Рынки и Эмитенты:
факты и комментарии

06 апреля 2011 года

Новость дня

Как заявил глава ЦБ Сергей Игнатьев, Банк России в марте 2011 года купил на внутреннем валютном рынке 5,4 млрд долл. В целом за первый квартал ЦБ РФ оценил свои покупки в объеме 10,8 млрд долл. (0,8 млрд долл. – в январе, 4,6 млрд долл. – в феврале).

Новости эмитентов.....стр 2

- Новое предложение **МКБ** – интересно.
- Новое предложение **НФК** – «под крылом» Уралсиба?
- **Evraz Group** инициирует датский аукцион по бумагам Evraz–13.
- МСФО **ТГК–1** за 2010 год: весомый рост долга и снижение маржи.
- **МТС:** итоги 2010 года по US GAAP, сравнивая с VimpelCom Ltd.
- **ЧТПЗ** предпринимает новую попытку провести IPO?

Денежный рынок.....стр 9

- Инвесторы готовят евро к решению ЕЦБ.
- Ликвидности в банковской системе хватает с запасом

Долговые рынки.....стр 11

- Внешние рынки: конъюнктура выглядит менее комфортной.
- Российские еврооблигации: фиксация была неизбежна, но продавцам не удалось перехватить инициативу.
- Рублевые облигации: попытка «поддаться» давлению внешнего фона не увенчалась успехом. По ОФЗ 26204 Минфин «показал» готовность предоставить премию.

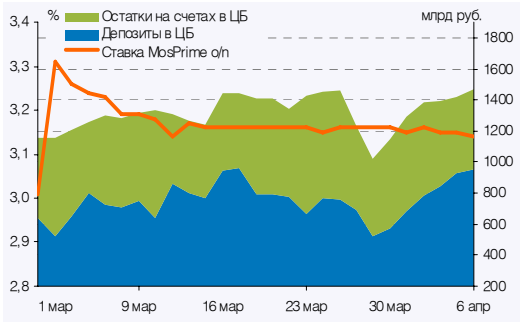
Панорама рублевого сегмента.....стр 13

Основные рыночные индикаторы

ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	3,48%	6	11
Russia-30	4,65%	4	-18
ОФЗ 25068	6,49%	-11	-63
ОФЗ 25065	5,56%	14	-78
Газпрнефт4	5,94%	-15	28
РЖД-10	6,82%	-3	-53
АИЖК-8	7,64%	-2	-31
ВТБ - 5	7,04%	0	-66
РоссельхБ-8	6,93%	30	6
МосОбл-8	7,22%	-24	-130
Мгор62	6,79%	-4	-63
ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	95,51%	5	80
iTRAXX XOVER S15 5Y	365,40	-3	-73
CDX XO 5Y	161,60	1	-3
		Изм 1 день, %	YTD,%
MICEX	1 848,21	-0,2%	9,5%
RTS	2 088,64	-0,2%	18,0%
S&P 500	1 332,63	0,0%	5,9%
DAX	12 393,90	0,0%	79,3%
NIKKEI	7 175,33	-0,1%	-30,6%
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD,%
Нефть Urals	117,64	0,6%	30,1%
Нефть WTI	108,34	-0,1%	20,6%
Золото	1 455,73	1,5%	3,6%
Никель LME 3 M	25 381	-0,4%	4,4%

Источник: Bloomberg, ММВБ

Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК

МАКРОновости

- По данным Минфина, совокупный объем Резервного фонда РФ на 1 апреля составил 748,53 млрд руб. (26,33 млрд долл.), Фонда национального благосостояния – 2,609 трлн руб. (91,80 млрд долл.).
- По оценке ЦБ РФ, чистый отток частного капитала из РФ в первом квартале 2011 года составил 21,3 млрд долл. В первом квартале прошлого года также был зафиксирован отток капитала – в размере 14,7 млрд долл. В целом за 2010 год отток капитала составил 38,3 млрд долл. Напомним, что в марте текущего года первый зампред ЦБ РФ Алексей Улюкаев сообщал, что ЦБ РФ скорректировал оценку чистого оттока капитала из РФ в январе с 13 млрд долл. до 11 млрд долл. Показатель в феврале оценивался на уровне 6 млрд долл.
- Согласно заявлению главы ЦБ России Сергея Игнатьева, прирост денежной массы России в годовом выражении сократился на 4% за три месяца 2011 года. Замедление роста денежной массы обозначено как один из факторов, способствующих снижению инфляции. Так, годовой темп прироста денежной массы составлял на 1 сентября 2010 года 36%, на 1 января 2011 – 31%, на 1 апреля 2011 года – 27%.
- Как заявил глава ЦБ Сергей Игнатьев, Банк России в марте 2011 года купил на внутреннем валютном рынке 5,4 млрд долл. В целом за первый квартал ЦБ РФ оценил свои покупки в объеме 10,8 млрд долл. (0,8 млрд долл. – в январе, 4,6 млрд долл. – в феврале).
- По оценкам Центрального Банка, внешний долг Российской Федерации по состоянию на 1 апреля 2011 года составляет 504,605 млрд долл., что больше на 15,951 млрд долл. по сравнению с данными на начало текущего года. Основная часть приходится на коммерческие компании (309,842 млрд долл.) и кредитные организации (148,024 млрд долл.).

Купоны, оферты, размещения

Новое предложение МКБ – интересно.

Основные финансовые показатели МКБ (101 форма)			
млн руб.	2010	1 мар 11	1мар11 / 1янв11
Активы	162 344	158 146	-2,6%
Кредитный портфель (gross)	101 900	108 846	6,8%
Уровень резервов	6,1%	6,1%	---
Уровень просрочки	2,0%	1,8%	---
Кредиты физлиц	18,0%	17,3%	---
Кредиты/Средства клиентов	118,2%	134,9%	---
Доля в активах	59,0%	64,7%	---
Операции с ценными бумагами	34 481	33 798	-2,0%
Доля в активах	21,2%	21,4%	---
Капитал*	9 877	9 894	0,2%
Доля в активах	6,1%	6,3%	---
МБК (привлечен.)	22 209	16 895	---
Кредиты ЦБ	0	0	---
доля МБК в пассивах	13,7%	10,7%	---
Средства клиентов	86 202	80 676	-6,4%
юрлиц	36 059	25 153	-30,2%
физлиц	50 143	55 522	10,7%
Выпущенные ценные бумаги	28 986	34 947	20,6%
доля бумаг в пассивах	17,9%	22,1%	---
Балансовая прибыль	1 675	251	---

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС–БАНКа

МКБ, недавно уже разместивший облигации серии БО–01, предложил инвесторам новым заем – серии БО–04 объемом 5 млрд руб. Напомним, в феврале ориентир по ставке купона был на уровне 8,5–8,75% годовых, что соответствовало доходности 8,68 – 8,94% к оферте через 2 года, в результате Банк разместился по нижней

границе. Сейчас бумага торгуется чуть выше номинала – доходность 8,3% годовых. Новый заем уже короче – 1,5 года, при этом озвученный уровень купона – 8,25–8,50%, что соответствует доходности 8,42–8,68% годовых. Таким образом, по новому выпуску изначально предложен достаточно привлекательный диапазон, исходя из предыдущего размещения и текущих котировок.

Финансовые метрики Банка по результатам первых двух месяцев 2011 года (итоги 2010 года мы рассматривали в обзоре от 08.02.2011 года http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytics/special/daily-review-08022011.pdf) изменились незначительно. Напомним, что Банк на начало текущего года занимал 26 место в рэнкинге российских банков с активами порядка 162 млрд руб., на 1 марта размер активов несколько сократился – до 158 млрд руб., тем не менее, кредитный портфель продолжил рост и достиг показателя 109 млрд руб. (+7% к началу года). Уровень просроченной задолженности остается в 2 раза ниже среднеотраслевого – всего 1,8%, при этом покрытие просрочки резервами консервативное – 3,4х. В основном ведется кредитование юрлиц – на физлиц приходятся ощутимые, но все же не превалирующие 17%.

Среди обращающих на себя моментов можно выделить то, что Банк продолжает наращивать объем заимствований на долговых рынках – на 1 марта доля выпущенных бумаг в пассивах уже достигла 22% (18% на начало года), и с новым займом она увеличится. Тем не менее, основная доля фондирования приходится все же на средства клиентов – 51% пассивов, соотношение кредитов к клиентским средствам 1,3х. На наш взгляд – значение показателя вполне комфортное. При продолжении роста объемов кредитования мы не видим повышенных рисков при увеличении заимствований на долговом рынке. Как отчасти негативный фактор мы выделяем существенный объем вложений в операции с ценными бумагами – более 21% активов, в основном это долговые бумаги, однако их уровень риска неясен. Показатель достаточности капитала (Н1) довольно скромный – 12,3% и имеет тенденцию к снижению (12,6% на начало года). По нашему мнению, возможно, Банку в будущем будет необходимо пополнение капитала, поскольку в настоящее время прибыль не обеспечивает его соразмерного роста – по итогам января–февраля 2011 года она составила 251 млн руб.

Бо́льшую ясность в качественные характеристики Банка внесла бы отчетность по МСФО за 2010 год, но на сегодняшний день она отсутствует. Также в качестве минуса мы традиционно выделяем непрозрачную акционерную структуру.

Вместе с тем, соотношение риск/доходность в настоящее время определено инвесторами для бумаг Банка, поскольку МКБ не новичок на рынке облигаций. На наш взгляд, исходя из текущих котировок, бумаги нового выпуска интересны уже на нижней границе обозначенного диапазона. Напомним, что у Банка есть следующие международные рейтинги: Moody's – «B1», Fitch – «B+».

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Новое предложение НФК – «под крылом» Уралсиба?

Основные финансовые показатели Банка НФК (МСФО)				
млн руб.	2008	2009	2010	2010 / 2009
Активы	8 973	5 160	7 569	46,7%
Факторинговый портфель и кредиты клиентам	6 307	3 963	6 180	55,9%
Задолженность с признаками обесценения	18,3%	23,8%	12,5%	-11,4%
Покрытие задолженности резервами	53%	76%	78%	1,7%
Достаточность капитала (по Базелю)	32,6%	55,4%	39,2%	-29,2%
Чистая прибыль	72	76	131	72,4%
Чисьтая процентная маржа	10,8%	10,7%	12,9%	2,2%
ROAA	0,7%	1,1%	2,1%	1,0%

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС–БАНКа

Национальная Факторинговая Компания (Банк НФК) с 4 по 13 апреля открыла книгу заявок по выпуску облигаций серии БО–01 на сумму 2 млрд руб. Ориентир диапазона по купону – 10–10,5% годовых, что соответствует доходности 10,25–10,78% к оферте через 1,5 года. Хотя это не первый выпуск эмитента на

долговом рынке, тем не менее, его займы неликвидны, поэтому позиционирование относительно них затруднено. Таким образом, инвестору сейчас для себя самому придется взвешивать риски Банка.

Что же такое НФК? После Еврокоммерца слово «факторинг» у инвесторов вызывает повышенную настороженность. Принимая это во внимание, Эмитент в своей презентации несколько раз подчеркнул отличие принципов его работы от схем Еврокоммерца. В целом, превалирующее использование регресса (возможности возврата факторинговой компанией ранее выплаченных ею средств) и существование жесткого риск–менеджмента действительно несколько сглаживают негатив. Отметим, что на рынке факторинга НФК заметный игрок, но не лидер: первое место сохраняется за Промсвязьбанком (27% рынка по оборотам в 2010 году), далее идут Альфа–Банк (11%), ВТБ Факторинг (9%) и уже на 4 месте с долей 8% стоит НФК. Первое, что бросается в глаза, когда смотришь на структуру рынка, это связь крупных участников рынка с банковским капиталом (в случае Промсвязьбанка это вообще подразделение банка). НФК, который хоть и носит статус Банка, счетов юрлицам не открывает и не обслуживает их, депозиты не принимает, то есть в классическом понимании банком Эмитента назвать сложно.

Опять же возвращаясь к Еврокоммерцу, который активно привлекал деньги на долговом рынке, ситуация у НФК принципиально другая: он в основном, и это является одним из его ключевых преимуществ, фондируется за счет средств Уралсиба и собственного капитала. При активах 7,6 млрд руб. капитал составляет 2,7 млрд руб. (36%), кредиты Уралсиба – 2,6 млрд руб. (34%). Последнее объясняется тем, что, согласно презентации Банка, «фактический контроль за деятельностью Банка НФК осуществляется Цветковым Н.А.». Таким образом, как и другие участники рынка, Эмитент фондируется за счет аффилированного банковского бизнеса.

Исходя из финансовых показателей, бизнес НФК сейчас на подъеме после стагнации в кризис: активы по итогам 2010 года выросли почти в 1,5 раза с 5,2 млрд руб. до 7,6 млрд руб. Чистая прибыль хотя и далека от докризисных уровней – 131 млн руб. против 301 млн руб. в 2007 году, однако заметно выросла по сравнению с 2009 годом (76 млн руб.). Объем задолженности с признаками обесценения сократился с 1,2 млрд руб. на конец 2008 года до 0,8 млрд руб. на конец 2010 года – сейчас доля такой задолженности в факторинговом (6,2 млрд руб. включая кредиты клиентам) портфеле составляет 12,5%. На наш взгляд, показатель остается достаточно высоким (для сравнения, в докризисном 2007 году он был на уровне 4,4%), тем не менее положительные изменения в данном направлении все–таки присутствуют. Отметим, что размер капитала вполне покрывает текущие риски по портфелю – уровень достаточности на конец 2010 год был 39,2% (по Базелю).

Предложенный НФК (B3/B–/–) диапазон доходности соответствуем доходности облигаций банков с тем же рейтингом: СБ Банк (B3/–/–), Мой Банк (B3/–/–), которые при этом заметно крупнее по активам. В пользу Эмитента можно отметить аффилированность с Уралсибом, проследить которую юридически однако довольно сложно. С учетом этого, справедливым мы считаем уровень 10,5–10,78%.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Evraz Group инициирует датский аукцион по бумагам Evraz–13.

Evraz Group анонсировала, что намерена предложить инвесторам провести выкуп бумаг с погашением в 2013 году в объеме порядка 350 млн долл., хотя, не исключено, что данный объем может быть и увеличен в зависимости от того, каким будет интерес потенциальных участников сделки. Выкуп планируется проводить в форме «датского аукциона», при этом ценовой диапазон обозначен в 109,5 – 111,5% от номинала. 5 апреля обозначено как дата начала сбора заявок от инвесторов, который продлится до 18 апреля. Раскрытие участников аукциона намечено на 27 апреля, 3 мая – будут производиться расчеты, 4 мая сделка будет закрыта окончательно.

Последние котировки выпуска Evraz–13 находились в диапазоне 110,15% – 110,25%, что оставляет апсайд к цене, обозначенной максимумом для аукциона. Ориентируясь на имеющиеся примеры аналогичных мероприятий (в частности, производимый Северсталью выкуп бумаг также с погашением в 2013 году в начале октября прошлого года) можно ожидать не только роста активности в выпуске, но и попытки участников

«разогнать» цену до обозначенных Эмитентом приемлемых максимумов для выкупа. При этом делать какие-то выводы о том, являются ли действия Evraz Group точной копией поведения Северстали, которая вслед за выкупом анонсировала новое размещение, пока преждевременно. На наш взгляд, этому препятствует реализуемая Компанией довольно жесткая политика в отношении оптимизации кредитного портфеля, хотя полностью исключать подобную возможность не стоит – при текущей конъюнктуре и заметном улучшении кредитных метрик Евраза за последний год он, вероятно, надеется на привлечение средств для рефинансирования на более комфортных для обслуживания условиях.

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

ТЕЛЕКОМЫ И МЕДИА

МТС: итоги 2010 года по US GAAP, сравнивая с VimpelCom Ltd.

Вчера МТС, не заставив себя долго ждать, представил следом за VimpelCom Ltd. свои в меру позитивные финансовые результаты за 2010 год по US GAAP. В целом, динамика ключевых финансовых показателей МТС несколько уступала VimpelCom Ltd.: выручка увеличилась на 14,5% до 11,3 млрд долл. против 20,8% у конкурента, показатель OIBDA – на 8,6% до 4,9 млрд долл. против 15,4%. В то же время с учетом финансов «Комстар-ОТС», начиная с даты покупки в 4 квартале 2010 году, скорректированная выручка МТС в 2010 году возросла на 28%, а показатель OIBDA – на 21%. Напомним, процедура присоединения «Комстар-ОТС» к МТС была завершена в апреле 2011 года. Между тем, на рост выручки МТС в минувшем году повлияли в первую очередь увеличившаяся на 2,7% до 108,07 млн абонентская база пользователей мобильной связи (в России в 2010 году доля Компании на рынке составила 32,6% или 71,44 млн), а также фиксированной связи (на 31,8% до 9,9 млн), ШПД (на 39,1% до 1,8 млн) и платного ТВ (на 29,6% до 2,8 млн), в том числе за счет абонентов «Комстар-ОТС», «Мультирегион» и других приобретенных операторов. Кроме того, в 2010 году наблюдался органический рост потребления голосовых и дополнительных услуг. Так, ARPU на основном российском рынке увеличилось за прошлый год на 2,1% до 252,8 руб., а MOU – на 9,9% до 234 минут. Заметный рост доходов в 2010 году также наблюдался и по розничному направлению бизнеса МТС: в 4 квартале 2010 года существенно возросли продажи телефонов и Интернет-модемов – на 50% до 1,54 млн и в 2,9 раза до 1,4 млн соответственно, чему способствовало открытие за год 323 новых салонов связи, общее количество которых на конец 2010 года составило 2,333 тыс. В 2011 году менеджмент Оператора ожидает рост выручки по всей Группе на уровне 10%.

В свою очередь, стимулирование новых подключений для защиты лидерских позиций МТС в России повлекло дополнительные расходы на дилерские комиссии. В результате, в 2010 году увеличились издержки на продажи и маркетинг – на 16,8% до 851 млн долл., что не могло не повлиять на эффективность бизнеса: рентабельность OIBDA снизилась за минувший год на 2,4 п.п. до 43,1%. Давление на эффективность деятельности МТС также продолжила оказывать розница из-за растущих менее рентабельных продаж аппаратов. В то же время розничный бизнес Оператора, по данным менеджмента, вышел на «точку безубыточности» к концу 2010 года и в дальнейшем ожидается рост рентабельности данного направления, в том числе и благодаря сокращению продаж в 1 квартале 2011 года через альтернативные каналы и оптимизации собственных. Для сравнения, эффективность бизнеса VimpelCom Ltd. была выше, но также снизилась: рентабельность OIBDA составила 46,9% (-2,2 п.п. к 2009 году), причем в 2010 году на деятельность Оператора было также оказано давление высокой конкуренцией (рост расходов на маркетинг) и розничными продажами телефонов.

По итогам всего 2010 года МТС удалось добиться роста чистой прибыли на 36,1% до 1,38 млрд долл., несмотря на списание в 4 квартале убытка в размере 137,8 млн долл. из-за обесценения дочерней компании BCTI в Туркмении, которая прекратила деятельность после приостановки в середине декабря местным Минсвязи действия ее лицензии.

Финансовые результаты МТС и VimpelCom Ltd. за 2010 год (US GAAP)						
млн долл.	МТС			VimpelCom Ltd.		
	2010	2009	2010/2009	2010	2009	2010/2009
Основные финансовые показатели						
Выручка	11 293	9 867	14,5%	10 513	8 703	20,8%
Операционный денежный поток	3 617	3 592	0,7%	3 670	3 513	4,5%
OIBDA	4 873	4 487	8,6%	4 932	4 273	15,4%
Чистая прибыль	1 381	1 014	36,1%	1 673	1 121	49,2%
% расходы	-777	-572	35,9%	-540	-599	-9,8%
Активы	14 478	15 764	-8,2%	19 928	14 733	35,3%
Дебиторская задолженность	798	596	34,0%	474	392	20,8%
Денежные средства и их эквиваленты	928	2 529	-63,3%	885	1 447	-38,8%
Финансовый долг, в т.ч.	7 161	8 350	-14,2%	5 661	7 353	-23,0%
долгосрочный	6 404	6 328	1,2%	4 499	5 540	-18,8%
краткосрочный	757	2 022	-62,6%	1 162	1 813	-35,9%
Чистый долг	6 233	5 821	7,1%	4 776	5 540	-13,8%
Кредиторская задолженность	682	629	8,5%	922	546	69,0%
Показатели эффективности и покрытия долга						
Рентабельность OIBDA	43,1%	45,5%	-2,4 п.п.	46,9%	49,1%	-2,2 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	12,2%	10,3%	1,9 п.п.	15,9%	12,9%	4,1 п.п.
Фин. долг/OIBDA	1,47	1,86	-	1,15	1,72	-
Чистый долг/OIBDA	1,28	1,30	-	0,97	1,30	-
OIBDA/%	6,27	7,84	-	9,13	7,14	-
Фин. долг/Активы	0,49	0,53	-	0,28	0,50	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКа

Что касается долговой нагрузки Оператора, то за минувший год она снизилась: финансовый долг сократился на 14,2% до 7,2 млрд долл., соотношение Финансовый долг/OIBDA составило 1,47х против 1,86х в 2009 году, Чистый долг/OIBDA – 1,28х против 1,30х соответственно. В свою очередь, у VimpelCom Ltd. долговая нагрузка в 2010 году была ниже: Финансовый долг/OIBDA равнялось 1,15х. Но стоит отметить, что это временное значение, поскольку после сделки с Wind Telecom данное соотношение может возрасти до 2,7х. Вместе с тем, у МТС улучшилась временная структура долга: обязательства с погашением до 1 года составили на конец 2010 года только 10,6% (или 757 млн долл.) от всего кредитного портфеля, хотя еще год назад они занимали 24,2%. Отдельно отметим и достаточно сбалансированный график погашения долга на последующие 3 года (не более 1 млрд долл. в год). Кроме того, существенно улучшилась валютная структура обязательств: 77% долга приходилось на рубли, 21% – на доллары, 2% – на евро. Данные изменения произошли в 4 квартале 2009 года благодаря размещению двух выпусков рублевых облигаций на общую сумму 25 млрд руб. и погашению еврооблигаций на 400 млн долл. В 2011 году Компания ожидает капзатраты в пределах 22–24% выручки, осуществление которых даже с учетом краткосрочного долга, по нашим оценкам, вполне возможно собственными силами, если учесть наличие денежных средств на счетах по итогам 2010 года в размере 928 млн долл. и операционный денежный поток за минувший год – 3,62 млрд долл.

Бумаги МТС, на наш взгляд, вряд ли в настоящее время могут представлять интерес для инвесторов, в том числе и на фоне выпусков VimpelCom Ltd., которые сформировали премию к выпускам МТС в свете сделки с Wind Telecom, особенно на длинном отрезке дюрации. В большей степени премия (около 40–50 б.п.) присутствует в еврооблигациях VimpelCom–21 (YTM 6,95%/7,04 года) на фоне MTS–20 (YTM 6,52%/6,59 года). В свою очередь, неплохой альтернативой бумагам МТС на внутреннем рынке могут выступить облигации «материнской» АФК «Система», в частности выпуск серии 03 (6,67%/1,5 года), который несет достойную премию порядка 40 б.п. к облигациям корпорации серии 02 (YTP 6,24%/1,27 года) при несущественной разнице в дюрации.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

ЭНЕРГЕТИКА

МСФО ТГК–1 за 2010 год: весомый рост долга и снижение маржи.

Вчера Компания раскрыла итоги своей деятельности за прошлый год, которые мы оцениваем умеренно негативно.

Финансовые результаты (МСФО)						
	ТГК-1			Мосэнерго		
млн руб.	2009	2010	%	2009	2010	%
Основные финансовые показатели						
Выручка	41 350	54 104	30,8%	112 636	145 298	29,0%
Операционная прибыль*	4 256	5 198	22,1%	1 899	7 878	314,8%
EBITDA*	7 046	8 582	21,8%	15 857	20 071	26,6%
Операц. ден.поток	3 821	6 637	73,7%	12 054	22 445	86,2%
Чистая прибыль*	2 357	3 005	27,5%	-196	8 561	-
% расходы	288	211	-26,6%	1 254	169	-86,5%
Operation margin	10,3%	9,6%	-1%	1,7%	5,4%	4%
EBITDA margin	17,0%	15,9%	-1%	14,1%	13,8%	0%
Net profit margin	5,7%	5,6%	0%	-0,2%	5,9%	6%
	2009	2010	%	2009	2010	%
Основные балансовые показатели						
Активы	99 486	114 021	14,6%	250 432	255 701	2,1%
Внеоборотные активы	86 144	100 252	16,4%	205 797	197 147	-4,2%
Основные средства	84 963	99 020	16,5%	187 051	180 559	-3,5%
Денежные средства	580	277	-52,2%	2 267	28 334	>1000%
Финансовый долг	15 038	23 200	54,3%	18 768	16 746	-10,8%
краткосрочный	5 618	6 906	22,9%	2 090	4 976	138,1%
долгосрочный	9 420	16 294	73,0%	16 678	11 770	-29,4%
Чистый долг	14 459	22 923	58,5%	16 501	-11 588	-
Показатели покрытия долга						
Debt/EBITDA	2,13	2,70	0,57	1,18	0,83	-0,35
Net debt/EBITDA	2,05	2,67	0,62	1,04	отриц	-
EBITDA/%	0,04	0,02	-0,02	12,65	118,76	106,12
Debt/Assets	0,15	0,20	0,05	0,07	0,07	-0,01

* - без учета восстановления резерва по обесценению основных средств. 2010 год - 4 008 млн руб, 2009 год - 6154,98 млн руб.

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКа.

Прошлый год оказался довольно неоднозначным для ТГК–1. Прежде всего, выработка электроэнергии была произведена преимущественно на ТЭЦ (52%). Данный факт был следствием более низкой водности рек, что, соответственно, не позволило Компании получить от гидрогенерации необходимую маржу. Вместе с тем, поддерживающим для реализации электроэнергии и тепла фактором стала погода – более низкие температуры в зимний период. Совокупно за 2010 год реализация э/э составила – 32,01 млрд кВтч (+4,5%) и т/э – 28,8 млн Гкал (+7,1%).

Возвращаясь к финансовым результатам, отметим, что на уровне выручки они смотрятся вполне неплохо: рост на 31% (54,1 млрд руб '10 vs 41.35 '09). Напомним, что отчитавшаяся на прошлой неделе Мосэнерго показала схожую динамику в 29%. Важно отметить, что на прибыль Компании в 2010 и 2009 годах оказывало давление восстановление резерва по обесценению основных средств. Далее мы приводим цифры без учета «бумажных» доходов.

В целом, норма прибыли за прошлый год вслед за снижением топливной эффективности, ростом закупаемой электроэнергии и увеличением цен на газ показала движение вниз. Так, EBITDA margin за отчетный год сократила свое значение 1,2 п.п. до 15,8%. Вместе с тем, полученный за 2010 год результат, по–прежнему, за счет высокой доли гидрогенерации, выше других компаний в секторе с исключительно тепловой генерацией. Так, EBITDA margin Мосэнерго за прошлый год составила 13,8%. Стоит отметить успехи ТГК–1 в части

операционного денежного потока, который за прошлый год вырос практически вдвое до 6,6 млрд руб., однако указанные средства лишь на половину покрывали капитальные затраты – 13,4 млрд руб. На фоне этого, Компания активно пользовалась заемными ресурсами: за год долговой портфель увеличился более чем на 50% до 23,2 млрд руб. Соотношение Debt/EBITDA на конец отчетного периода увеличилось с 2,1х до 2,7х. Несколько нивелирует факт довольно высокой долговой нагрузки для сектора структура долга с преобладанием долгосрочных обязательств – 70%. Рефинансирование текущих обязательств на фоне весомого денежного потока не вызывает серьезных опасений. Стоит также напомнить об акционерном тандеме Газпром – Фортум. Вместе с тем, в текущем и следующем году ТГК–1 планирует ввести установленную мощность общий объемом в 1 286 мВт – 20% от показателя на 1 января 2011, что соответственно потребует продолжения инвестиций и как следствие роста долга.

На сложившихся уровнях – ТГК–1 YTP 6,25% (03.2012) и ТГК–2 YTP 5,82% (07.2011), мы считаем наиболее интересным в секторе вложение в бумаги Мосэнерго–3 YT 6,36% (12.2012).

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

ЧТПЗ предпринимает новую попытку провести IPO?

Информационное агентство «Интерфакс», сообщает, что Компания планирует вернуться к вопросу проведения IPO и, возможно, на следующей неделе начнет road show. Напомним, что в начале февраля этого года Компания после road show и установления ценового диапазона отказалась от сделки, сославшись на неблагоприятную конъюнктуру. Тогда ценовой диапазон был определен на уровне от 3,5 долл. до 4,6 долл. за акцию и GDR. Оценка капитализации ЧТПЗ после допэмиссиии составляла 2–2,7 млрд долл. По предварительным оценкам, Дочерние предприятия Группы ЧТПЗ – «Челябинский трубопрокатный завод» и «Первоуральский новотрубный завод» – планируют привлечь от 472,5 до 621 млн долл. от допэмиссии и продажи существующих казначейских акций. Основной бенефициар ЧТПЗ ожидает привлечения от 157,5 млн до 207 млн долл. от продажи существующих акций. Таким образом, компания в целом ожидает от IPO от 630 млн до 828 млн долл., с учетом размещения около 30% акций.

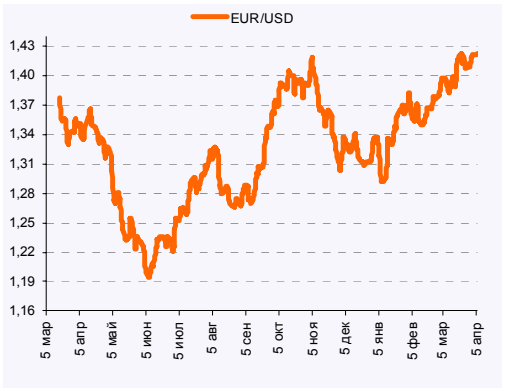
Очевидно, что до подтверждения информации самой Компанией не стоит торопиться с выводами. Вместе с тем, стремление Эмитента воспользоваться улучшением рыночной конъюнктуры и поторопиться с привлечением средств столь необходимых для рефинансирования имеющиеся обязательств, среди которых и облигационный заем серии 03 по которому оферта предстоит уже в конце апреля (объем выпуска 8 млрд руб., но в рынке оценочно остается бумаг на сумму порядка 5 млрд руб.) без увеличения и без того обременительного портфеля обязательств по банковским кредитам (по итогам последней отчетности по МСФО за 6 месяцев 2010 года он составлял 74,5 млрд руб.), безусловно, заслуживает одобрения.

Денежный рынок

Егоров Алексей
egorov_avi@nomos.ru

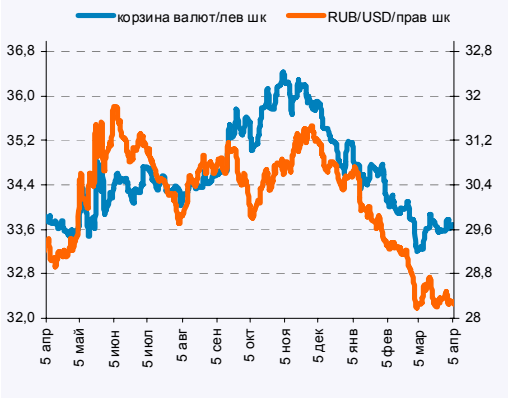
Вчерашнее поведение игроков на международном валютном рынке можно было охарактеризовать как безынициативное. На пути по нисходящей для пары EUR/USD практически не было препятствий. Публикуемые статистические данные в рамках европейской сессии не произвели должного результата по причине нейтральности показателей. Так, рост индекса деловой активности в Еврозоне до уровня 57,2 в марте был компенсирован негативными данными о сокращении индекса розничных продаж на «–0,1%». Привлекательность европейской валюты была восстановлена с открытием валютных торгов в США и выходом данных о сильном снижении индекса деловой активности в непроизводственном секторе до 59,7. Единственным объяснением причин укрепления евро против доллара на столь несущественных данных может стать лишь предположение о том, что часть игроков все же начинает фиксировать позиции, не дождавшись завтрашнего решения ЕЦБ, а те инвесторы, которые рассчитывают на дальнейшее укрепление евро, ищут любые предлоги для покупки, там самым пытаясь «разогреть» рынок.

Динамика EUR/USD, "10 - "11



Источник: Bloomberg

Динамика валютного курса, "10 - "11



Источник: Bloomberg

Помимо статистических данных, так или иначе оставивших след во вчерашних торгах, следует отметить события, обделенные вниманием игроков. Так, по старой доброй традиции Народный Банк Китая объявил об очередном повышении депозитных ставок на 0,25% в праздничный день. Правительство «Поднебесной» неоднократно в течение этого года совершало действия, направленные на борьбу с инфляцией, а также уменьшение уровня ликвидности, возникшего от притока иностранного капитала.

Опубликованный вчера протокол прошлого заседания FOMC также не произвел должного эффекта на рынок, В очередной раз, сложилось мнение о неразберихе в дальнейшей стратегии ФРС по выводу страны на докризисные уровни. Участники, входящие в Комитет, до сих пор не могут определиться с вопросом досрочного сворачивания программы количественного смягчения. Единственной ярковыраженной тенденцией является сокращение числа приверженцев Б. Бернанке и его желание довести программу до конца.

На внутреннем валютном рынке вчерашний день стал логическим продолжением понедельника. Стоимость международных валют при открытии соответствовала уровням закрытия предыдущего дня. Американская валюта так и не смогла восстановиться до пятничных значений и, растеряв свой слабый потенциал, ближе к концу торгов начала снижаться до 28,34 руб. Бивалютная корзина продолжила свое движение в коридоре 33,63–33,71 руб.

В центре внимания вчера оказались высказывания главы ЦБ С. Игнатьева об объемах валютных интервенций в марте, имеющих с начала года вполне выраженную динамику и составивших 5,4 млрд долл. и 10,8 млрд долл. за первый квартал. Рост показателя от месяца к месяцу свидетельствует о попытках Регулятора удержать стабильный курс рубля, несмотря на большой приток валюты от трансформации нефтедолларов в национальную валюту. Также, на пресс–конференции

было заявлено о прогнозе нулевого темпа инфляции в третьем квартале 2010 года, по всей видимости, заранее подготавливая участников рынка к очередному этапу ужесточения.

Остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ продолжают понемногу приближаться к отметке 1,5 млрд руб. Объем ликвидности находится на комфортном уровне, что как и прогнозировалось, стало причиной отсутствия претендентов на участие в депозитного аукциона Минфина РФ на 55 млрд руб. и сроком на пять месяцев с минимальной ставкой 4,3%. Текущие предложения на рынках РЕПО и МБК практически ничем не отличаются от предыдущих уровней: стоимость денежных ресурсов overnight сохраняется в диапазоне 2,93–3,12%.

Долговые рынки

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

Во вторник на глобальных площадках не наблюдалось признаков оптимизма, сопоставимого с тем, который преобладал в конце прошлой недели. Динамика фондовых индексов сформировалась отрицательной: в Европе на уровне в пределах 0,2%, в США в диапазоне 0,02% – 0,05%. Рассматривая влияние ключевых новостей, определяющих настроения, отметим, что сообщение о снижении рейтинга Португалии, спровоцировавшее, в первую очередь, продолжение роста доходностей не только ее госбумаг, но и всего спектра европейских обязательств, довольно оперативно «отодвинули» новости из Китая, где ЦБ принял решение поднять учетную ставку еще на 25 б.п. – до 6,31% годовых.

Еще одним раундом была американская статистика из США, где ISM непроизводственного сектора оказался ниже ожиданий: 57,3 против 59,5. Однако финальную черту «подвел» опубликованный протокол мартовского заседания FOMC, основанной реакцией на который стал резкий рост доходностей UST: по 10–летним бумагам до 3,48% годовых (+6 б.п.). Здесь основная идея заключалась в том, что сохраняется очень высокая вероятность окончания QE2 ранее запланированных сроков.

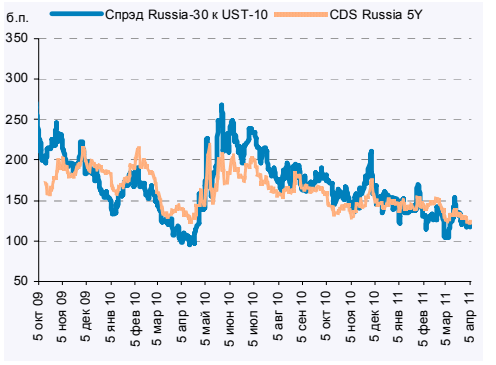
Отметим, что окончательного решения американским регулятором пока еще не достигнуто, что мешает участникам рынка перейти от спекулятивных к инвестиционным стратегиям.

Сегодня высокой активности, особенно в Европе, мы не ждем – вряд ли участники будут предпринимать что–то до того, как завтра будет озвучено решение ЕЦБ.

Поведение инвесторов в российские еврооблигации оказалось довольно предсказуемым – попытки take profit проявили себя с открытием торговых площадок. Помимо того, что после бурного роста участникам рынка потребовалась небольшая пауза, к продажам их подталкивал и поменявшийся на менее комфортный внешний фон. В результате, начав торги у отметки 117%, котировки Russia–30 сместились к 116,6875%, что фактически можно обозначить минимумом дня. Отметим, что в районе минимальных цен появились новые покупатели, обеспечившие бенчмарку возможность частично восстановиться – к закрытию Russia–30 подорожала до 116,875%. Для номинированного в рублях выпуска Russia–18 торговая сессия также начиналась не очень комфортно на фоне довольно неуверенного положения рубля в первой половине дня, вместе тем, к концу дня выпуск вновь взял курс на рост и его котировки «перешагнули» отметку 104%, прибавив более 25 б.п. относительно пятницы, и доходность бумаг опустилась к 7,07% годовых.

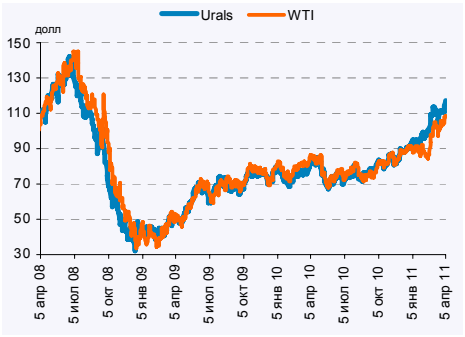
Не удалось избежать переоценок и негосударственному сектору: уже при открытии ценовые уровни были в среднем на 25 б.п. ниже предыдущего закрытия. При этом важно, что ситуация не трансформировалась в мощный sell–off, а проявила себя в фактическом исчезновении торговой активности, скромные признаки восстановления которой стали проявляться лишь во второй половине дня. Наиболее заметный спрос был адресован выпускам АЛРОСА–20, Северсталь–17, Альфа–Банк17, однако и другие ликвидные выпуски, в конечном счете, смогли «подтянуть»

Спрэд Russia-30 и CDS Russia



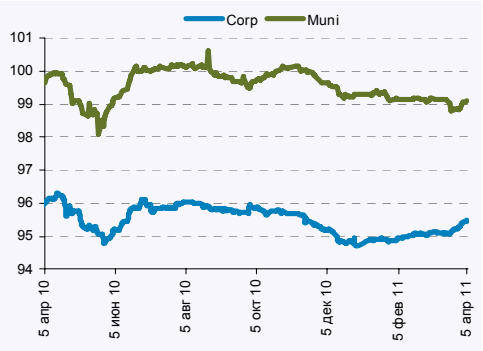
Источник: Bloomberg

Динамика цен на нефть



Источник: Bloomberg

Ценовые индексы ММВБ



Источник: ММВБ

котировки на уровень пятничного закрытия.

Прогнозы относительного сегодняшнего дня смешанные: внешний фон сложно назвать комфортным, что может подтолкнуть наиболее осторожных продолжать фиксацию, вместе с тем, компенсировать пессимистический настрой, как мы полагаем, вполне способны нефтяной сегмент, где сохраняется восходящий ценовой тренд, а также поведение рубля, который вновь взял курс на укрепление.

Отметим, что активизируется первичный сегмент: ТКС Банк и Банк Ренессанс Капитал ведут пре–маркетинг новых выпусков, точные параметры которых станут известны после завершения их road show.

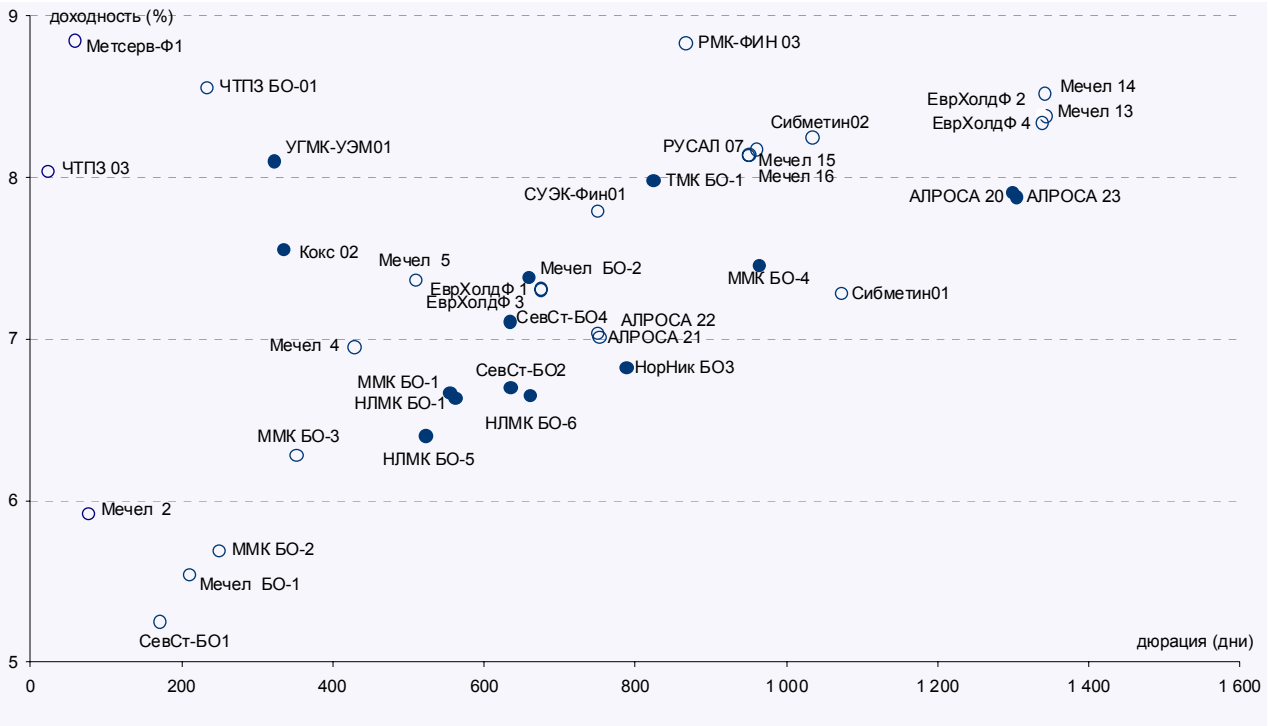
Рублевый сегмент вчера, в целом, предпринял попытку поддаться давлению негативного внешнего фона, что выразилось в активизации желающих зафиксироваться. Вместе с тем, приток предложения встретил довольно высокую заинтересованность покупателей, и это позволило удержать цены без серьезных изменений, а в отдельных случаях привело к новому витку ценового роста, а также «оживлению» покупательской активности в бумагах, которые, казалось бы, смирились с характеристикой «низколиквидные». Вместе с тем, ажиотаж в сегменте госбумаг несколько спал, вероятно, на фоне сегодняшнего размещения бумаг серии 26204, по которым был заявлен довольно широкий ориентир по доходности 7,6% – 7,7% годовых при 7,63% по итогам последних сделок. Вероятно, анонсированная возможность премии направлена именно на то, чтобы как можно больше новых бумаг оказалось в рынке. И, несмотря, на негативные сигналы с внешних рынков, такой сценарий, на наш взгляд, вполне способен к реализации.

В корпоративном секторе в центре торговой активности оставались все те же имена: ВК–Инвест, МТС, ЕвразХолдинг–Финанс, АЛРОСА, Мечел и т.д.

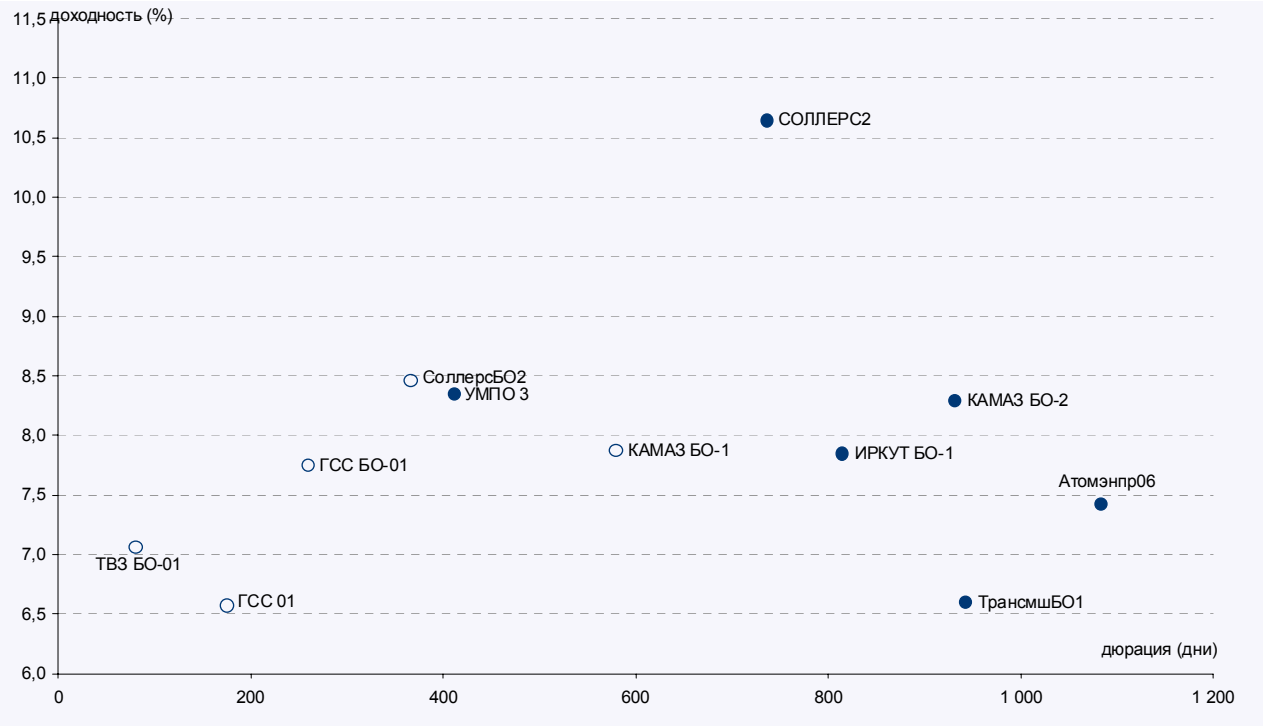
Сегодня, как мы полагаем, настроения участников способны поменяться на более оптимистичные, ориентируясь на внутренние конъюнктурообразующие факторы. При этом анонсированные вчера ЦБ предварительные характеристики движения иностранного капитала в 2011 году, а также предварительные оценки платежного баланса за 1 квартал отражающие опережающий рост импорта, доставляют определенные беспокойства и подталкивают к ожиданиям от регуляторов более мощной поддержки рубля.

Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



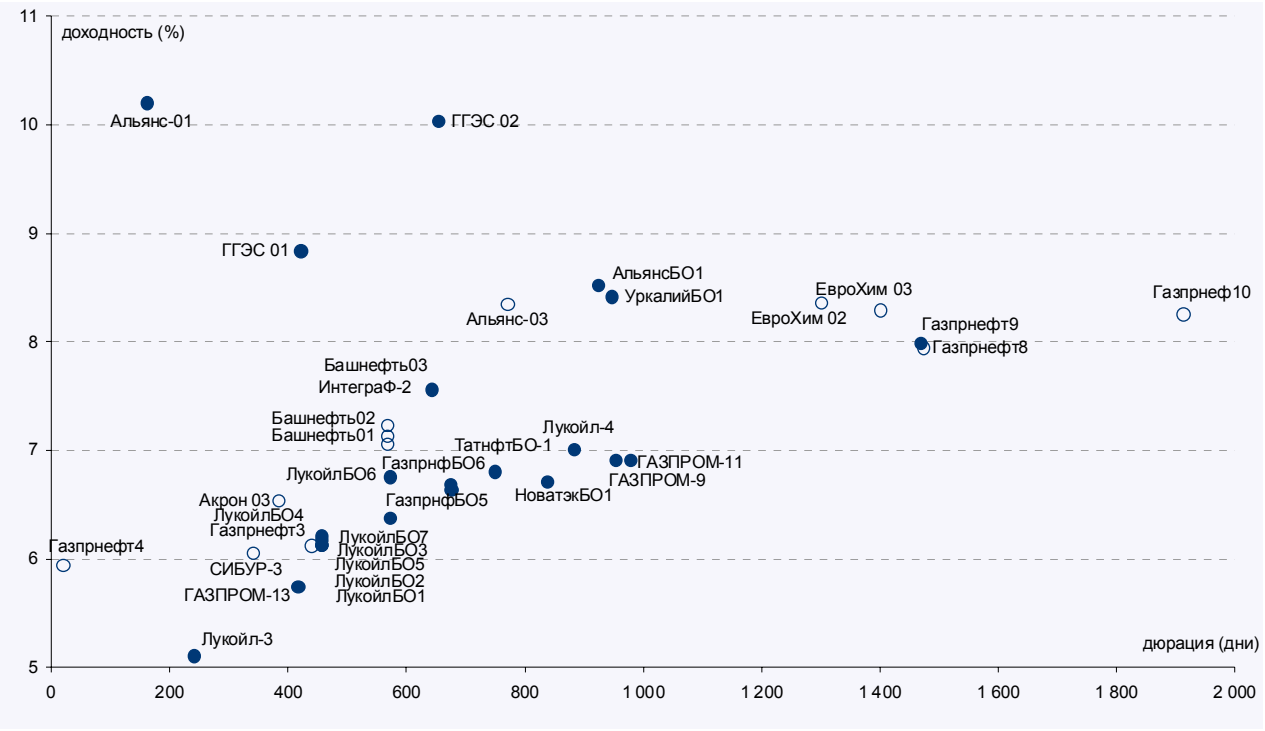
Машиностроение



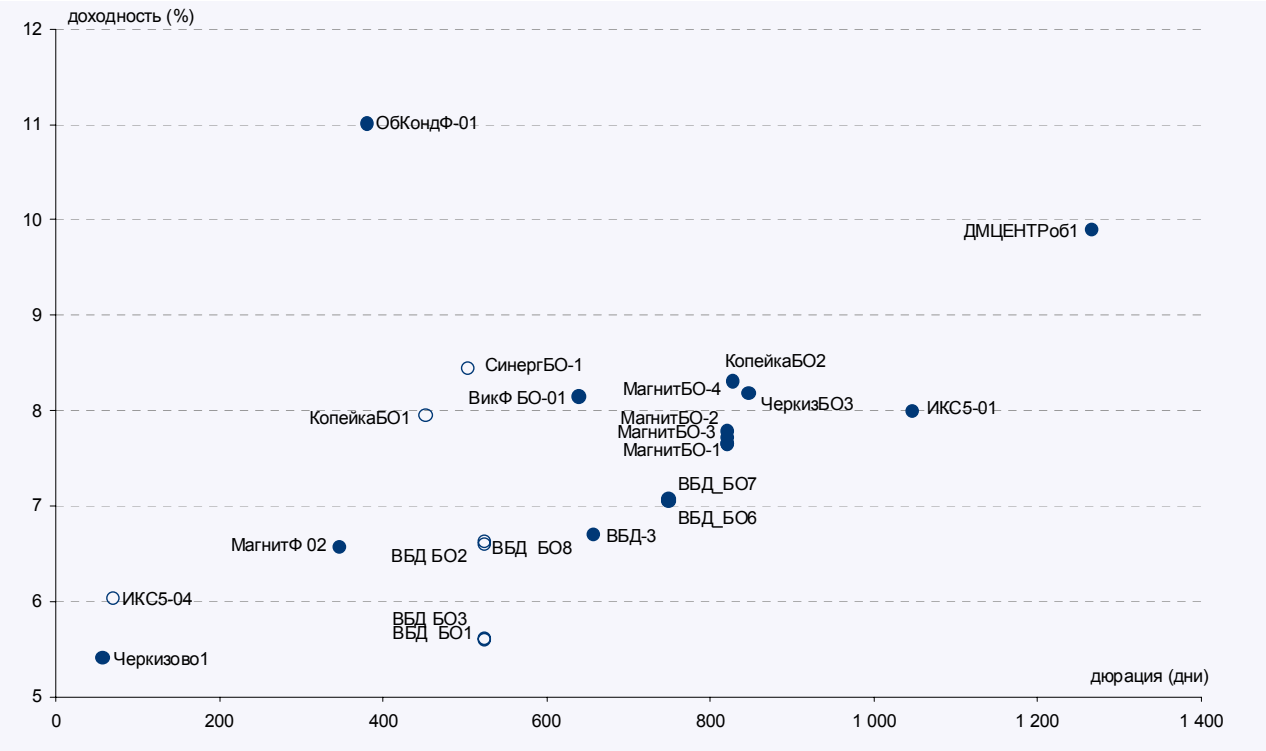
Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК

Нефтегазовый сектор, Химия



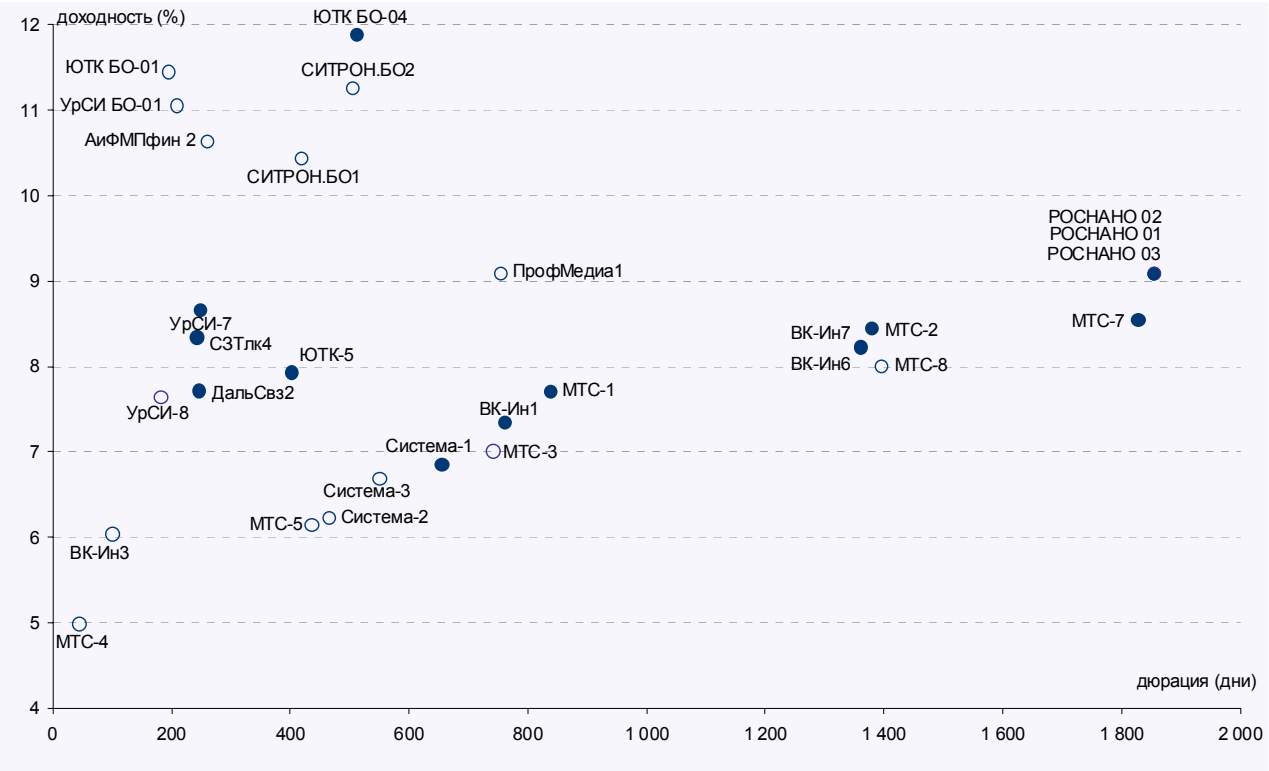
Потребсектор и АПК, Ритэйл



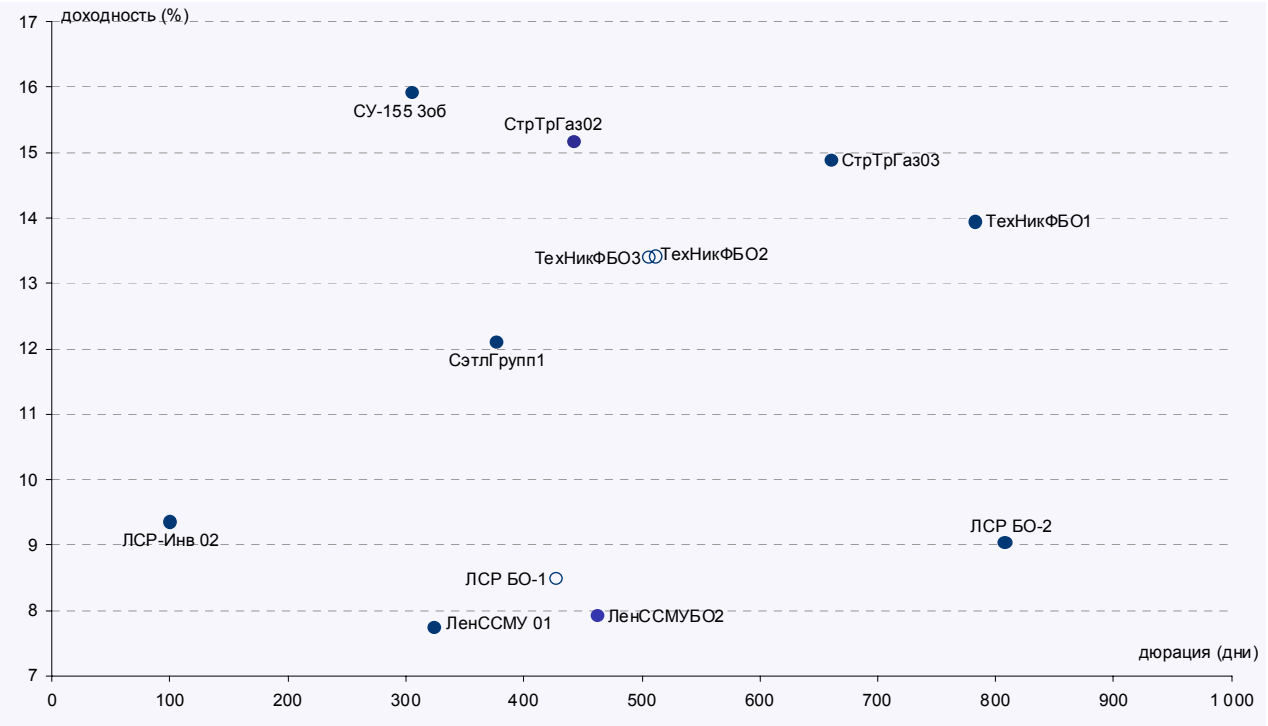
Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК

Телекоммуникации, медиа и высокие технологии



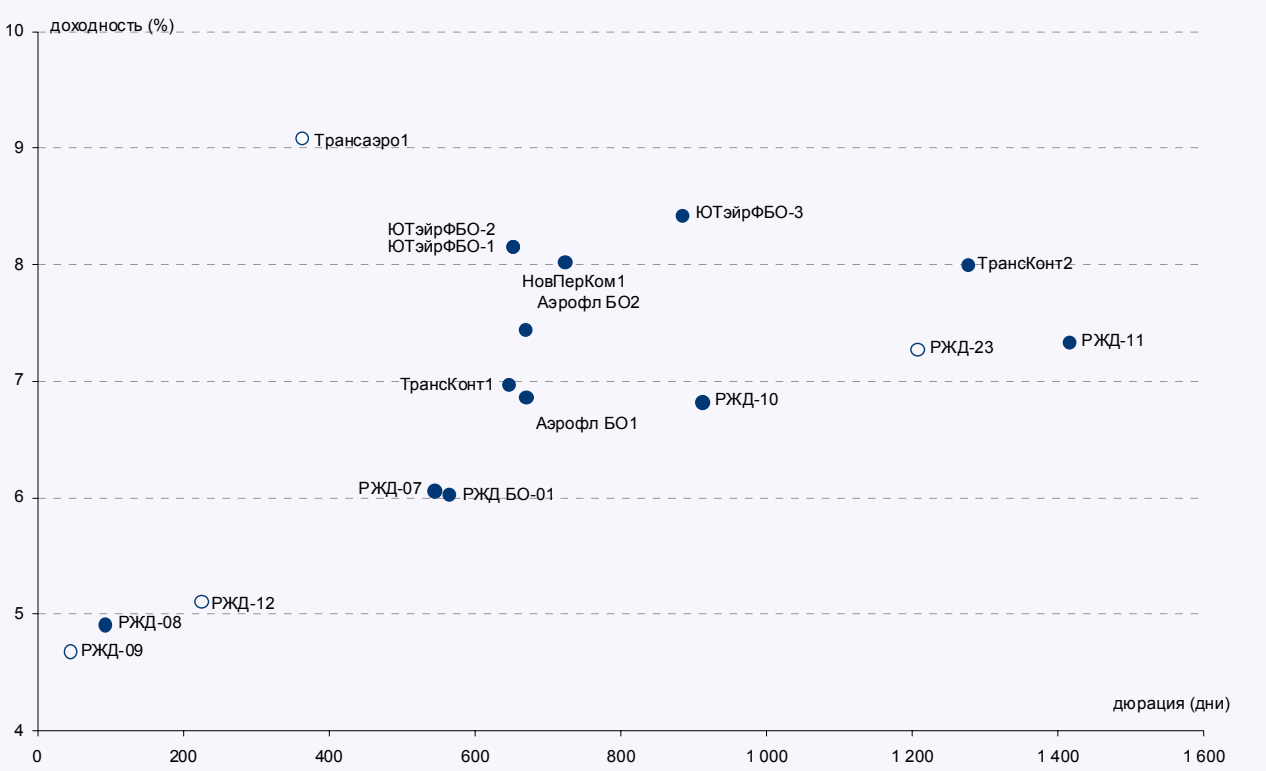
Строительство, девелопмент и стройматериалы



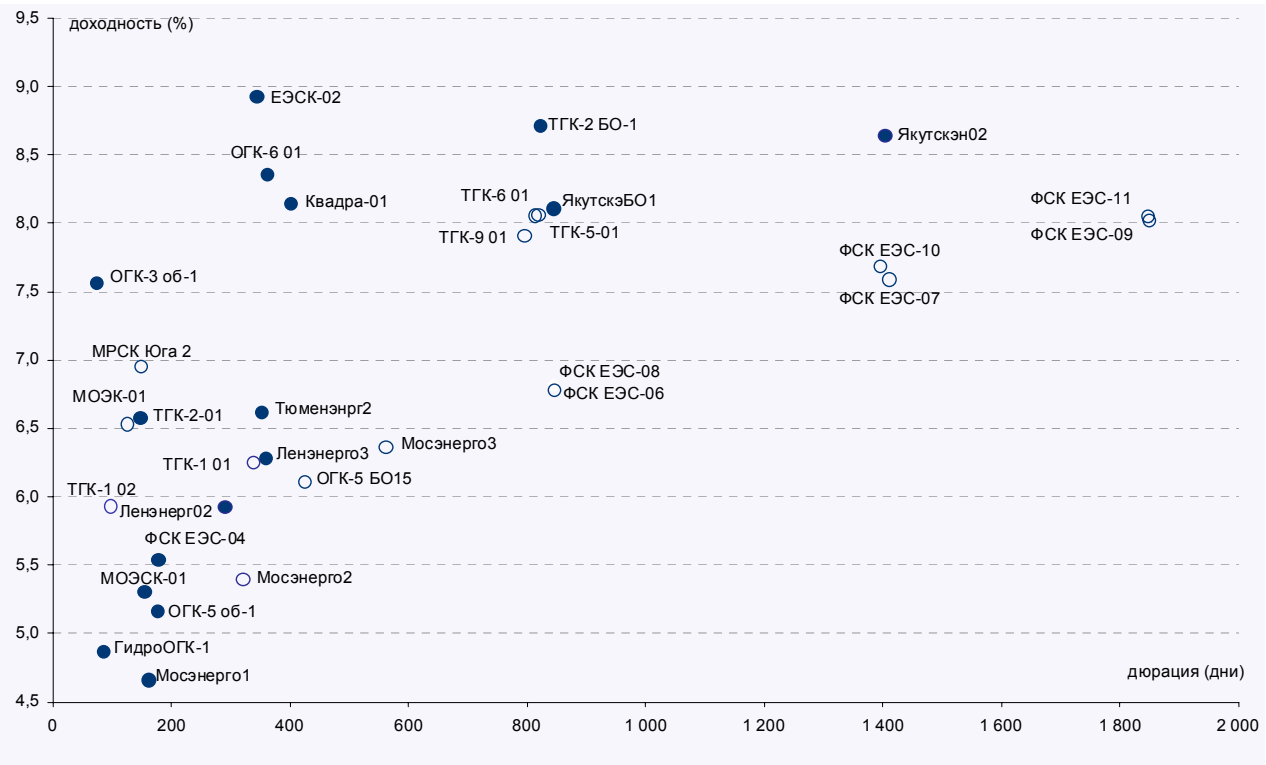
Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК

Транспорт



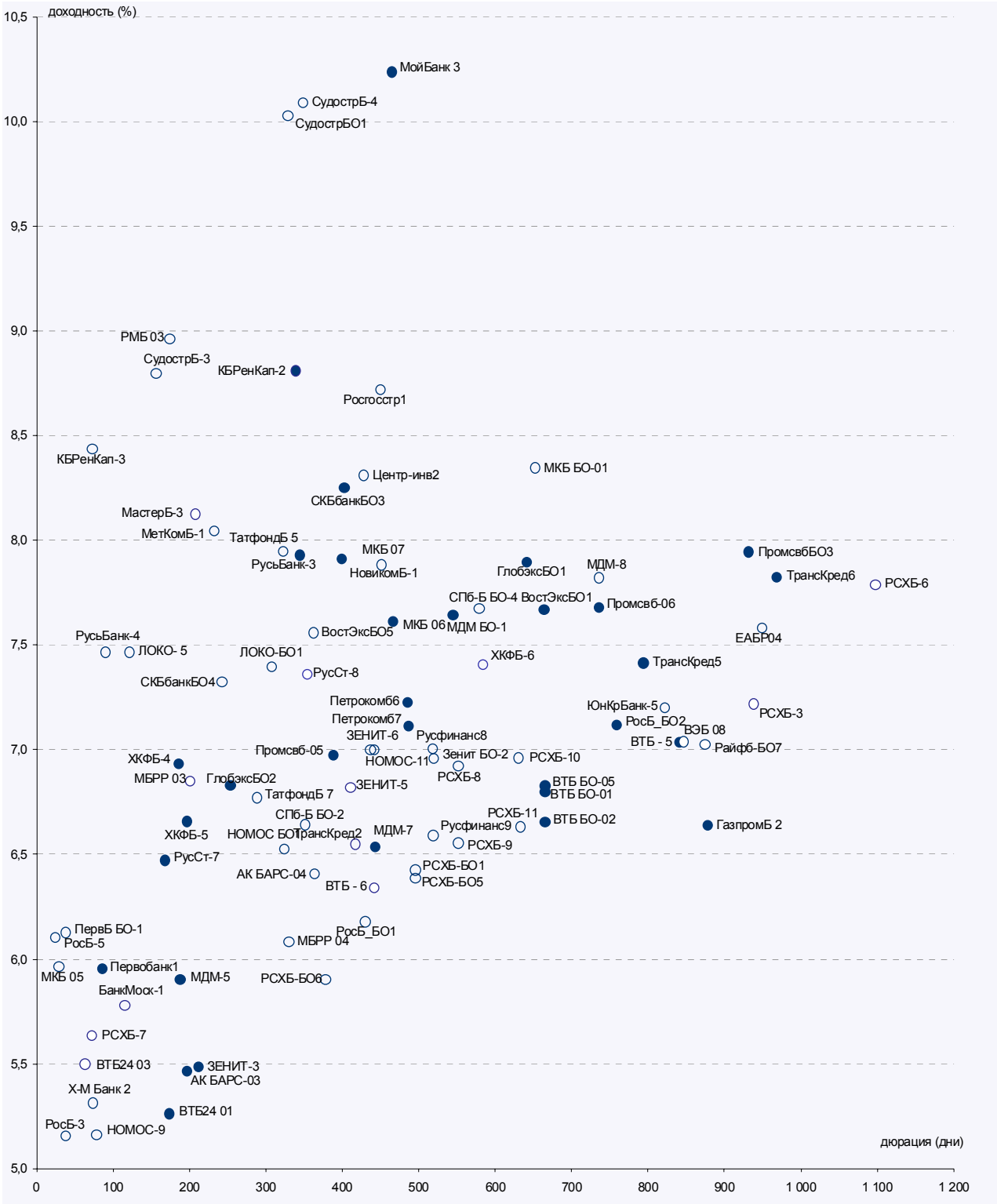
Энергетика



Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК

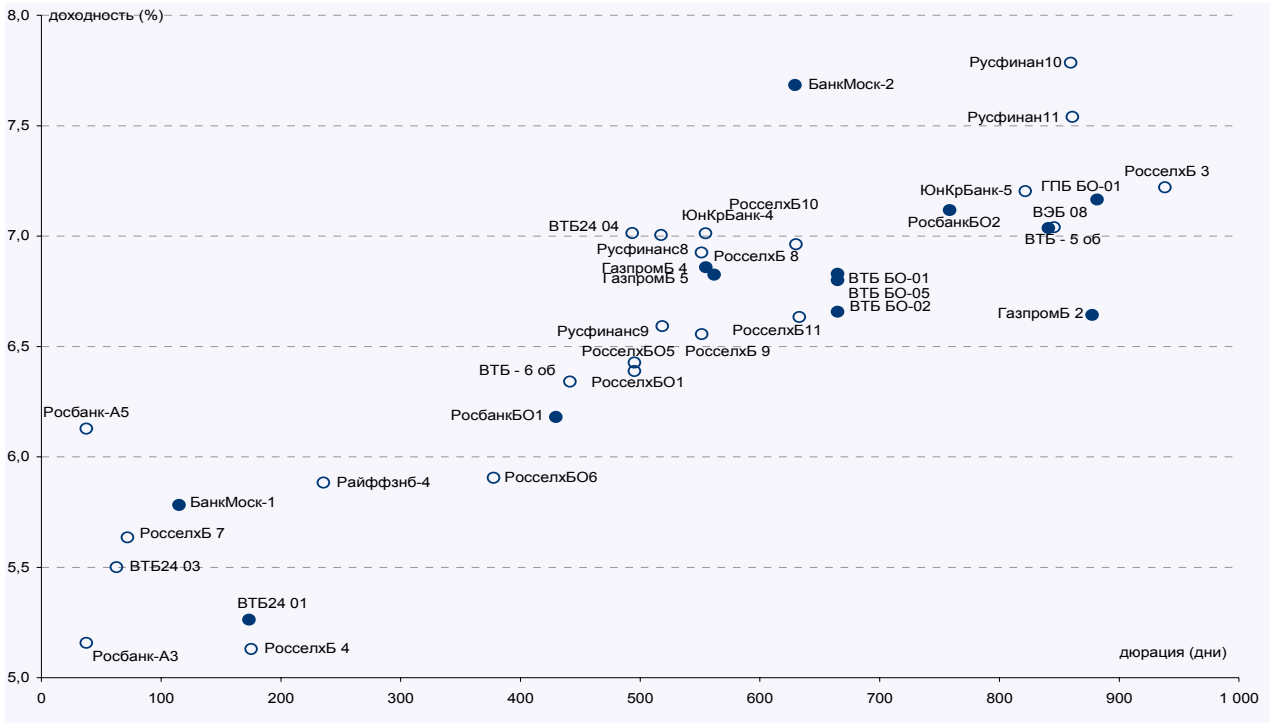
Финансовый сектор



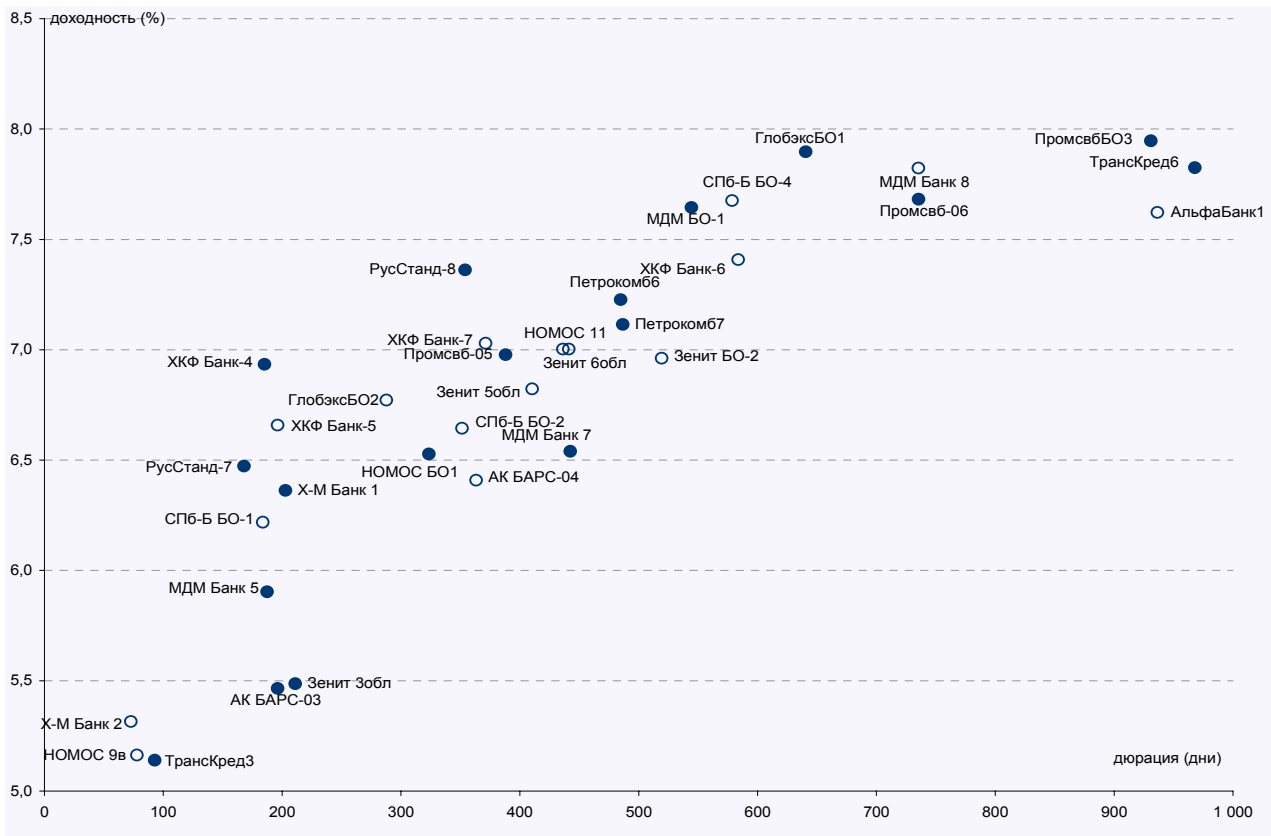
Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК

Финансовые организации с международным рейтингом «BBB+» – «BBB-» / «Baa1» - «Baa3»



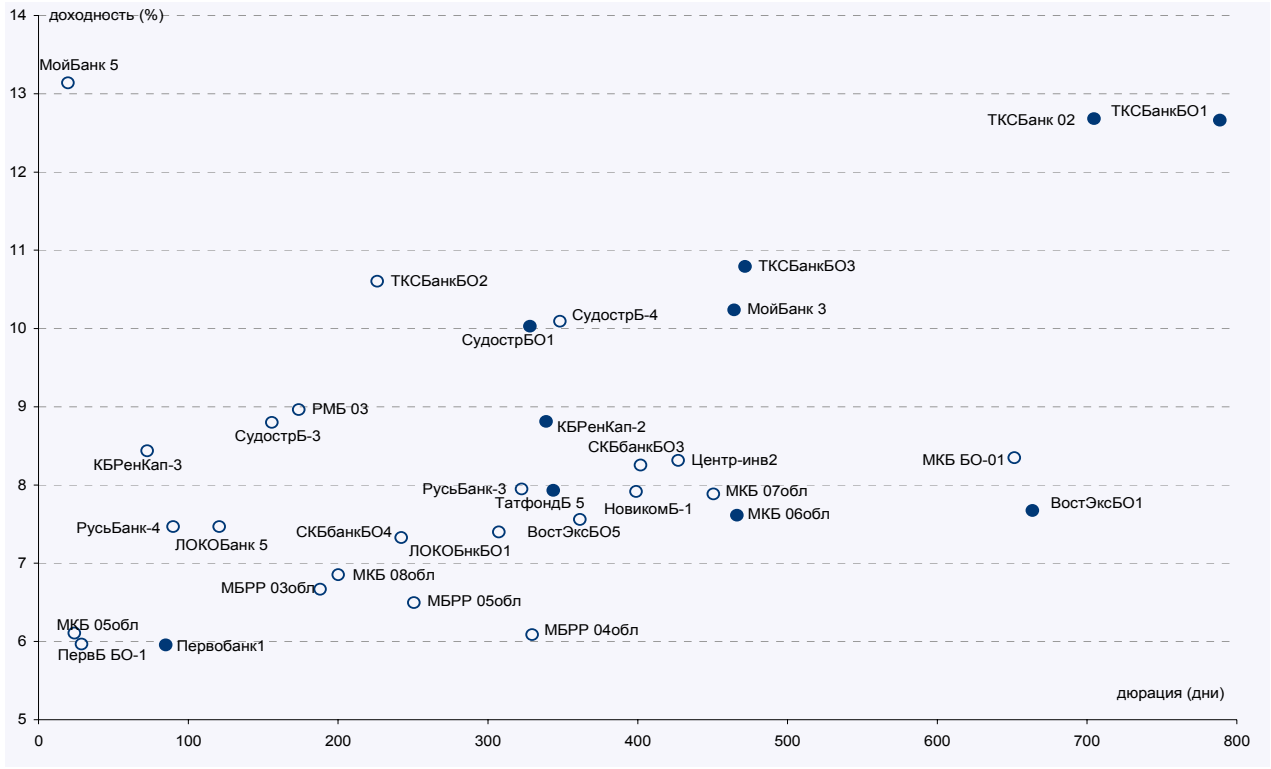
Финансовые организации с международным рейтингом «BB+» - «BB-» / «Ba1» - «Ba3»



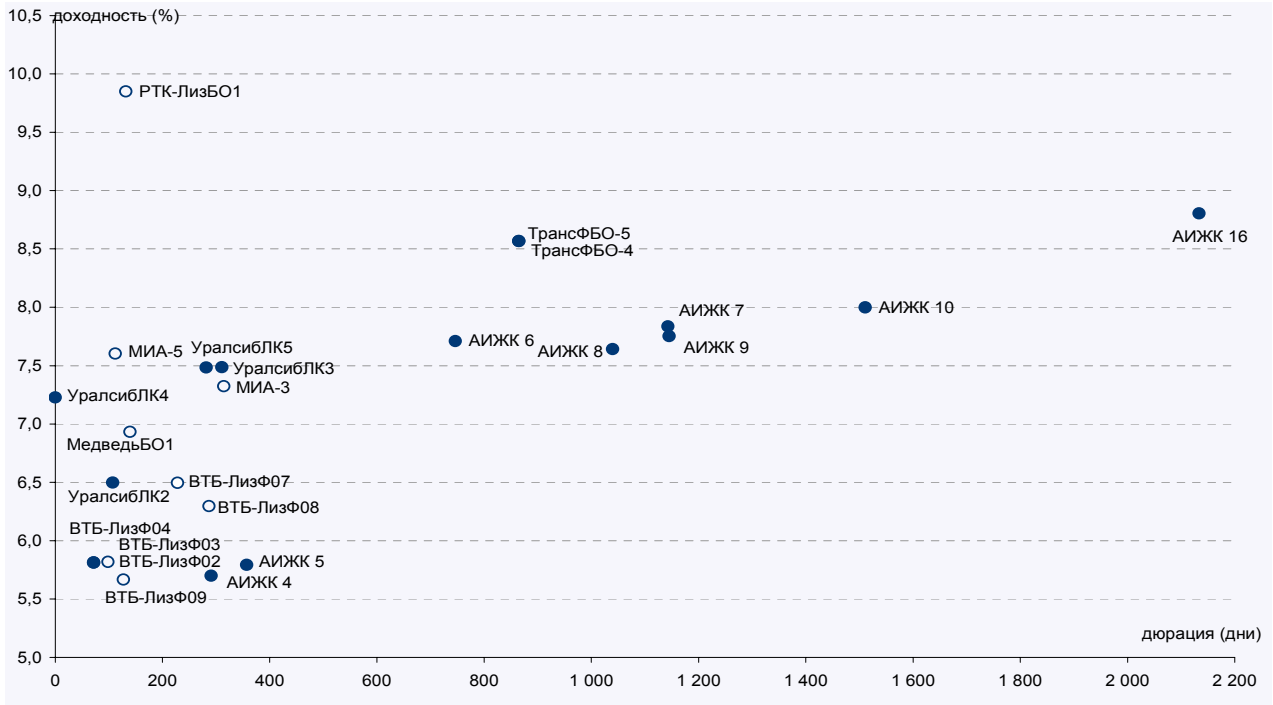
Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК

Финансовые организации с международным рейтингом «B+» - «B-» / «B1» - «B3»



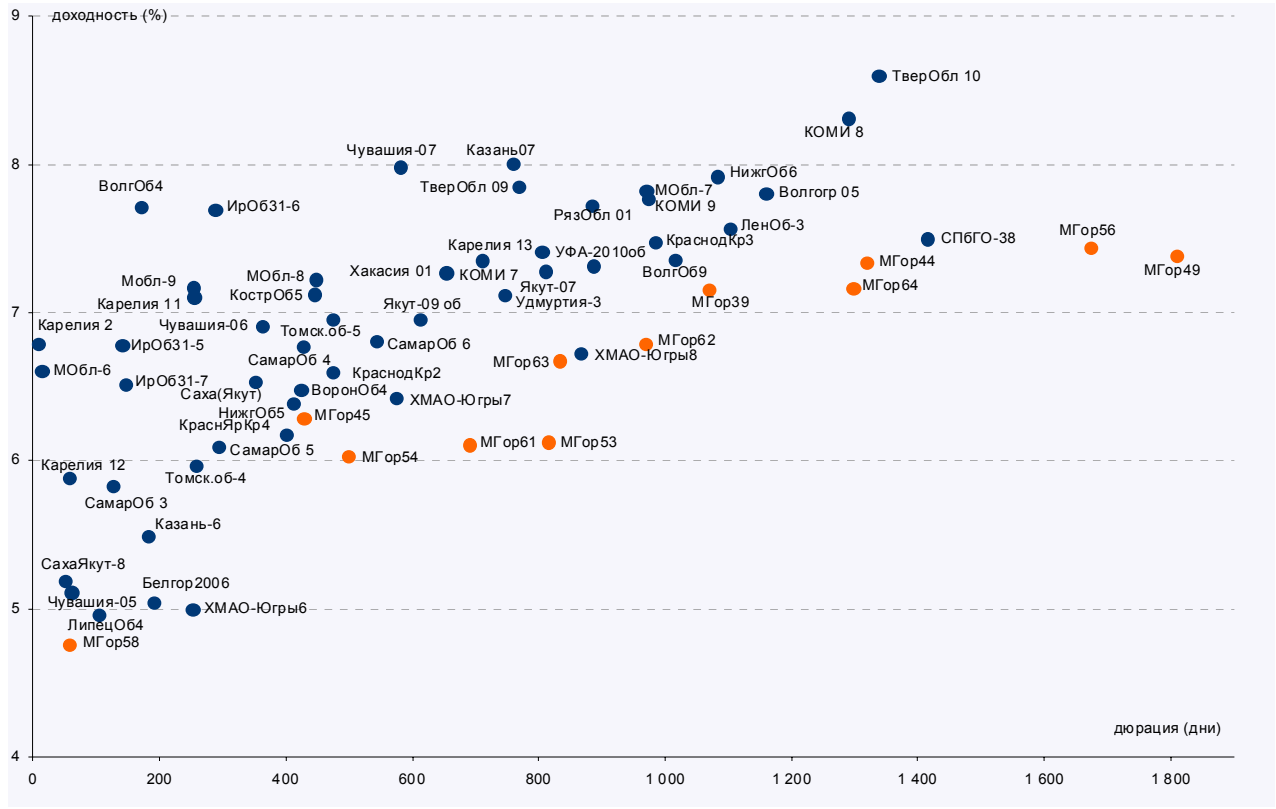
Лизинг и Ипотека



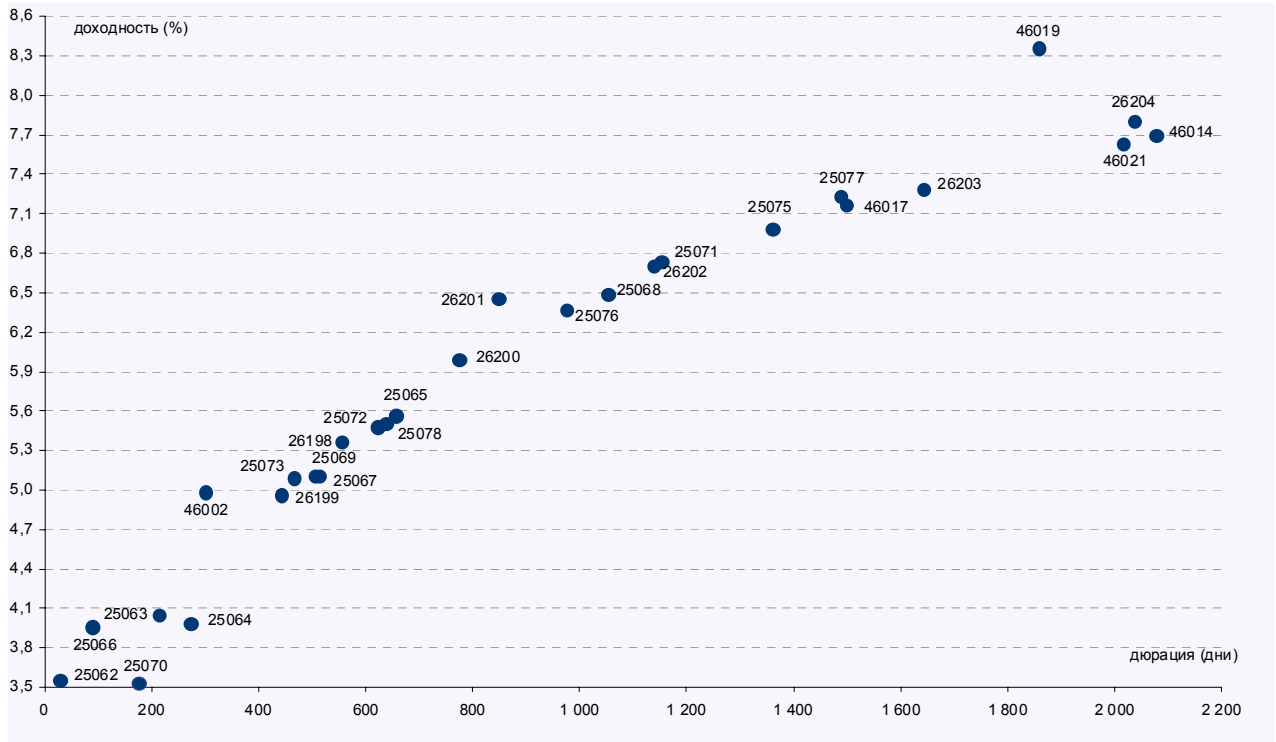
Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК

Субфедеральный и суверенный долг



Облигации федерального займа



Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

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
Аналитика	**(495) 797-32-48**	**research@nomos.ru**
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полютов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@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.