский валютный рынок вчера оставался довольно волатильным, по бивалютному ориентиру в первой половине дня наблюдался рост стоимости до 35,98 руб. на фоне спекуляций на FOREX в отношении евро, однако во второй половине дня ситуация сменилась на менее напряженную – при закрытии рынка корзина котировалась у отметки 35,83 руб., что фактически сопоставимо с уровнем предыдущего закрытия.

Доллар вчера большую часть дня котировался в диапазоне 31,39 – 31,42 руб., до тех пор, пока перед закрытием не появился покупатель, загнавший котировки к 30,51 руб. Поскольку динамика последних сделок не отражала общие настроения, сегодня с началом торгов ситуация откатилась обратно, и при этом рубль отыграл еще порядка 10 коп. – доллар котируется около 31,30 руб. Мы допускаем, что поддержку рубль все-таки «черпает» из сырьевого сегмента, где котировки нефти находятся в диапазоне 88 – 89 долл. за барр.

На денежном рынке продолжилось постепенное снижение ставок на МБК и перемещение их в диапазон 3,25% – 3,5% на фоне того, что каких-либо крупных выплат в ближайшие дни не ожидается. Вместе с тем, приятных известий о росте остатков на счетах в ЦБ пока не поступает: за вчерашний день зафиксирован довольно скромный приток на уровне 22,3 млрд руб. до 737,7 млрд руб.



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

Долговые рынки

Вчера «ралли» на мировых фондовых площадках продолжалось. Европейским площадкам, где рост индексов составил от 1,3% до 2,3%, благоприятствовали не сколько макроданные, оказавшиеся в части ВВП на уровне ожиданий, а ожидания «судьбоносных» заявлений от ЕЦБ касательно мер по решению имеющихся финансовых проблем отдельных стран-участников ЕС. Важно отметить, что ожидания оправдались лишь отчасти. В своей пресс-конференции после заседания по ставке глава ЕЦБ подтвердил, что поддержка европейской банковской системы посредством предоставления краткосрочного финансирования будет продолжена, ориентировочно до марта следующего года. Вместе с тем, регулятор воздержался от детальных комментариев по вопросу выкупа госбумаг стран, находящихся под наибольшим прессингом необходимости рефинансирования гособязательств, обозначив, что не придерживается политики «количественного смягчения», хотя, как отмечают крупные участники рынка, есть признаки того, что ЕЦБ является довольно активным игроком в сегменте госбумаг «проблемных» стран с тем, чтобы не допускать существенного ослабления евро.

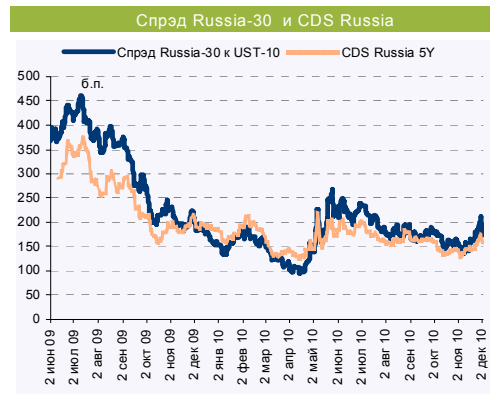
Для американского рынка, где фондовые индексы вчера выросли в пределах 0,95% – 1,3%, безусловно, намеки на какую-то пусть и временную стабилизацию в Европе были весьма кстати. Сильным дополнением к этому стали и внутренние факторы, а именно опубликованная вчера макростатистика. И хотя отчет по безработице мог спровоцировать какие-то разочарования, поскольку количество поданных заявок на пособие по безработице оказалось несколько выше прогнозного, статистика по продажам недвижимости нивелировала какие-либо опасения, продемонстрировав существенный рост (при ожидании спада относительно сентября на 1% фактически продажи в октябре выросли на 10,4%).

Для казначейских обязательств США новости вчерашнего дня стали поводом для сокращения спроса. Так, доходность 10-летних бумаг на какое-то время даже достигала отметки 3,02%, однако по мере того, как участники выходили из состояния эйфории, обращая внимание на то, что в перспективе проблемы кредитного кризиса не теряют своей актуальности, покупки в UST возобновлялись. Результатом дня стала доходность 10-летних UST на уровне 2,99% годовых, 30-летних – 4,25% годовых.

Сегодня в США ожидается «развернутый» отчет по рынку труда, в том числе сводный показатель безработицы. В силу того, что преобладают довольно позитивные прогнозы, возрастает вероятность дальнейшего ослабления сегмента госбумаг. Среди макроотчетов по ЕС наибольший интерес вызывают данные по ноябрьскому PMI, а также статистика розничных продаж в октябре.

В четверг на фоне преобладающего на внешних рынках оптимизма в отношении рискованных активов российские еврооблигации пользовались спросом. При этом основная активность была сосредоточена в корпоративном секторе. В результате, наиболее ликвидные выпуски за вчерашний день прибавили в ценах порядка 50 б.п. В заявках на покупку

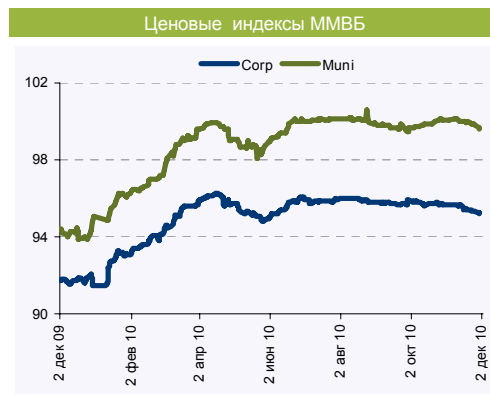
Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММВБ

фигурировали выпуски АЛРОСы, Газпрома, ВымпелКома, а также ТНК-ВР.

И в суверенных бумагах было довольно активно, хотя события разворачивались, безусловно, «с оглядкой» на динамику treasuries. Бенчмарк Russia-30 начинал торги котировками в районе 116,125% и значительную часть дня торговался около этой отметки. После данных по безработице в США последовала серия продаж, подвинувшая цены к 116%, однако выход сильной статистики по американскому рынку недвижимости стал мотивацией для новых покупок, и на момент закрытия бумаги Russia-30 котировались в диапазоне 116,625% – 116,75%.

Перспективы дальнейшего роста в суверенном сегменте сильно зависят от того, насколько для инвесторов окажется приемлемым происходящее сужение спреда, ведь уже за вчерашний день он сократился почти до 170 б.п.

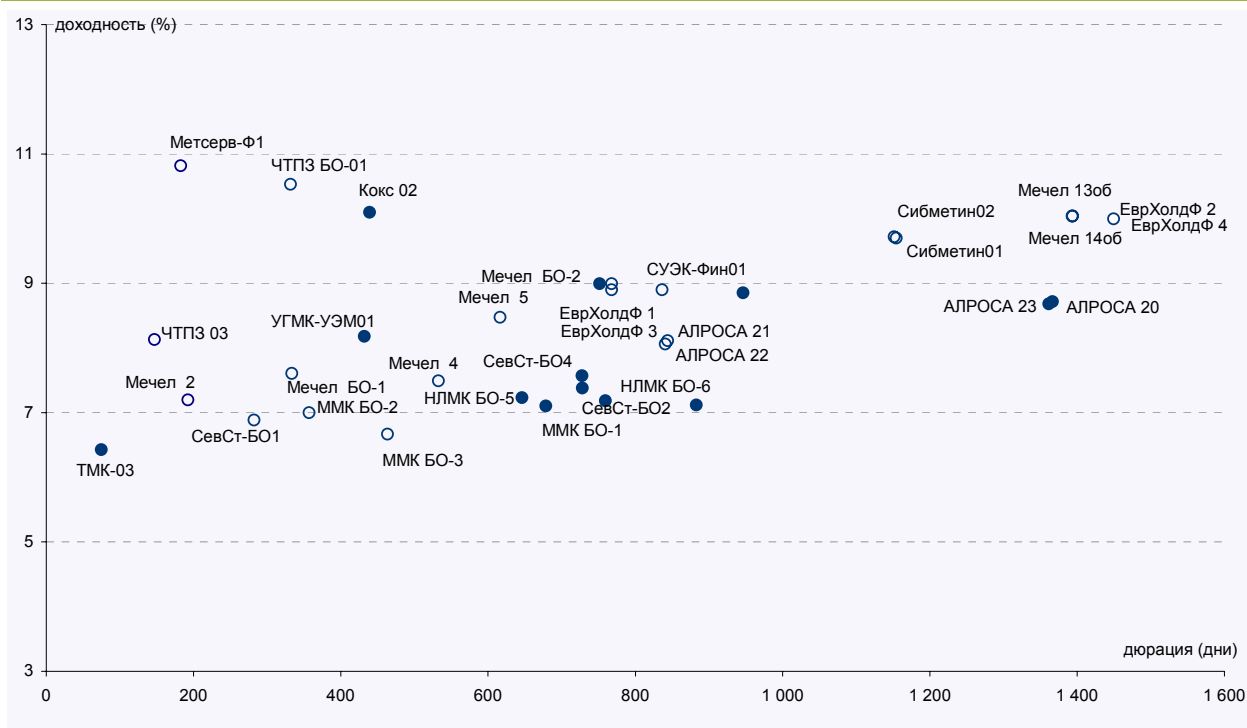
Для рублевого рынка вчерашний день сложился довольно комфортно, поскольку осторожные покупки продолжались. Вместе с тем, масштабы их были достаточно скромны, ведь ситуация с ликвидностью пока не получила какого-то благополучного разрешения. Судя по всему, данный факт стал причиной отсутствия спроса на ОБР, вследствие чего ЦБ пришлось признать аукционы несостоявшимися.

Опираясь на данные об итогах вчерашних торгов, можем заметить, что появились покупатели в ОФЗ серий 25068, 25072, 25073 и 26202, где при довольно скромных оборотах зафиксирована положительная переоценка в пределах 20 б.п. Также покупателям были интересны бумаги ВК-Инвест серий 6 и 7, Мтс-4, АЛРОСА-21 и АЛРОСА-23, ЕвразХолдинг – Финанс1, Сибметинвеста, а также МосОбл-7.

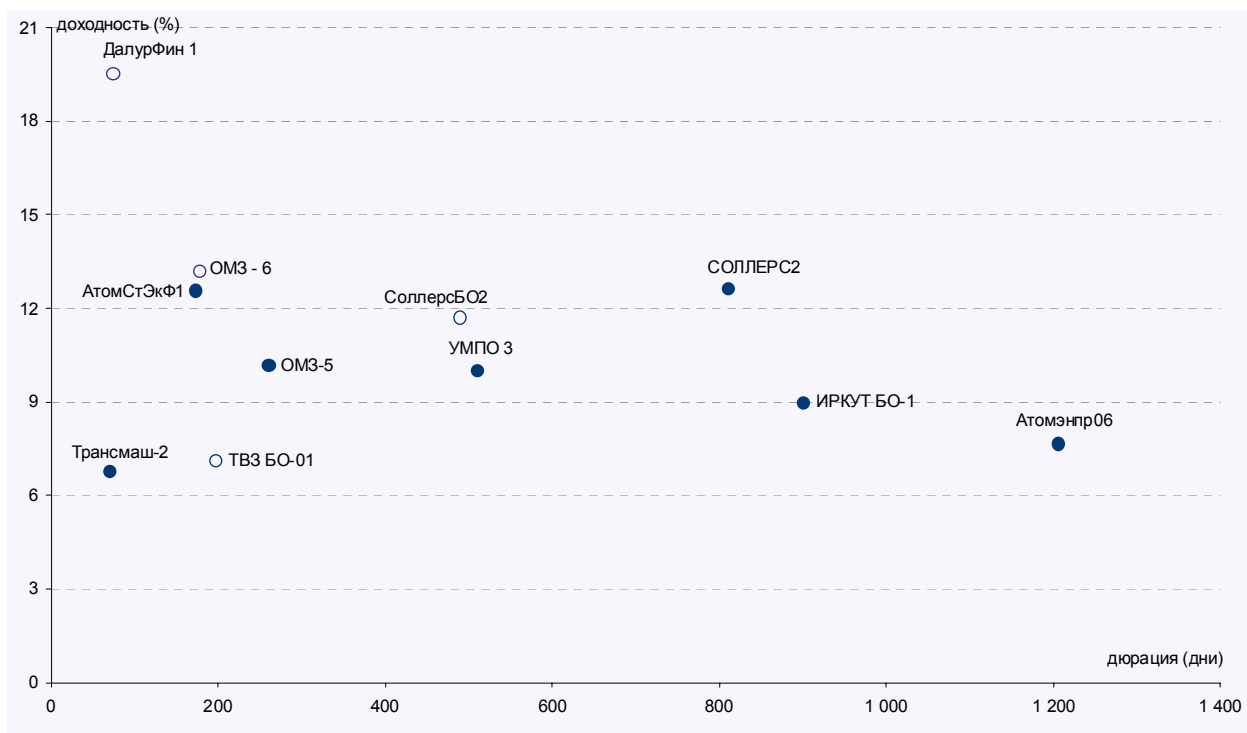
Безусловно, не можем не отметить оживление в выпусках ВБД после сообщения о сделке с PepsiCo (см. выше наш комментарий по сделке), где переоценка достигла 40 – 70 б.п. в более ликвидных выпусках биржевых облигаций.

От сегодняшних торгов мы не ждем каких-либо кардинальных перемен в настроениях участников рынка. В то же время, наметившееся снижение ставок на денежном рынке в какой-то степени позволяет участникам быть несколько свободнее при формировании новых позиций, хотя отсутствие избытка ликвидности не позволяет инвесторам существенно увеличивать покупательскую активность.

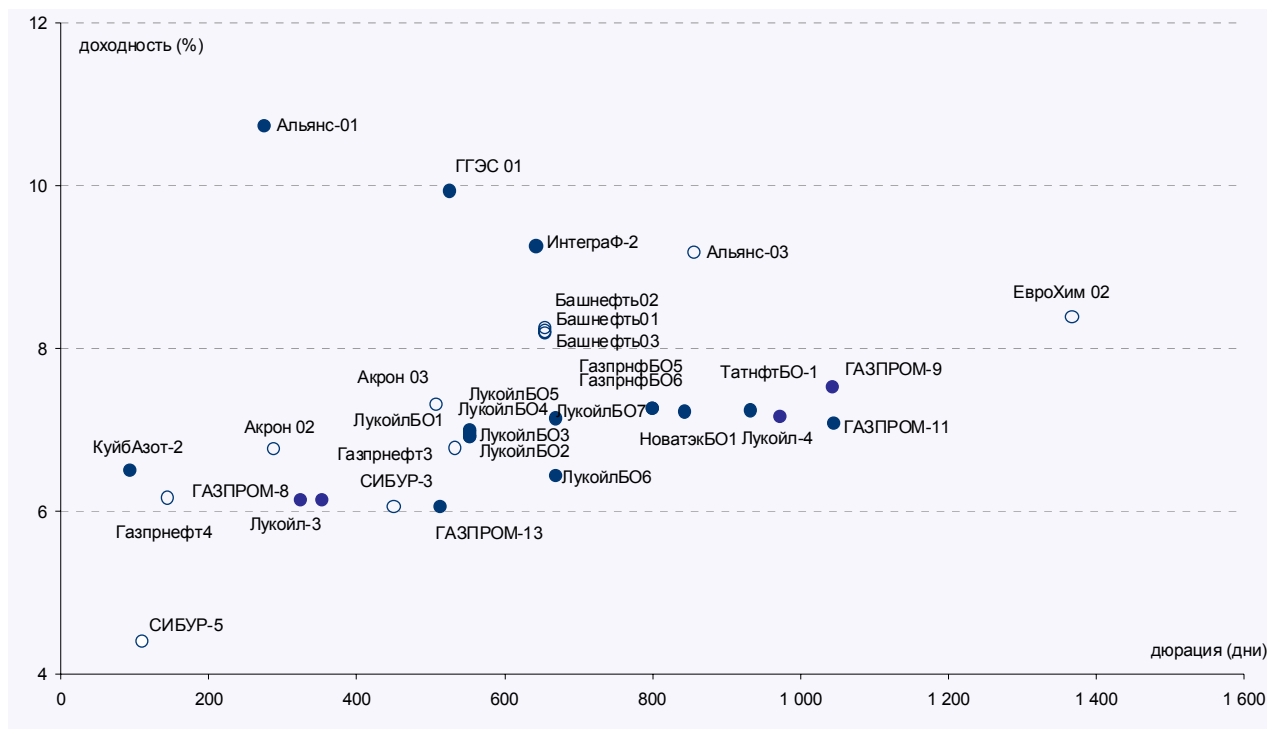
Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



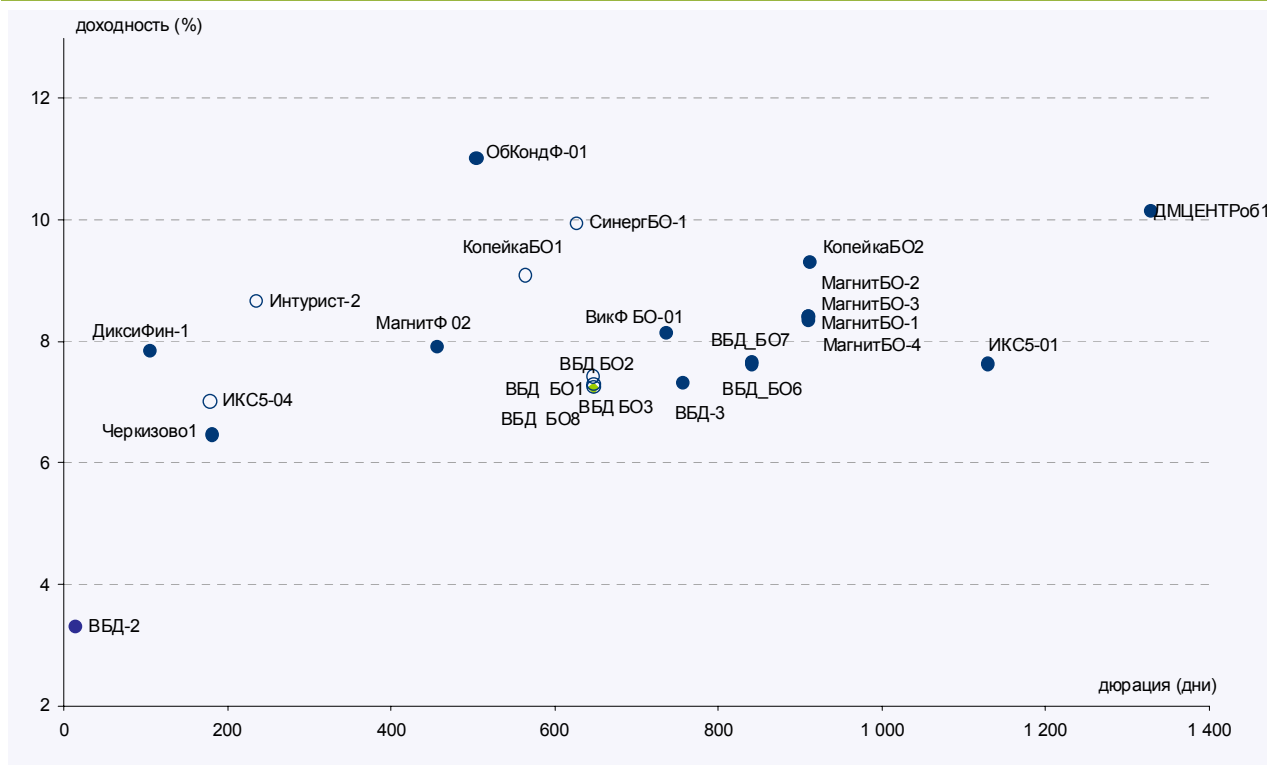
Машиностроение



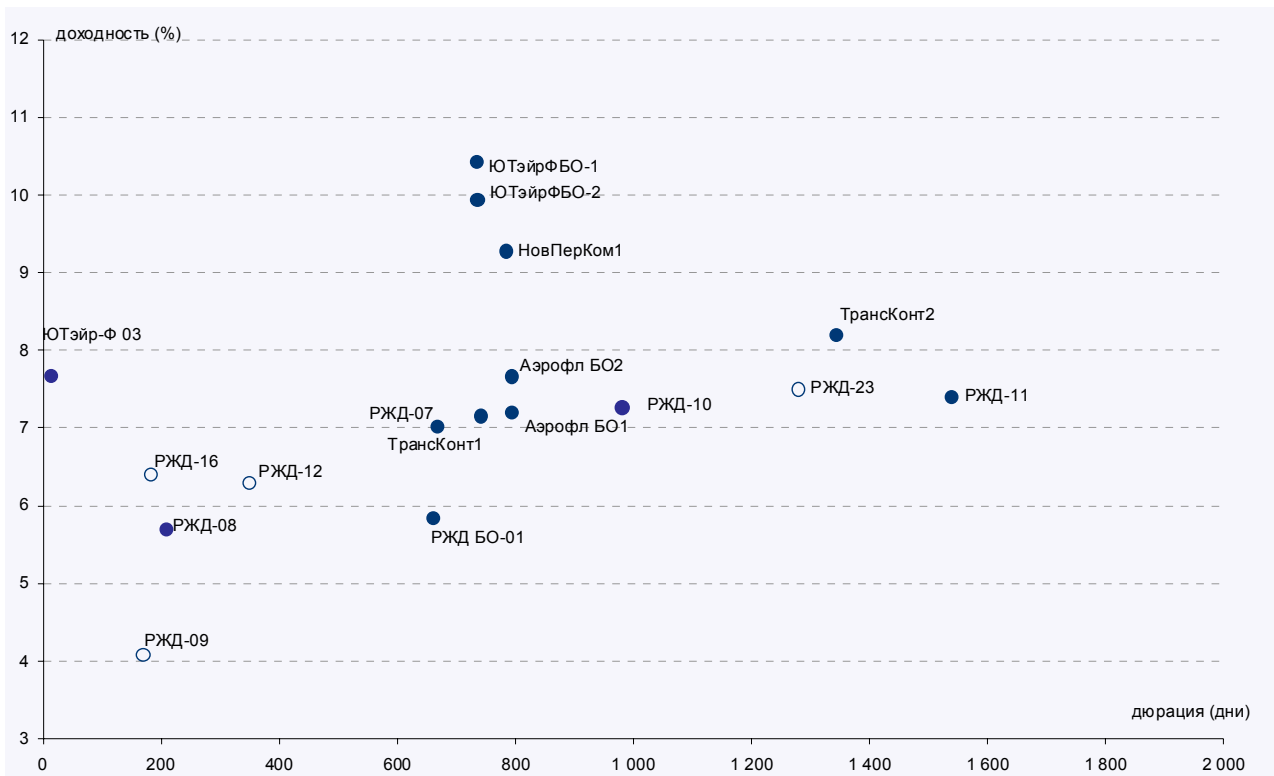
Нефтегазовый сектор, Химия



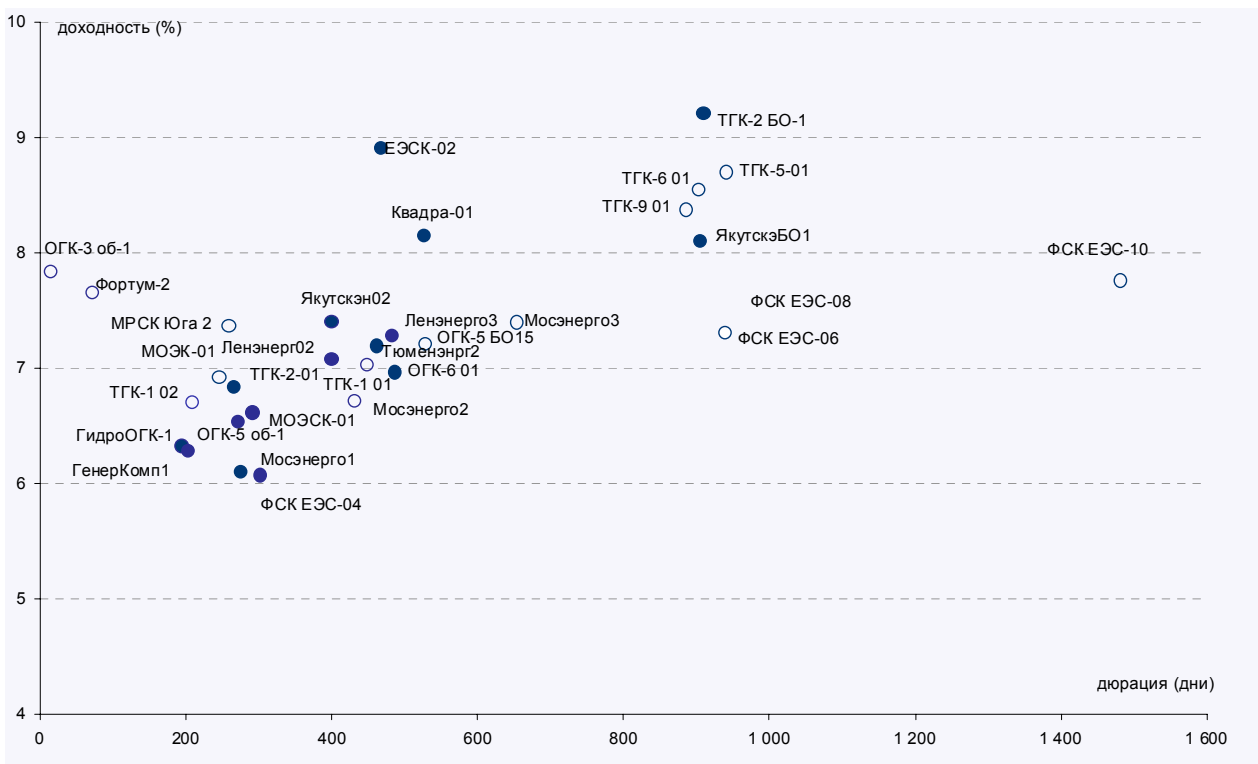
Потребсектор и АПК, Ритейл



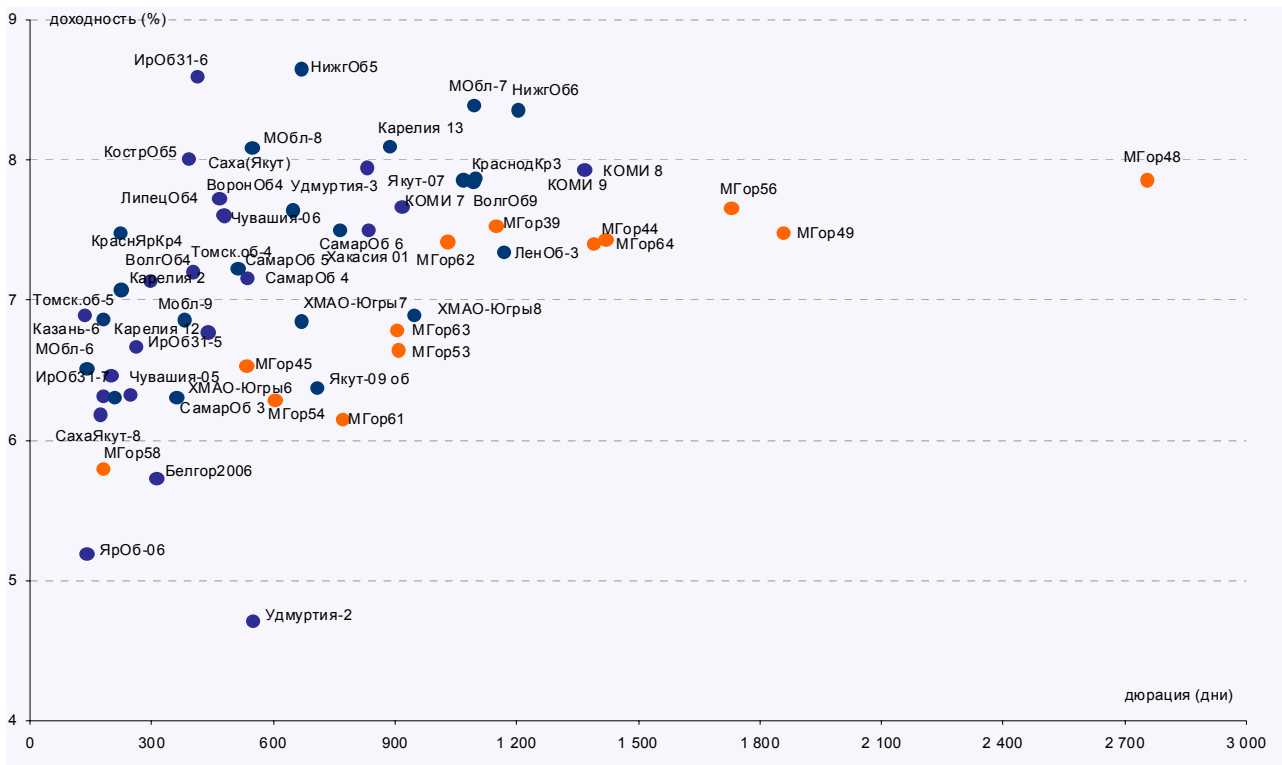
Транспорт



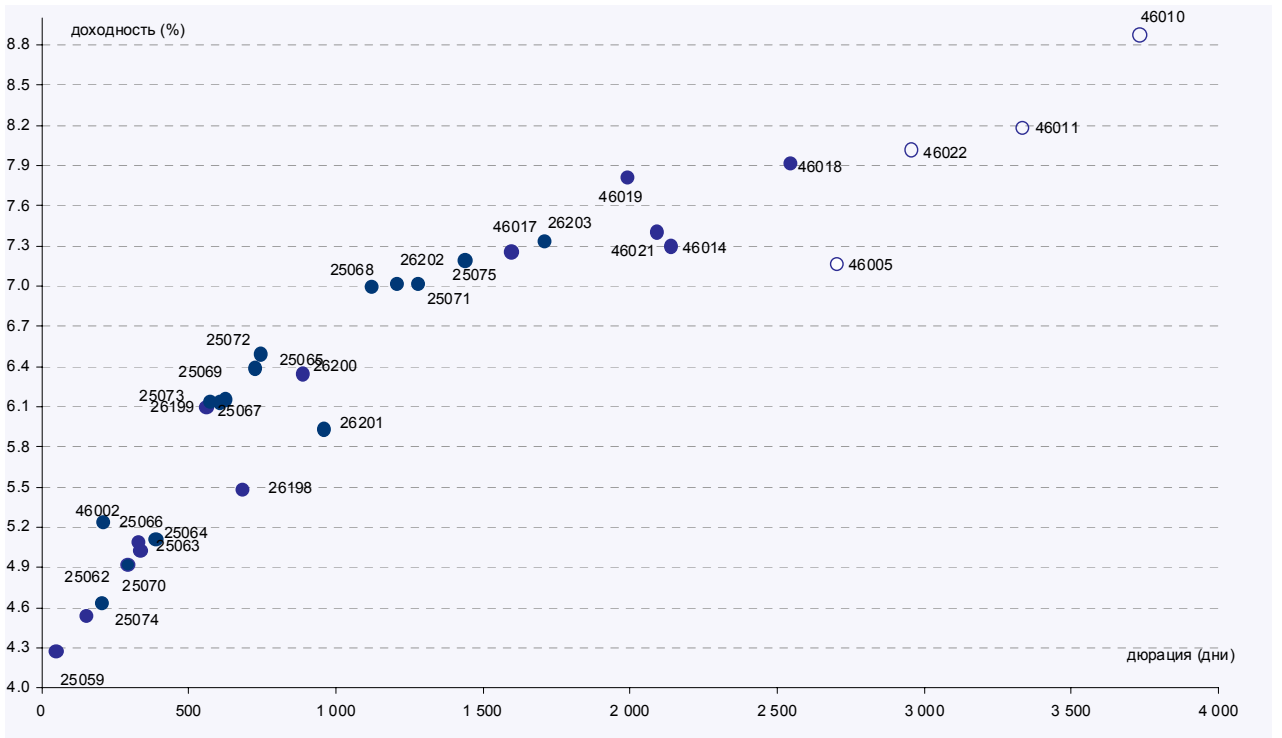
Энергетика



Субъекты РФ



Облигации федерального займа



Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.