

Рынки и Эмитенты: факты и комментарии

22 сентября 2011 года

Новость дня

С началом торгов на ММВБ бивалютная корзина преодолела уровень 37 руб., «вернувшись» в август 2009 года.

Новости эмитентов.....стр 2

- **Газпром** готовит выпуск ECP?
- **МТС** планирует новые бонды на 30 млрд руб. – слово за конъюнктурой.
- **UniCredit** вслед за Societe Generale пошел на понижение. Российские дочки остаются под вопросом?
- **Группа Кокс:** итоги 1 полугодия 2011 года по МСФО – возросшие требования к премии за риски вполне оправданы.
- **Газпром нефть** покупает у **Газпрома** нефтяной актив за 3,6 млрд руб. – нейтрально.
- В меру позитивная отчетность **ЛСР** за 1 полугодие 2011 года по МСФО.
- **«Мироновский хлебопродукт»** готовит экспансию в Европу через покупку активов.
- **ВЭБ–лизинг, Метинвест, Новая перевозочная компания, Детский мир.**

Денежный рынок.....стр 11

- Решение ФРС с отложенным эффектом не вслило уверенности инвесторам.
- Реалии рынка вновь перевешивают фундаментальные факторы. Рубль продолжает находиться под давлением.
- Кредитные организации замещают ликвидность от ЦБ ресурсами от Минфина.

Долговые рынки.....стр 13

- Внешние площадки: предложенное FOMC рынкам движение в стиле «твист» пока выглядит как продолжение коррекции. Доходность UST–10 опускается вплотную к 1,8% годовых.
- Российские еврооблигации: надежды на стабильность суверенного спреда остаются, но поглощение их весьма проблематично.
- Рублевые облигации продолжают ценовое «пике».

Панорама рублевого сегмента.....стр 16

Основные рыночные индикаторы

ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	1,86%	-8	-151
Russia-30	4,37%	10	-47
ОФЗ 25068	7,11%	-5	-1
ОФЗ 25077	7,80%	-6	n/a
Газпромнефть4	8,64%	19	297
РЖД-10	7,14%	-24	-21
АИЖК-8	7,74%	0	-21
ВЭБ 08	8,19%	0	n/a
Россельхб-8	7,44%	-1	57
МосОбл-8	8,17%	0	-35
Мгср62	7,23%	22	-20

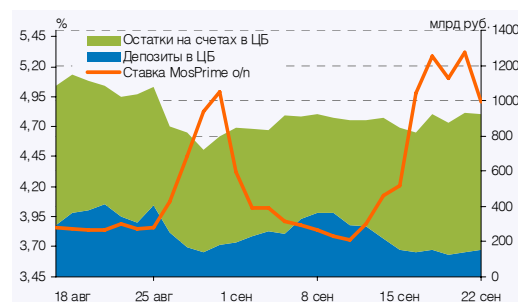
ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	94,11%	-6	-60
iTRAXX XOVER S16 5Y	803,67	9	n/a
CDX XO 5Y	235,90	-2	71

		Изм 1 день, %	YTD, %
MICEX	1 507,25	0,0%	-10,7%
RTS	1 518,64	-1,1%	-14,2%
S&P 500	1 166,76	-2,9%	-7,2%
DAX	5 433,80	-2,5%	-21,4%
NIKKEI	8 741,16	0,2%	-15,5%

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD, %
Нефть Urals	111,51	-0,1%	23,3%
Нефть WTI	85,92	-1,1%	-4,4%
Золото	1 782,35	-1,2%	26,9%
Никель LME 3 M	20 374	-3,9%	-16,2%

Источник: Bloomberg, ММВБ

Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

Аналитическое управление

(495) 797-32-48

E-mail: research@nomos.ru

http://twitter.com/NOMOS_RESEARCH



НОМОС
БАНК

МАКРОНовости

- Банк России сообщает, что международные резервы России за прошедшую неделю снизились на 6,8 млрд долл. и на 16 сентября составляли 532,0 млрд долл.
- Согласно данным ФНС, в консолидированный бюджет РФ в августе 2011 года поступило налогов на 782,8 млрд руб., что на 36,8% больше, чем в августе 2010 года. В январе–августе 2011 года налоговые поступления составили 6441,7 млрд руб., что на 28,1% больше, чем в январе–августе 2010 года. В федеральный бюджет в августе 2011 года поступило 361,4 млрд руб., что в 1,6 раза больше, чем в августе 2010 года, в январе–августе 2011 года поступления составили 2916,3 млрд руб., что на 42,2% больше, чем в январе–августе 2010 года.
- Согласно заявлениям МВФ, потенциальные убытки европейских банков в связи с долговым кризисом могут составить около 300 млрд евро, при этом с начала 2010 года риски выросли примерно на 200 млрд евро.
- По данным Росстата, в январе–июле 2011 года доля убыточных организаций по сравнению с соответствующим периодом 2010 года снизилась на 0,3% и составила 33,1%. В январе–июле 2011 года, по оперативным данным, сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) организаций (без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых организаций и бюджетных учреждений) в действующих ценах составил 4640,8 млрд руб. В январе–июле 2010 года сальдированный финансовый результат составил (по сопоставимому кругу организаций) 3408,8 млрд руб. За первые семь месяцев 2011 года 36,9 тыс. организаций получили прибыль в размере 5254,8 млрд руб., 18,3 тыс. организаций имели убыток на сумму 614,0 млрд руб.

Купоны, оферты, размещения

- Согласно сообщению Минфина, запланированный на среду аукцион по доразмещению **ОФЗ выпуска 26206** объемом 10 млрд руб. не состоялся.

Газпром готовит выпуск ЕСП?

Газпром планирует провести с 3 октября по 5 октября серию встреч с инвесторами в Швейцарии, в рамках возможного размещения euro commercial papers. Сумма программы до 4 млрд долл.

Напомним, что на этот год в бюджете Газпрома заложена программа привлечения долговых обязательств на 90 млрд руб., а в нынешнем году Компания пока не привлекала заимствований. Новые обязательства могут быть обусловлены ростом инвестиционной программы, которая не раз в этом году была пересмотрена в сторону повышения, а также запланированным ростом НДПИ. Отметим, что финансы Монополии за первый квартал были довольно сильными, однако одним из ключевых моментов стал отрицательный свободный денежный поток вследствие роста капитальных затрат. Вместе с тем, вряд ли Газпром будет привлекать деньги любой ценой, поскольку все же конъюнктура на рынке голубого топлива в этом году пока комфортная, укрепление доллара также поддерживает финансы Газпрома.

Напомним, что последнее заимствование на рынке еврооблигаций было примерно год назад, когда были размещены пятилетние бумаги объемом в 1 млрд долл. с доходностью 340 б.п. к среднерыночным свопам. Если все же размещение состоится, то дюрация нового выпуска будет, согласно проспекту, в пределах года, однако сумма, скорее, вряд ли будет соответствовать полному объему программы – 4 млрд долл. Относительно стоимости, то новый бонд с отмеченной срочностью может стоять, по нашему мнению, порядка 230–250 б.п. к свопам.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

МТС планирует новые бонды на 30 млрд руб. – слово за конъюнктурой.

30 сентября 2011 года на повестку совета директоров МТС вынесен вопрос размещения 4 выпусков облигаций общим объемом 30 млрд руб. (2 выпуска по 10 млрд руб. и 2 выпуска – по 5 млрд руб.). Срок погашения данных бондов составит 10 и 15 лет, а окончательные параметры – ставка, наличие оферты и периодичность выплаты купона – будут определены уже при размещении. Большая часть привлеченных средств пойдет на инвестиции в строительство сетей, также частично будет рефинансирован долг Компании.

Мы считаем, что сейчас основной преградой для размещения облигаций МТС может стать неблагоприятная обстановка на долговых рынках и ситуация с ликвидностью, в то время как кредитное качество Компании не вызывает каких-либо нареканий: бизнес Оператора по-прежнему способен генерировать значительный операционный денежный поток (1,7 млрд долл. за 1 полугодие 2011 года), а уровень долговой нагрузки находится на комфортном уровне (Долг/OIBDA – 1,5х). И даже в случае размещения всех 4 выпусков облигаций соотношение Долг/OIBDA у МТС не превысит 1,7х. В настоящее время у Оператора нет острой потребности в денежных средствах, поэтому есть возможность выбрать какой инструмент будет наиболее оптимальным для привлечения ресурсов по стоимости (кредит или облигации). Сейчас доходность длинных бумаг Компании серий 02, 07 и 08 составляет порядка 8,2–8,8% при дюрации 3,5–4,7 года. Скорее всего, при выходе на публичный рынок инвесторы в условиях нестабильности потребуют щедрую премию по купону даже у такого надежного Эмитента как МТС, что может не устроить последнего. Поэтому наверняка Компания займет выжидательную позицию, чтобы в случае улучшения конъюнктуры максимально выгодно для себя выйти на рынок с новой порцией бондов.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Рейтинги и прогнозы**UniCredit вслед за Societe Generale пошел на понижение. Российские дочки остаются под вопросом?**

Агентство Standard&Poor's понизило рейтинги 7 банков Италии и ухудшило прогноз по рейтингам 8 кредитных организаций страны на фоне понижения рейтинга Италии (с «А+» до «А»). Рейтинговое действие коснулось в том числе Intesa Sanpaolo – S&P снизило долгосрочные кредитные рейтинги до «А» с «А+», и UniCredit (и его дочерних компаний – UniCredit Bank, UniCredit Bank Austria и UniCredit Leasing) – прогноз рейтинга «А» был понижен со «Стабильного» на «Негативный».

Если с точки зрения бондов Банка Интеза ситуация практически не меняется, поскольку они, судя по всему, были выкуплены с рынка в конце 2008 года, хотя формально еще находятся в обращении (погашение в ноябре текущего года), то вот российский ЮниКредит Банк может пережить ряд «неприятных» моментов. Хотя в последнее время ситуация для него складывалась вполне успешно. Во-первых, 2 августа текущего года агентство S&P наконец-то подняло Банку рейтинг с «BBB-» до «BBB», хотя от Fitch он давно уже стоит на ступени «BBB+». При этом отметим, что собственная оценка кредитоспособности Банка стоит на 3 ступени ниже, а остальное он «добирает» за счет материнской структуры, в которой, кстати, является «стратегически важной компанией для Группы», что также идет Банку «в зачет». Не исключено, что в результате снижения прогноза рейтинга UniCredit Bank рейтинг российского ЮниКредит Банка может попасть под пристальное наблюдение.

Во-вторых, в августе у Банка наблюдался некоторый дисбаланс в движении средств на МБК. Интересен, например, тот факт, что если объем средств, привлеченный от банков-нерезидентов, сохранялся на уровне немногим более 200 млрд руб. (204 млрд руб. на начало месяца, и 209 млрд руб. на конец), то объем средств, размещенных на счетах банков-нерезидентов вырос с 224 млрд руб. до 280 млрд руб. (36% от активов). На наш взгляд, эти средства могли «осесть» и на счетах аффилированных структур, тогда это уже выглядит как некоторая поддержка. Сокращение средств, направляемых на основной бизнес российского подразделения, может привести к снижению его прибыльности, что также говорит не в пользу его рейтинга. Таким образом, как и в случае с понижением рейтинга от Moody's французской Societe Generale (см. наш обзор от 15 сентября 2011

года http://nomos.ru/upload/iblock/f78/Daily_15_09_2011.pdf), дочерние структуры вполне могут быть затронуты рейтинговыми агентствами уже хотя бы потому, что поддержка в случае необходимости может быть оказана с уже немного меньшей долей вероятности. Поскольку рейтинговые действия уже коснулись Франции и Италии, остается только «порадоваться», что у американский Citigroup, Bank of America и Wells Fargo, которым также вчера понизили рейтинг, нет российских дочек-эмитентов. Тем не менее, общая картина выглядит все же несколько удручающе для российского финансового сектора, в котором доля иностранного капитала составляет порядка 28%.

Возвращаясь к бондам российского ЮниКредит Банка, то мы не ждем существенных движений, поскольку его рейтинги сейчас находятся на достаточно высоком уровне – суверенном, однако мы все же бы рекомендовали более детально следить за изменениями в его финансовых показателях.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

- **ОАО «ВЭБ–лизинг»** и Сбербанк России заключили кредитное соглашение по открытию невозобновляемой кредитной линии. Общая сумма сделки составляет 14,53 млрд руб. или 11% от стоимости активов по состоянию на 30 июня 2011 года. Срок кредитной линии – 117 месяцев. Дата совершения сделки (заключения договора) – 21 сентября 2011 года. /Finambonds/

ТРАНСПОРТ

- Globaltrans Investment PLC предоставит **ОАО «Новая перевозочная компания»** заем в размере не более 5 млрд руб. сроком до 29 декабря 2014 года. Заем будет использован для приобретения основных средств, пополнения оборотного капитала, говорится в материалах НПК. /Finambonds/

Новость носит, безусловно, положительный характер и подтверждает готовность материнской компании оказывать поддержку дочернему бизнесу.

МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

- Украинский холдинг **«Метинвест»** в рамках программы реконструкции и модернизации производственных предприятий переводит Авдеевский коксохимический завод (АКХЗ, Донецкая область) на новое оборудование по подготовке угольных смесей к коксованию, производительность которого вдвое выше текущей. Общий объем инвестиций в модернизацию и переоснащение углеподготовительных цехов завода превысит 16,5 млн гривен (2,1 млн долл.). Источник финансирования капитальных расходов не назван. Как мы полагаем, значительная их часть будет профинансирована за счет собственных ресурсов. /Интерфакс/

Группа Кокс: итоги 1 полугодия 2011 года по МСФО – возросшие требования к премии за риски вполне оправданы.

На этой неделе Группа Кокс опубликовала неаудированные консолидированные операционные и финансовые показатели, подготовленные в соответствии со стандартами МСФО, за 1 полугодие 2011 года, которые отражают факт ощутимого ослабления отдельных финансовых характеристик Компании.

ОАО "Кокс", МСФО				
млрд руб.	2010	1 п. 2011	изм, %	
Основные балансовые показатели				
Активы	52 022	58 215	11,9%	
Основные средства	24 299	26 155	7,6%	
Дебиторская задолженность	1 960	2 520	28,6%	
Запасы	4 912	8 469	72,4%	
Денежные средства и их эквиваленты	2 705	1 525	-43,6%	
Финансовый долг	21 245	26 593	25,2%	
Долгосрочные займы	15 970	18 657	16,8%	
Краткосрочные займы	5 275	7 936	50,4%	
Чистый долг	18 540	25 068	35,2%	
Основные показатели прибыли и убытков, денежный поток				
млн долл	2010	1 п. 2011	1 п. 2010	1 п.'11 / 1 п.'10, %
Выручка	44 259	24 538	22 165	10,7%
Операционная прибыль	6 394	4 066	2 913	39,6%
EBITDA*	8 154	4 380	5 558	-21,2%
Чистая прибыль	1 501	1 633	461	254,2%
Денежный поток от операционной деятельности	7 808	-3 081	-508	506,5%
Основные финансовые коэффициенты				
Рентабельность EBITDA	18,4%	17,8%	25,1%	-4,2 п.п.
Рентабельность чистой прибыли	3,4%	6,7%	2,1%	+4,6 п.п.
Финансовый долг/EBITDA	2,61	3,04	n/a	n/a
Чистый долг/EBITDA	2,27	2,86	n/a	n/a

* данные Компании

Так, среди наиболее серьезных негативных аспектов кредитного профиля Кокса обозначим:

– **Снижение нормы EBITDA из-за роста себестоимости, а также транспортных издержек бытовой компании.**

За отчетный период показатель EBITDA (скорректированный) снизился относительно сопоставимого периода прошлого года на 21%, до 4,38 млрд руб. При этом на фоне роста консолидированной выручки за январь–июнь 2011 года к январю–июню 2010 года на 11% (до 24,54 млрд руб.) EBITDA margin сократилась до 18% с 25%. Несмотря на рост цен реализации как на внутреннем, так и на внешнем рынке и на кокс, и на чугун (базовые товары для Группы), компенсировать рост себестоимости производства, а также операционных расходов не удалось. В комментариях менеджмента к отчетности также уточняется, что Компания была вынуждена компенсировать сокращение собственной добычи, наращивая его закупки у внешних поставщиков, что в условиях повышательной ценовой динамики угля только усилило давление на операционные издержки. Ключевыми причинами падения добычи обозначены горно-геологические условия, которые к моменту предоставления отчетности в некоторой степени удалось исправить. Вместе с тем, внешние закупки угля, судя по всему, продолжатся и во втором полугодии, что будет снова негативно влиять на финансовые результаты, поскольку признаков ценовой коррекции в сегменте пока не наблюдается.

Интеграция созданной во второй половине прошлого года бытовой компании (Industrial Metallurgical Trading /IMT), осуществляющей реализацию на внешнем рынке, выражается ростом операционных расходов, поскольку теперь они включают и транспортные расходы IMT в отличие от показателя за 1 полугодие 2010 года.

– **Весомое увеличение кредитного портфеля.**

Группе Кокс пришлось наращивать заемное финансирование в текущем году не только по причине более крупных, чем в прошлом году инвестрасходов (3,06 млрд руб. против 1,59 в 1 полугодии 2010 года), обусловленных затратами на продолжение строительства новых шахт (Бутовская и Тихова). Значительная часть привлеченных кредитов – это товарное финансирование сбытового актива – ИМТ. Как видно из отчетности, операционный денежный поток Кокса за полугодие отрицательный – в объеме более 3 млрд руб.

На 30 июня 2011 кредитный портфель Группы составлял 26,59 млрд руб., увеличившись с начала года на 5,34 млрд руб. В качестве «компенсирующего» аргумента отметим, что Группе удалось снизить стоимость долговых обязательств, заместив довольно дорогие рублевые бонды серии 01 на более комфортную по ставке серию 02, а также достигнув договоренности с ключевыми кредиторами по снижению процентных ставок. Кроме того, не только как имиджевый шаг будем рассматривать состоявшейся в июне текущего года выпуск евробондов на 350 млн долл., при котором премия в доходности к крупным отраслевым аналогам с более высокими международными рейтингами, имеющим также продолжительный опыт на международном долговом рынке, была в пределах 240 б.п.

– Качество покрытия долга снижается.

Структура долгового портфеля не вызывает паники с точки зрения острой потребности в рефинансировании, поскольку преобладающая часть долга должна быть погашена более чем 3 лет, а имеющаяся краткосрочная составляющая – это главным образом обеспеченные кредиты, в связи с чем, как мы полагаем, не должно возникнуть серьезных проблем с тем, чтобы их при необходимости пролонгировать. Согласно данным отчетности, обязательства на 2,5 млрд руб. необеспеченные, но на фоне остатка на балансе денежных средств и депозитов на 1,5 млрд руб., эта сумма не выглядит угрожающей. Вместе с тем, снижение несет в себе риски формирования более негативного восприятия кредитных рисков Эмитента. Так, по итогам полугодия соотношение Net Debt/EBITDA (скорректированная) увеличилось до 2,86х с 2,27х на 31 декабря 2010 года. В целом, по данному показателю сохраняется запас прочности перед ковенантами, обозначенными условиями к имеющимся долговым обязательствам (4,0х по кредитам Сбербанка), но на фоне других компаний отрасли, которым удастся поддерживать уровень покрытия в пределах 2,0х, Кокс, очевидно, проигрывает, что оправдывает желание инвесторов ограничить свои позиции в его долговых бумагах.

Продолжая тему динамики бумаг Кокса, отметим, что рублевому бонду пока удастся сохранить котировки довольно близко к номиналу – последние сделки по 99%, YTM 9,32%. Похоже, держатели ориентируются на купон (8,7% годовых) и не настроены экстренно закрывать позиции, к тому же при текущей конъюнктуре в корпоративном секторе рублевого рынка это будет чрезвычайно сложно без серьезных убытков. В евробондах ликвидности тоже мало, но учитывая специфику рынка можно отметить, что это не ограничивает желание инвесторов выходить из бумаги «повышенного риска» при любой появляющейся возможности – за последнее время котировки снизились до 94% (YTM 9,09%). На фоне продаж по сектору в целом такие движения вполне оправданы – спрэд порядка 240 б.п. сохраняется, не учитывая пока негативные изменения кредитных характеристик Кокса.

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

Газпром нефть покупает у Газпрома нефтяной актив за 3,6 млрд руб. – нейтрально.

Совет директоров Газпром нефти одобрил приобретение у Газпрома 61,8% акций ЗАО «Газпром нефть Оренбург». Сумма сделки составит 3,58 млрд руб. Консолидировать 100% компании Газпром нефть собирается в следующем году, кроме того, она приобретет и всю расположенную на активе инфраструктуру. Недавно Компания также договорилась о покупке 86,38% акций ОАО «Южуралнефтегаз», владеющего лицензией на Капитановское месторождение в Оренбургской области, сумма сделки не раскрывается. За счет новых

22 сентября 2011 года

7

приобретений Компания прирастит запасы в размере 184 млн тонн нефтяного эквивалента. Общая сумма всех трех сделок составит 800 млн долл. Запасы Капитановского месторождения оцениваются в 7 млн тонн, Царичанского – в 25 млн тонн, восточной части Оренбургского – в 96 млн тонн, 2 млн тонн конденсата и 53 млрд кубометров газа. /Коммерсантъ/

Прежде всего отметим, что разговоры о передаче активов Газпрома Газпром нефти идут достаточно давно и в целом сделки были ожидаемы и будут на пользу операционному профилю Компании. Общая сумма называемая «Коммерсантом» в 800 млн долл. вряд ли будет тяжким бременем и может быть проведена за собственный счет. Так, согласно итогам полугодия подушка ликвидности составляла 1,1 млрд долл., а операционный денежный поток 2,5 млрд долл.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

СТРОИТЕЛЬСТВО, ДЕВЕЛОПМЕНТ И СТРОИТЕЛЬНЫЕ МАТЕРИАЛЫ

В меру позитивная отчетность ЛСР за 1 полугодие 2011 года по МСФО.

Вчера строительная группа ЛСР представила в меру позитивные финансовые результаты за 1 полугодие 2011 года по МСФО. Так, выручка Компании увеличилась на 29,6% до 22,96 млрд руб., показатель EBITDA – на 31,2% до 3,83 млрд руб., кроме того, была получена чистая прибыль 706 млн руб. против убытка 675 млн руб. годом ранее. Отметим, что в силу особенностей учета доходов по МСФО (после передачи площадей), данные цифры отражают постепенное восстановления рынка недвижимости за период 2010 года, а также рост спроса на стройматериалы с постепенным увеличением цен на них (на некоторые продукты на 5–27%), хотя они еще не достигли докризисного уровня 1 полугодия 2008 года. В дальнейшем (в среднесрочной перспективе) поддержку основным финансовым показателям окажут новые контракты на продажу недвижимости площадью 118 тыс. кв. м, которых было заключено в январе–июне 2011 года на сумму 9,6 млрд руб. 118 тыс. кв. м., что на 96% выше результатов 1 полугодия 2010 года. Добиться таких результатов, по данным менеджмента, удалось за счет эффекта отложенного спроса и развития ипотеки. Кроме того, росту доходов будет способствовать наращивание производственных мощностей строительных материалов в основном за счет новых приобретений: кирпичного завода ОАО «Павловская керамика», железобетонного завода ОАО «Обуховский завод СМБК», предприятия по производству щебня ООО «436 КНИ» и др.

Финансовые результаты ЛСР (МСФО)				
млрд руб.	1 пол. 2011	1 пол. 2010	2010	1 пол. 2011/ 1 пол. 2010
Основные финансовые показатели				
Выручка	22,964	17,717	49,950	29,6%
EBITDA	3,834	2,923	8,687	31,2%
Операционный денежный поток	-0,110	-2,286	2,589	-
Чистая прибыль (убыток)	0,706	-0,675	1,742	-
% расходы	1,415	1,934	3,899	-26,8%
	1 пол. 2011	1 пол. 2010	2010	1 пол. 2011/ 2010
Денежные средства и их эквиваленты	1,531	-	1,327	15,4%
Долг	35,877	-	31,703	13,2%
Чистый долг	34,346	-	30,376	13,1%
Показатели эффективности и покрытия долга				
Рентабельность EBITDA	16,7%	16,5%	17,4%	0,2 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	3,1%	-	3,5%	-
Долг/EBITDA	3,74	-	3,65	-
Чистый долг/EBITDA	3,58	-	3,50	-
EBITDA/% расходы	2,71	1,51	2,23	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКа

Несмотря на восстановление ценовых уровней на рынке недвижимости и стройматериалов, маржинальность бизнеса ЛСР осталась на уровне годичной давности (рентабельность EBITDA составила 16,7%, что на 0,2 п.п. выше, чем в 1 полугодии 2010 года), причиной этому стал рост коммерческих (на 16% до 1,2 млрд руб.) и административных расходов (на 26% до 2,4 млрд руб.). По данным Компании, коммерческие затраты возросли из-за увеличения расходов на транспортировку стройматериалов, а административные – по причине роста расходов на персонал (повышение заработной платы, увеличением социальных расходов) и на услуги сторонних организаций. При этом положительное изменение рентабельности пока еще сдерживалось не в полной мере восстановившимся уровнем цен на недвижимость и стройматериалы.

На наш взгляд, в дальнейшем вполне можно ожидать повышения прибыльности Группы благодаря увеличению доли сегмента строительных материалов (сейчас 36,7% консолидированной выручки) и девелоперского направления (37,7%) в бизнесе ЛСР, рентабельность которых несколько выше, нежели строительство. Кроме того, Компания постепенно укрепляет свои позиции в московском регионе, где традиционно уровень цен на недвижимость и стройматериалы является самым высоким в стране.

Долговая нагрузка у Компании по итогам 1 полугодия 2011 года остается на высоком уровне (Долг/EBITDA – 3,74x, Чистый долг/EBITDA – 3,58x против 3,65x и 3,50x в 2010 году соответственно), что характерно для отрасли в целом, но график погашения кредитов и займов в среднесрочной перспективе (до 1,5 лет) находится на приемлемом уровне. Так, во 2 полугодии 2011 года ЛСР предстоит рефинансировать 1,085 млрд руб., в 2012 году – 3,83 млрд руб., что Компании вполне под силу исполнить самостоятельно, в том числе благодаря запасу денежных средств на счетах 1,53 млрд руб. В то же время на 2013 год приходится пик погашения долга (порядка 9,88 млрд руб.), который Группе, скорее всего, удастся преодолеть либо за счет выхода на публичный рынок заимствований (в зависимости от конъюнктуры), либо при помощи госбанков, чьей поддержкой в настоящее время Компании удалось заручиться (около 71,3% долга приходится на ВТБ, Внешэкономбанк, Россельхозбанк и Сбербанк). В свою очередь, мы считаем, что у Группы сохраняются риски наращивания долга из-за высокой активности на M&A–рынке и осуществления капвложений в строительство производственных объектов (кирпичный и цементный заводы) в рамках построения вертикально–интегрированного холдинга.

Вместе с тем, вчера стало известно, что совет директоров ЛСР принял решение о выпуске двух 5–летних облигационных займов серий 03 и 04 на общую сумму 8 млрд руб. (3 и 5 млрд руб. соответственно). Учитывая нестабильность на финансовых рынках, перспектива размещения данных бондов сейчас, на наш взгляд, видится затруднительной. Более того, условия привлечения денежных средств через данный инструмент (по стоимости и срочности) будут заметно отличаться в худшую сторону от размещенных еще весной–летом этого года двух выпусков биржевых облигаций ЛСР, что вряд ли устроит Эмитента, добившегося хороших результатов по снижению среднего уровня процентной ставки по кредитному портфелю за последние 1,5 года (с 11% до 9,3%).

Обращающиеся облигации ЛСР, вероятно, в силу их низкой ликвидности не столь существенно просели в цене в условиях нестабильности на рынке и, на наш взгляд, на текущих уровнях не представляют интереса для инвесторов.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

РИТЭЙЛ

- Газета «РБК daily» сообщает, что Москва сохранит госгарантии по долгам торговой сети «Детский мир», которая принадлежит АФК «Система» и Сбербанку. Столичные власти дают гарантию по облигациям ОАО «Детский мир—Центр» серии 01 объемом 1,15 млрд руб. в течение ближайших 3 лет, что следует из проекта бюджета Москвы на 2012–2014 годы. Эти обязательства будут действительны до 26 мая 2015 года. В

22 сентября 2011 года

9

качестве обеспечения город берет в залог акции, недвижимое имущество и права аренды на земельные участки «Детского мира». /РБК daily/

Новость позитивна для бондов «Детского мира», поскольку на ближайшие 3 года владельцы бумаг Компании могут рассчитывать на гарантию Москвы, закрепленную в бюджете города, уже новым властями столицы. Данный выпуск, серии 01 (YTM 10,05%/1148 дн.), в настоящее время, на наш взгляд, не представляет интереса как в силу сложившейся на рынке негативной ситуации, так и весьма ограниченной ликвидности бумаг.

ПОТРЕБСЕКТОР И АПК

«Мироновский хлебопродукт» готовит экспансию в Европу через покупку активов.

Газета «Коммерсантъ» (Украина) сообщает, что «Мироновский хлебопродукт» (МХП) готовится к выходу на рынок Европейского Союза (ЕС). Для этого Компания сейчас изучает возможность покупки мясоперерабатывающего предприятия в Германии, а в ближайший месяц ожидает получения разрешения на поставки курятины в ЕС (по предварительным данным, будет дано разрешение на экспорт 20 тыс. тонн мяса птицы). Представители МХП отмечают, что актив может быть куплен и в других странах ЕС, в частности в Италии, Словакии, Франции. Инвестиции в проект могут составить порядка 100–150 млн евро. Сырье для предприятия в ЕС – куриное филе – МХП намерен поставлять из Украины. Из него будет производиться готовый продукт, в частности мясосолбасные изделия и полуфабрикаты.

В целом, намерения МХП выйти на европейский рынок мяса птицы выглядит вполне логичным шагом, если учесть, что уровень цен на курятину в Европе заметно выше, чем в Украине (по данным Компании на 50–70%). Таким образом, продажи мяса на экспорт позволят повысить маржинальность бизнеса. Кроме того, выйдя на рынок ЕС, Компания сможет диверсифицировать свои продажи и обеспечить сбыт своей продукции, производство которой возрастет в 2 раза после запуска новых птицефабрик в Винницкой области.

В то же время дебют на рынке Европы потребует от МХП существенных вложений денежных средств, которые оцениваются Компанией в 100–150 млн евро, что наряду с реализацией крупномасштабной инвестпрограммы по строительству птицеводческого комплекса в Винницкой области (пик капвложений приходится на 2011–2012 годы) может привести к наращиванию долга МХП. Отметим, что по итогам 1 полугодия 2011 года размер долга Компании равнялся 818 млн долл., а соотношение Долг/EBITDA составляло 2,34х, Чистый долг/EBITDA – 2,1х. При этом по еврооблигациям МХП на 585 млн долл. предусмотрены ковенанты Чистый долг/EBITDA не выше значения 2,5х, нарушение которой приведет к досрочному погашению бумаг. Очевидно, что МХП необходимо обеспечить выполнение данного условия, что в целом возможно, учитывая имеющиеся по итогам 1 полугодия 2011 года денежные средства на счетах 83 млн долл., а также операционный денежный поток 75 млн долл. за первые 6 месяцев, но риски довольно высоки.

Евробонды МНР–15 (YTM 12,11%/2,95 года) в настоящее время находятся под давлением внешнего негатива и вряд ли могут привлечь интерес инвесторов.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Денежный рынок

Алексей Егоров
egorov_avi@nomos.ru

Решение ФРС с отложенным эффектом не вселило уверенности инвесторам.

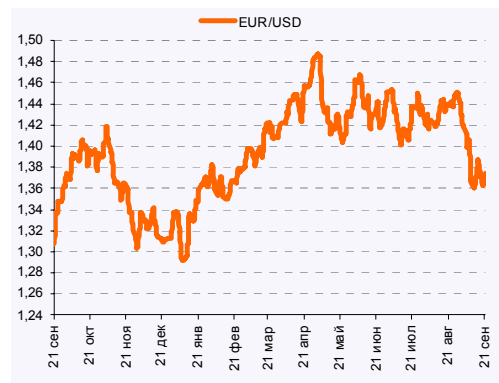
Вчерашний день на международном валютном рынке был переполнен ожиданиями итогов двухдневного заседания ФРС. Большинство инвесторов предпочитали в это время находится вне рынка, что выжалось в слабой активности, сопровождаемой низкими объемами. В первой половине дня валютная пара EUR/USD дрейфовала между значениями 1,363–1,372х. Первый блок статистики из США о состоянии ипотечного рынка в очередной раз оказался довольно неоднозначным и не вызвал у участников никакой реакции. Так, на фоне снижения числа заявок на покупку недвижимости в кредит ставка 30-летней ипотеки выросла до 4,29%. Последующие статданные о количестве продаж домов на вторичном рынке жилья немного удивили участников ростом сделок за август на 7,7% в сравнении с июлем при прогнозе 1,4%. Вместе с тем, единоразовые цифры еще не свидетельствуют о начале восстановления рынка недвижимости. На наш взгляд, стимулирование именно этого сегмента могло бы благоприятно отразиться на всей экономике США.

Принятое ФРС решение об обмене краткосрочных UST на долгосрочные спровоцировало довольно сильное движение на валютном рынке. Валютная пара EUR/USD, находившаяся на максимальном за день уровне 1,379х, начала резко снижаться. Основной причиной для этого стало немного не оправдавшиеся надежды: результат от принимаемых регулятором мер, прежде всего, направлен на снижение стоимости долгосрочного финансирования, ориентированного на стимулирование рынка недвижимости, который, в свою очередь, должен «утянуть» за собой и все остальные социальные и экономические сферы, и эффект от этого не будет моментальным. По итогам дня, валютная пара EUR/USD опустилась до уровня 1,358х, немного не дойдя до минимума последних семи месяцев (1,349х).

Реалии рынка вновь перевешивают фундаментальные факторы. Рубль продолжает находиться под давлением.

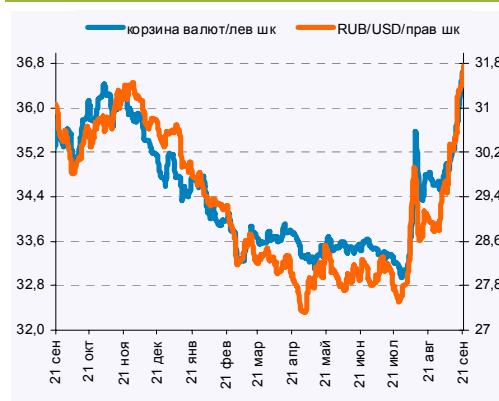
Локальный валютный рынок вчерашний день провел без четких ориентиров. С одной стороны – на национальную валюту оказывали давление негативные тенденции на мировых площадках, с другой – ее поддерживали ожидания предстоящего решения ФРС. Курс доллара находился в коридоре 31,37–31,57 руб., границы которого были очерчены еще во вторник. Торги бивалютной корзиной также проходили довольно вяло – колебание ее цены находилось в пределах 10 коп., а значение при закрытии составило 36,7руб. У российского валютного рынка вчера не было возможности отреагировать на разочаровывающие результаты заявления американского регулятора, по этой причине при сегодняшнем открытии торгов стоимость бивалютной корзины (37,07 руб.) приблизилась на опасное расстояние к верхней границе валютного коридора, установленного ЦБ (37,15 руб.). Небольшое снижение стоимости нефти на сырьевых площадках является еще одним негативным моментом для национальной валюты.

Динамика EUR/USD, "10 - "11



Источник: Bloomberg

Динамика валютного курса, "10 - "11



Источник: Bloomberg

На этом фоне довольно интересным выглядит комментарий замминистра МЭРТ А. Клепача, сообщившего, что, несмотря на отток капитала из страны, составившего за последние два месяца порядка 3 млрд долл., у рубля есть все шансы продемонстрировать укрепление. Аргументами в пользу национальной валюты являются сохраняющиеся высокие цены на нефть и рост торгового и платежного баланса государства. Безусловно, фундаментальные факторы говорят в пользу рубля, однако сложившаяся неопределенность и рост рисков вынуждает инвесторов искать способы защиты собственного портфеля, а это значит, что пока не стоит рассчитывать на восстановление национальной валюты.

Кредитные организации замещают ликвидность от ЦБ ресурсами от Минфина.

Ликвидность банковской системы за вчерашний день практически не изменилась. Несмотря на приток ресурсов от проведенного во вторник Минфином депозитного аукциона, на котором было размещено 97 млрд руб., кредитные организации все равно продолжают фондироваться в ЦБ на аукционах прямого РЕПО. Согласно данным Банка России, сумма остатков на корсчетах и депозитах за вчерашний день потеряла 2,6 млрд руб. и составила 927,2 млрд руб. В то же время, ставка MosPrime o/n снизилась и составила 4,91%. На наш взгляд, это обусловлено не столько изменением объемов спроса, сколько ограничением круга участников, который формирует этот спрос. Сегодняшний аукцион Минфина уже третий на этой неделе, скорее всего, будет проходить при довольно большом ажиотаже, в то же время стоит помнить о том, что установленные лимиты большинством кредитных организаций уже исчерпаны, и это может сильно сказаться на итоговом значении размещенных средств.

22 сентября 2011 года

Долговые рынки

Внешние площадки: предложенное FOMC рынкам движение в стиле «твист» пока выглядит как продолжение коррекции. Доходность UST-10 опускается вплотную к 1,8% годовых.

Инвесторы на протяжении предыдущих дней «готовились» к заявлениям, которыми FOMC могло сопроводить свое решение оставить ставку неизменной, тем самым подтверждая свои предыдущие сообщения о намерении не повышать базовый индикатор до середины 2013 года. В целом, содержание, так называемой программы «twist», ориентированной на увеличение срочности ценных бумаг в портфеле регулятора было в общих чертах озвучено ранее: ФРМ намерен выкупать с рынка казначейские обязательства со сроком погашения от 6 до 30 лет и реализовывать более короткие обязательства в эквивалентном объеме. При этом конечный объем, фигурирующий в протоколе к заседанию, превзошел ожидания – заявлен выкуп на 400 млрд долл. против ожидаемых 300 млрд долл. Основная цель принятого решения – ослабить давление на долговременные процентные ставки, тем самым «мотивируя» экономику к более заметному, чем имеет место быть, восстановлению экономики, особенно по части рынка труда, где пока без какого-либо позитива.

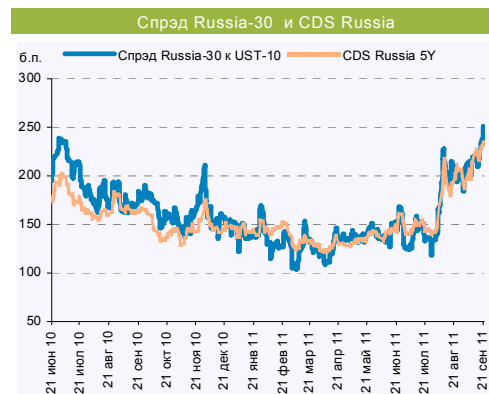
Отметим, что в первой половине вчерашних торгов участники рынка старались проявлять какой-то позитивный настрой, поддерживая фондовые индексы в небольшом плюсе, однако по мере приближения «часа X» усиливались защитные настроения, что довольно оперативно трансформировало динамику фондовых площадок в понижительную, активизируя покупки лишь в казначейских обязательствах США, а также в госбумагах Германии. По итогам дня, европейские фондовые площадки потеряли от 1,4% до 2,5% (подчеркнем, что они не имели возможности отыграть sale-off в ходе американской торговой сессии), снижение ключевых индексов США составило от 2% до 2,9%, которое ускорилось уже после заседания регулятора, однако и с открытием негативных новостей было достаточно, например, сообщение от Moody's о снижении рейтингов Bank of America, Citigroup, Wells Fargo.

Казначейские бумаги США вчера оказались, пожалуй, одним из самых востребованных инструментов, особенно «длинный» конец кривой: по 10-летним UST еще до решений FOMC доходность опустилась ниже 1,9% годовых, а по итогам дня составила 1,86% годовых («-8 б.п.» относительно вторника). По 30-летним рынок вниз составил порядка 20 б.п. – с 3,2% до 2,99% к закрытию.

С началом торгов в Азии спрос на treasuries сохраняется высоким – по 10-летним бумагам доходность приближается к отметке 1,8% (на 10:00 по мск 1,82%), а по 30-летним вполне достижимым выглядит рубеж 2,9% (на 10:00 по мск 2,94%).

Настроения участников торгов в ближайшие дни по понятным причинам будут оставаться весьма пессимистическими (все-таки эффект мер FOMC носит очевидный долгосрочный эффект), при этом, дождавшись ключевого события, инвесторы снова ориентируются на грядущее. В

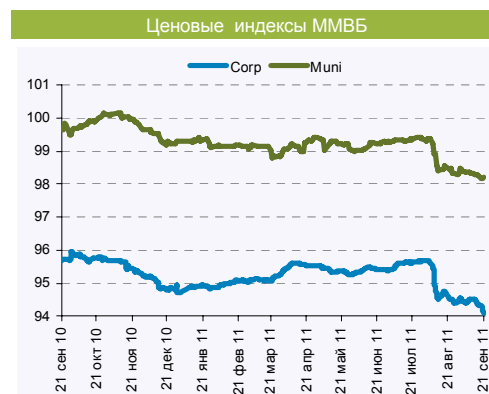
Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММВБ

частности, наибольший вес в ожиданиях на ближайшую перспективу приобретает статистика по ВВП США за 2 квартал, которая будет опубликована в следующий четверг 29 сентября, безусловно, если мы «отодвинем» на второй план новости по Греции и европейскому банковскому сектору.

Российские еврооблигации: надежды на стабильность суверенного спреда остаются, но воплощение их весьма проблематично.

В сегменте российских евробондов торги среды начинались покупками в негосударственном секторе, причем наряду с квази-суверенными рисками (бумагами ВЭБа и ВТБ) инвесторы покупали на текущих ценовых минимумах и ВымпелКом-22.

К середине дня покупателей окончательно вытеснили продавцы – при отсутствии заявок на покупку агрессивно двигали цены вниз желающие закрыть позиции в выпусках АЛРОСы, ТНК-ВР, Северстали, Евраза, Металлоинвеста, Кокса. Кроме того, и «первый эшелон» присутствовал в списках на продажу, в частности, отдельные бонды ВТБ, а также бумаги Газпрома, предложение который увеличилось после анонса планов по размещению новых валютных обязательств (на 3–5 октября запланировано road show первого транша краткосрочных бумаг из общей программы на сумму 4 млрд долл.). В среднем по сегменту отрицательная переоценка по итогам торгов составила от 1 до 1,5%.

В части суверенных бумаг Russia-30 движения были не столь динамичны: при открытии бумаги котировались по 118,3125% и держались на этом уровне первую половину торгов, а потом на фоне глобального негатива котировки опустились к закрытию до 117,625%.

Ощутимое ухудшение внешнего фона российские евробонды будут ощущать на себе не только сегодня, но и в ближайшее время. На фоне происходящего хочется надеяться, что динамика UST сможет оказаться поддерживающим фактором и глубокого ценового провала удастся избежать. За вчерашний день спред расширился до 250 б.п., однако этот уровень сложно будет сохранить при сформировавшемся отношении к рисковому активу.

Рублевые облигации продолжают ценовое «пике».

Без нового аукциона, несостоятельность которого была очевидна сегмент ОФЗ вчера выглядел чуть сильнее, чем в предыдущие дни, но, скорее, это был непродолжительный «отскок» перед новым «пике», поскольку глобальная обстановка продолжает ухудшаться и одним из наиболее «слабых звеньев» на общем фоне выглядят именно инвестиции в рублевые активы. Они продолжают обесцениваться синхронно с рублем, который не выдерживает текущего натиска спроса на валюту.

Из того, что происходило вчера в ОФЗ, отметим положительную динамику в средневзвешенных ценах в пределах 20–40 б.п. в бумагах серий 26204, 26206, 25076, 25077.

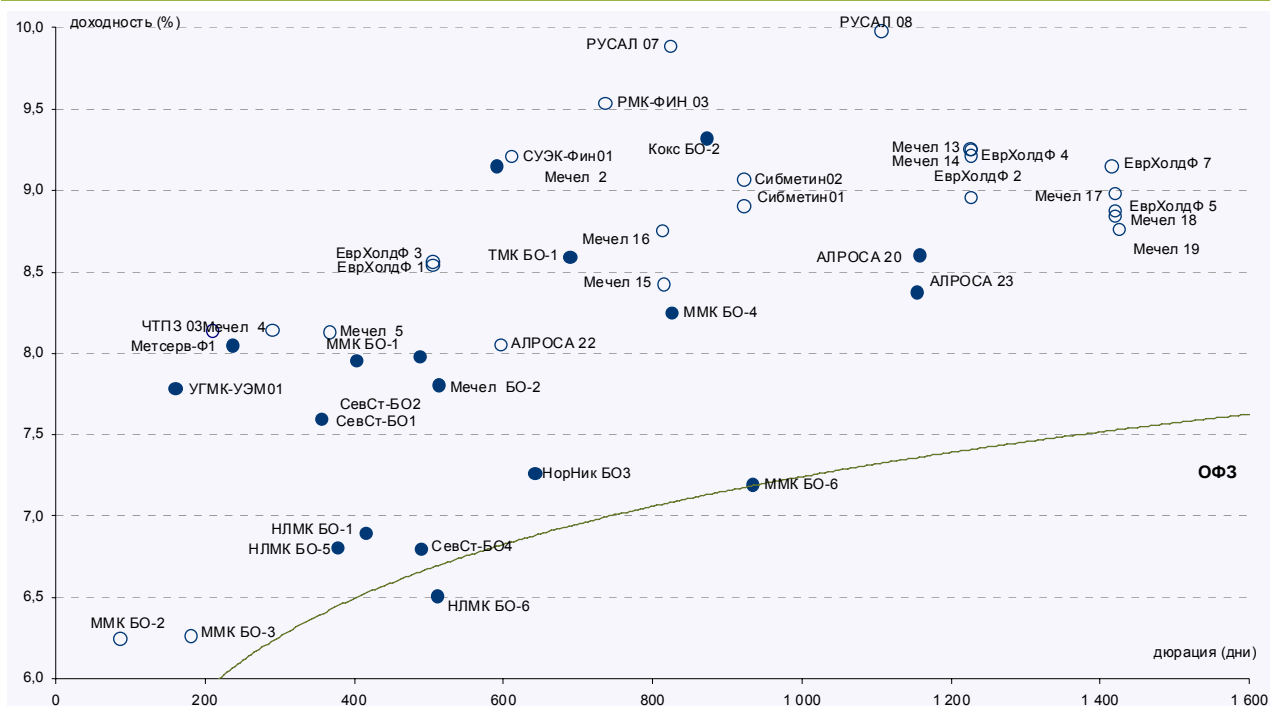
В корпоративных бондах по-прежнему минимальная активность, а те сделки, что проходят, сопровождаются сильной ценовой коррекцией. Так, вчера на новые, более низкие, уровни перешли бумаги БК Евразия,

Газпром нефти, Мечела, СУЭК, Сибметинвеста. Снижение котировок достигало 1%.

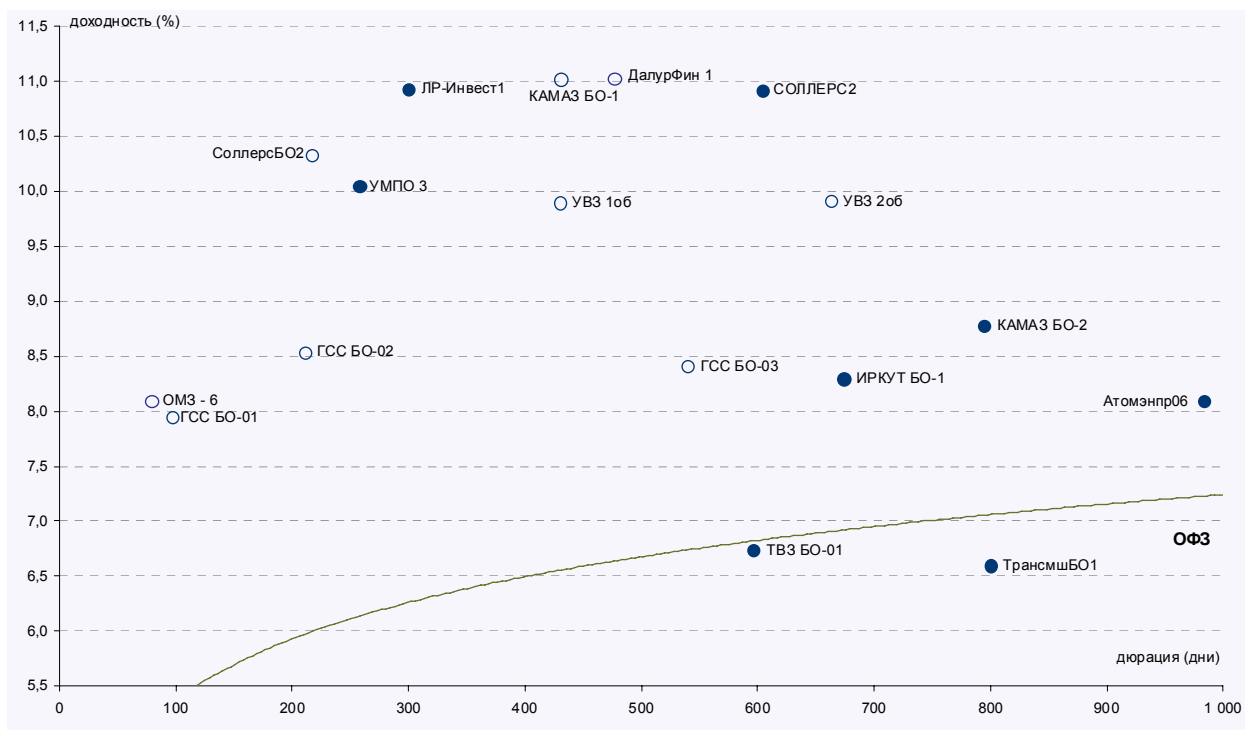
Какой-либо реакции на озвученные вчера планы МТС относительно размещения новых бумаг не последовало.

Сегодня противостоять негативному настрою будет крайне сложно, при текущем «раскладе» под давлением весь рублевый сегмент.

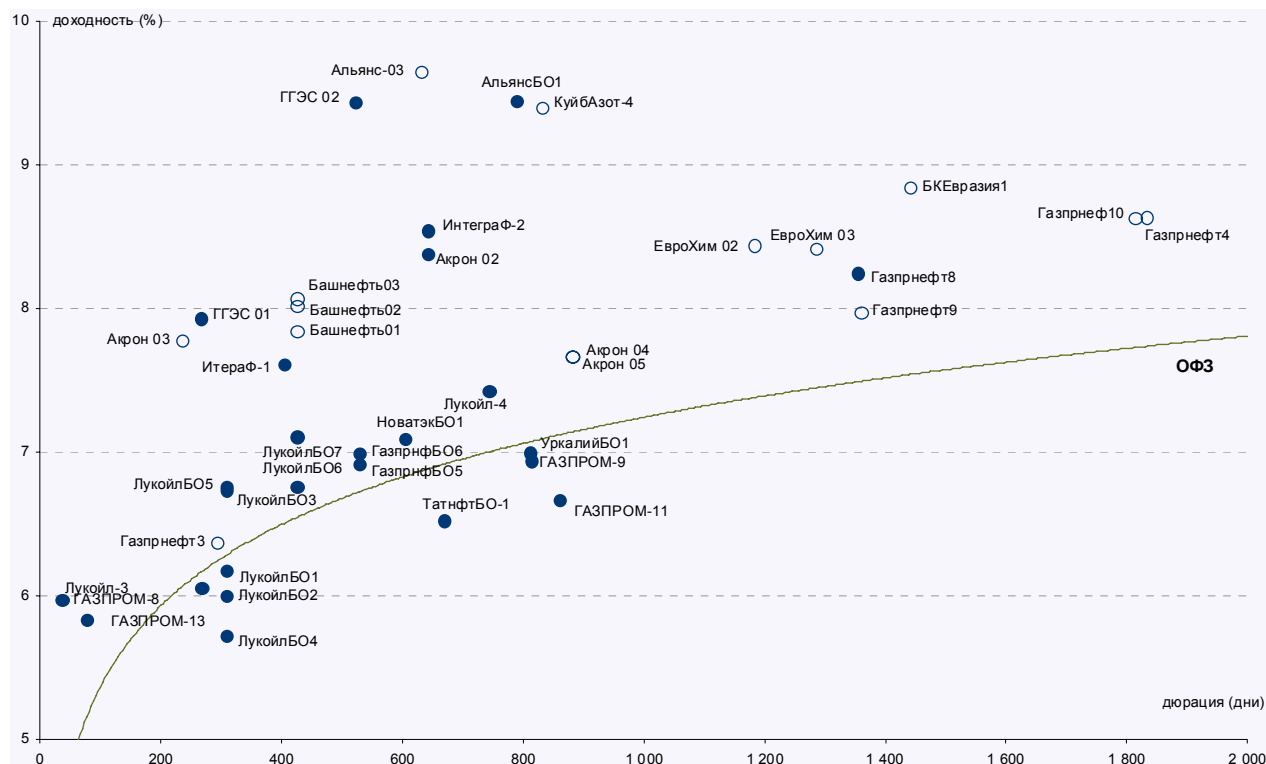
Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



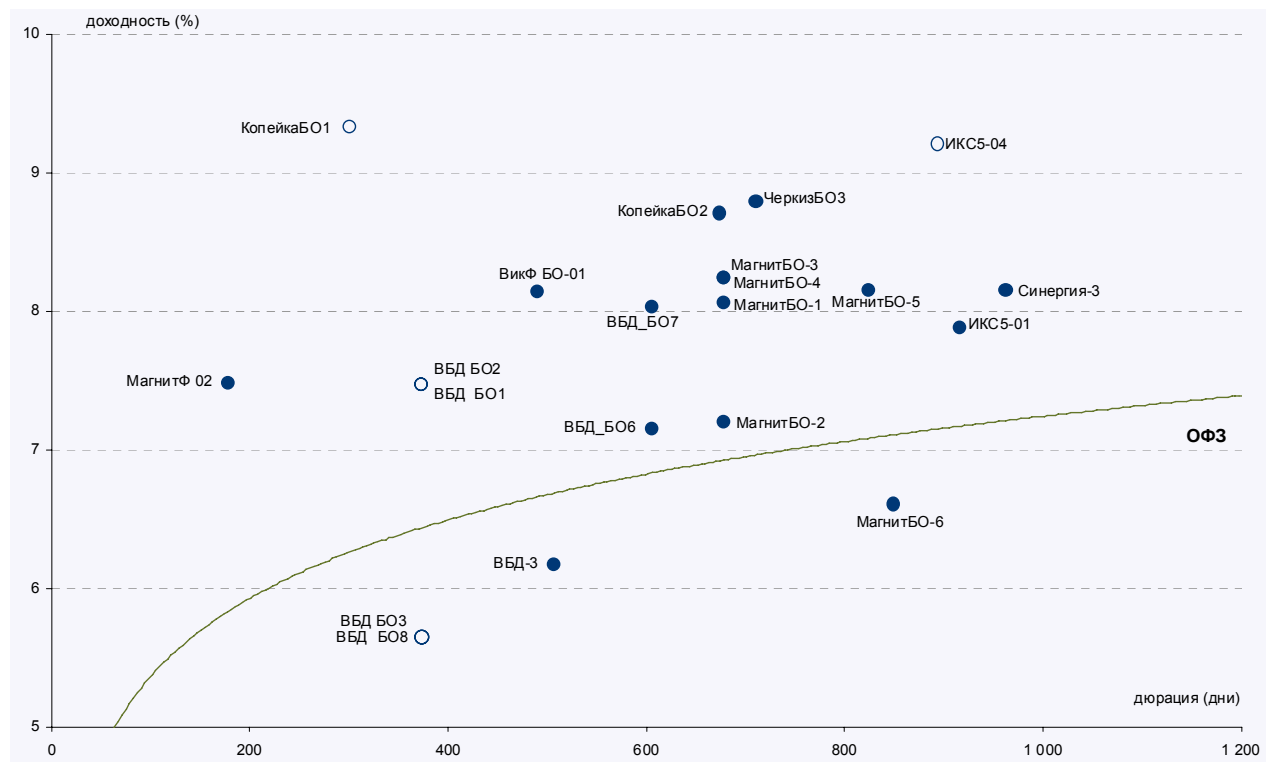
Машиностроение



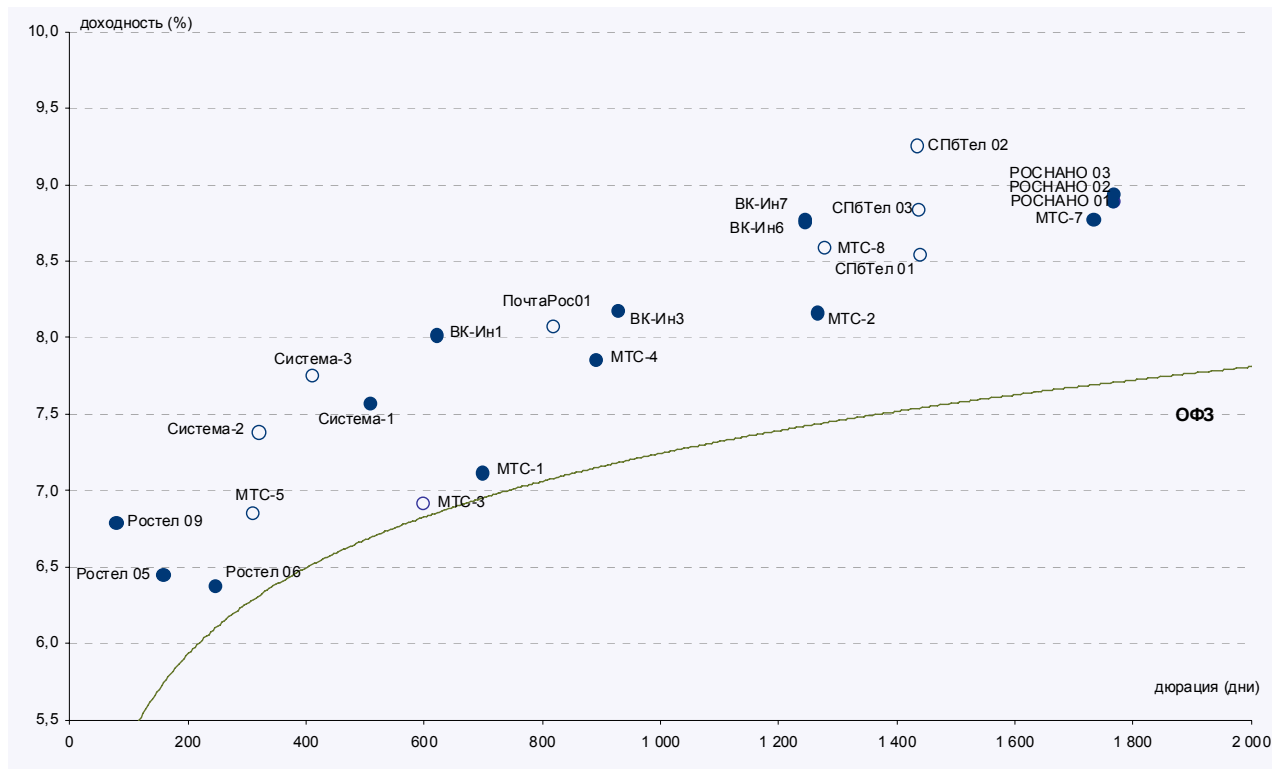
Нефтегазовый сектор, Химия



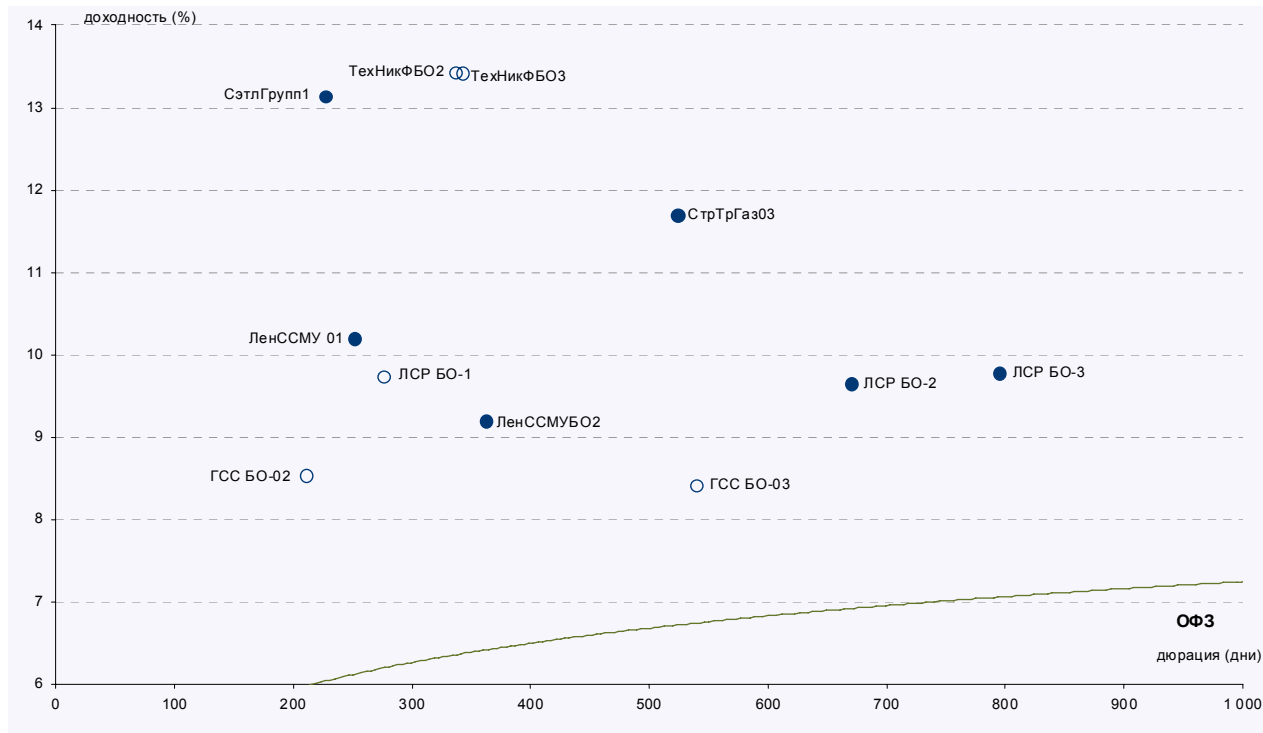
Потребсектор и АПК, Ритейл



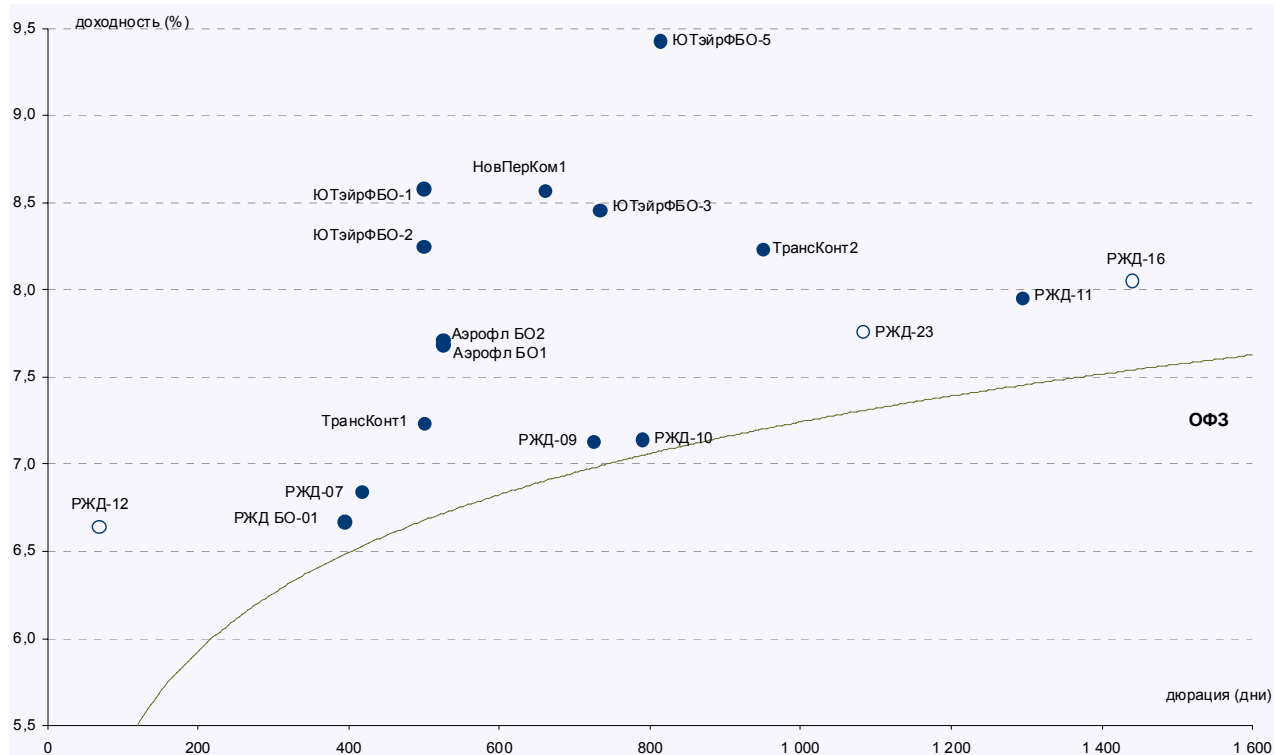
Телекоммуникации, медиа и высокие технологии



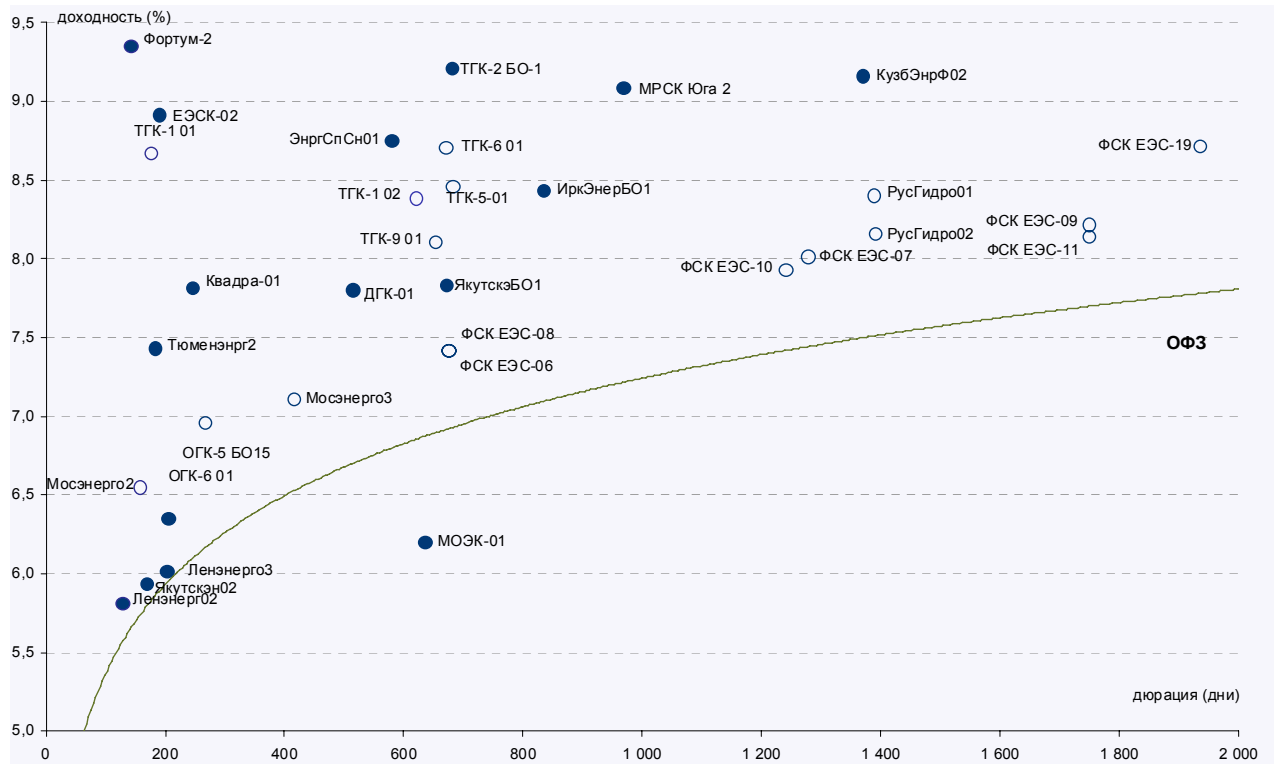
Строительство, девелопмент и стройматериалы



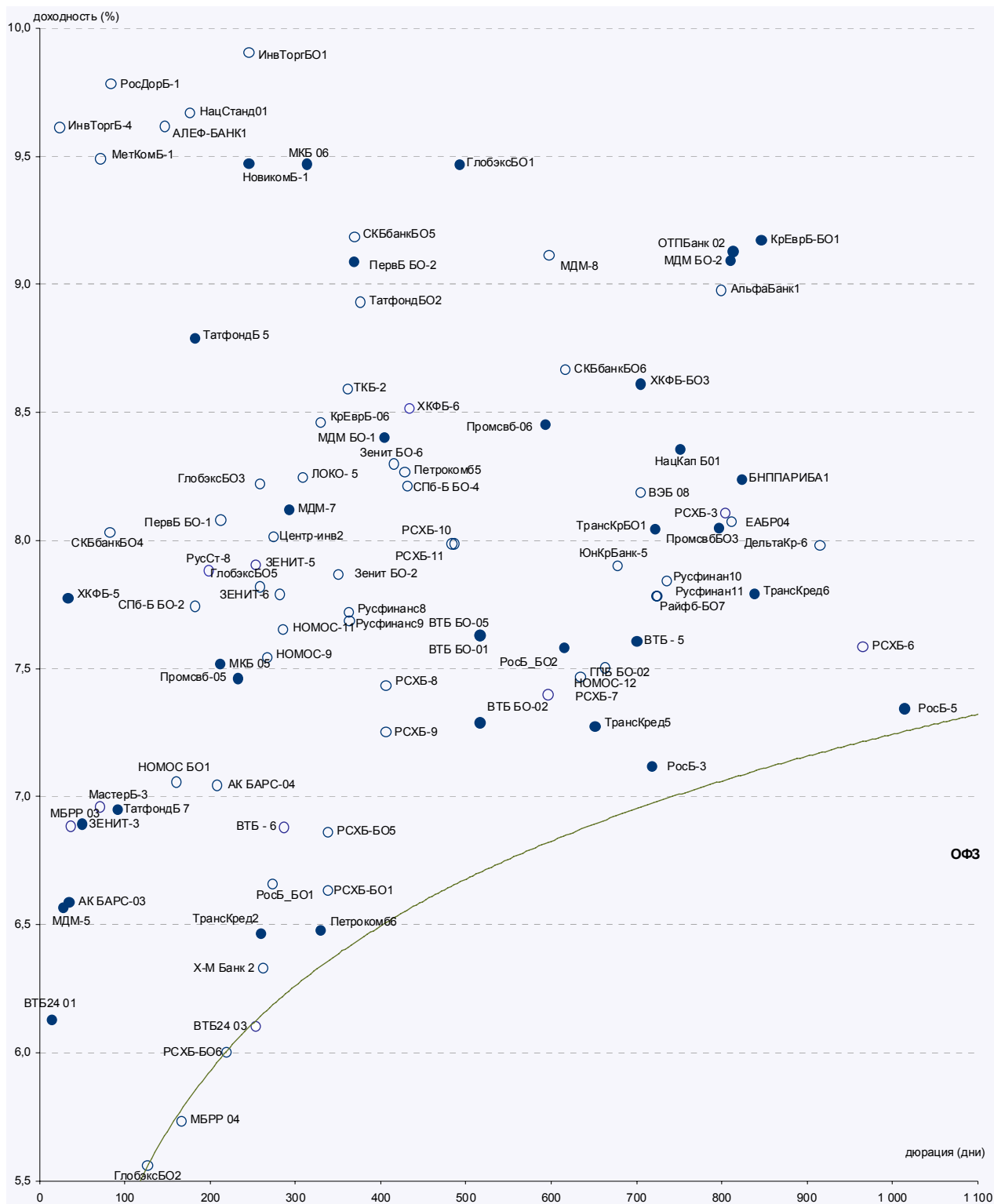
Транспорт



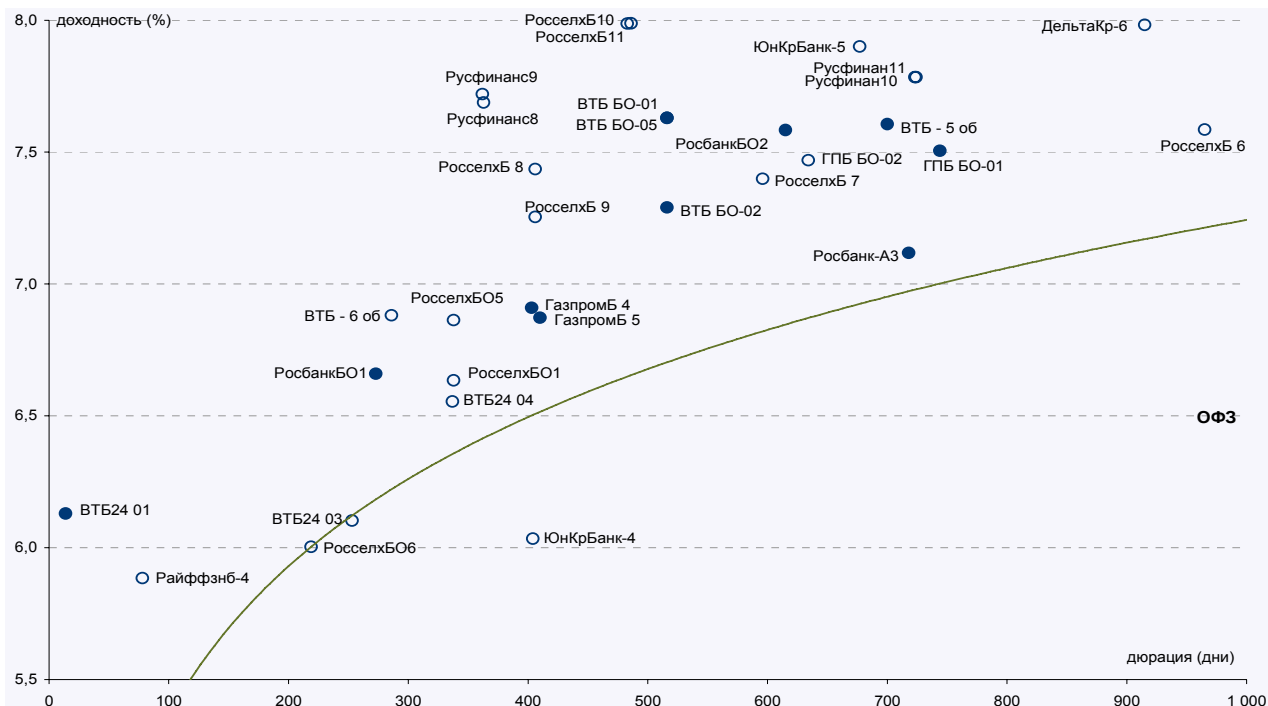
Энергетика



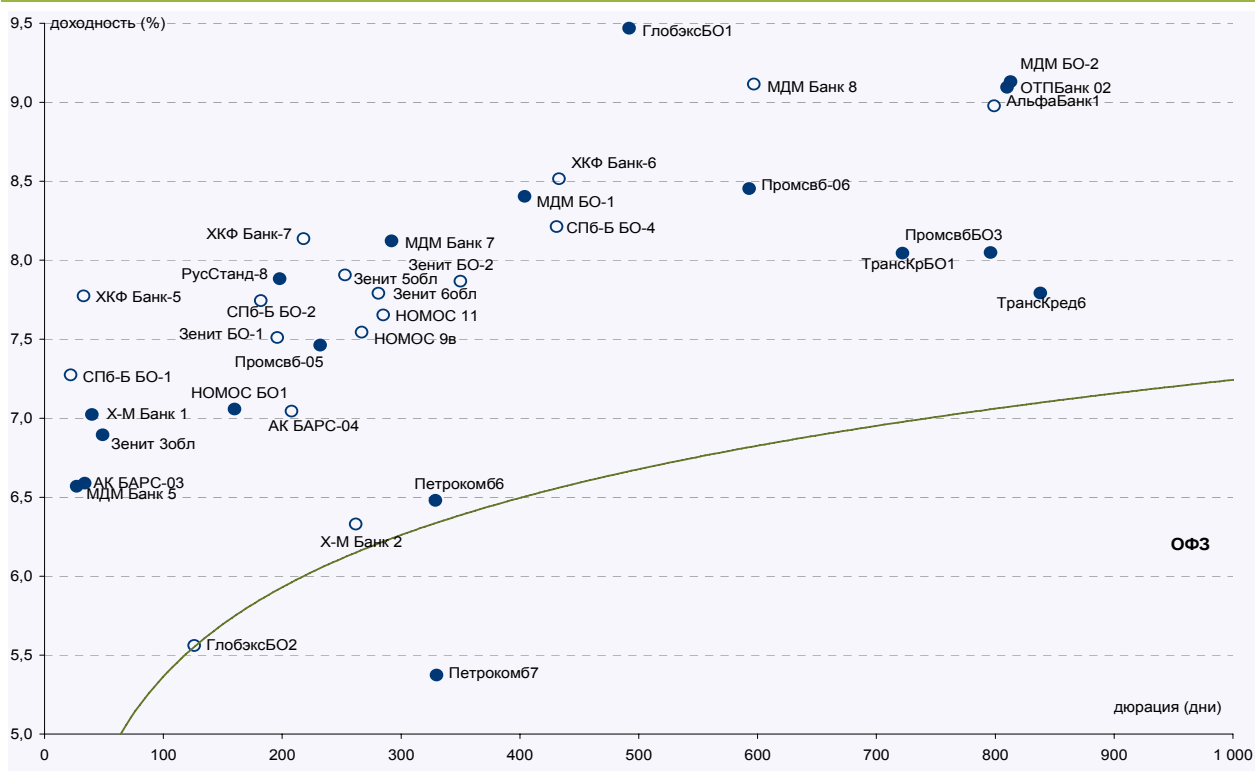
Финансовый сектор



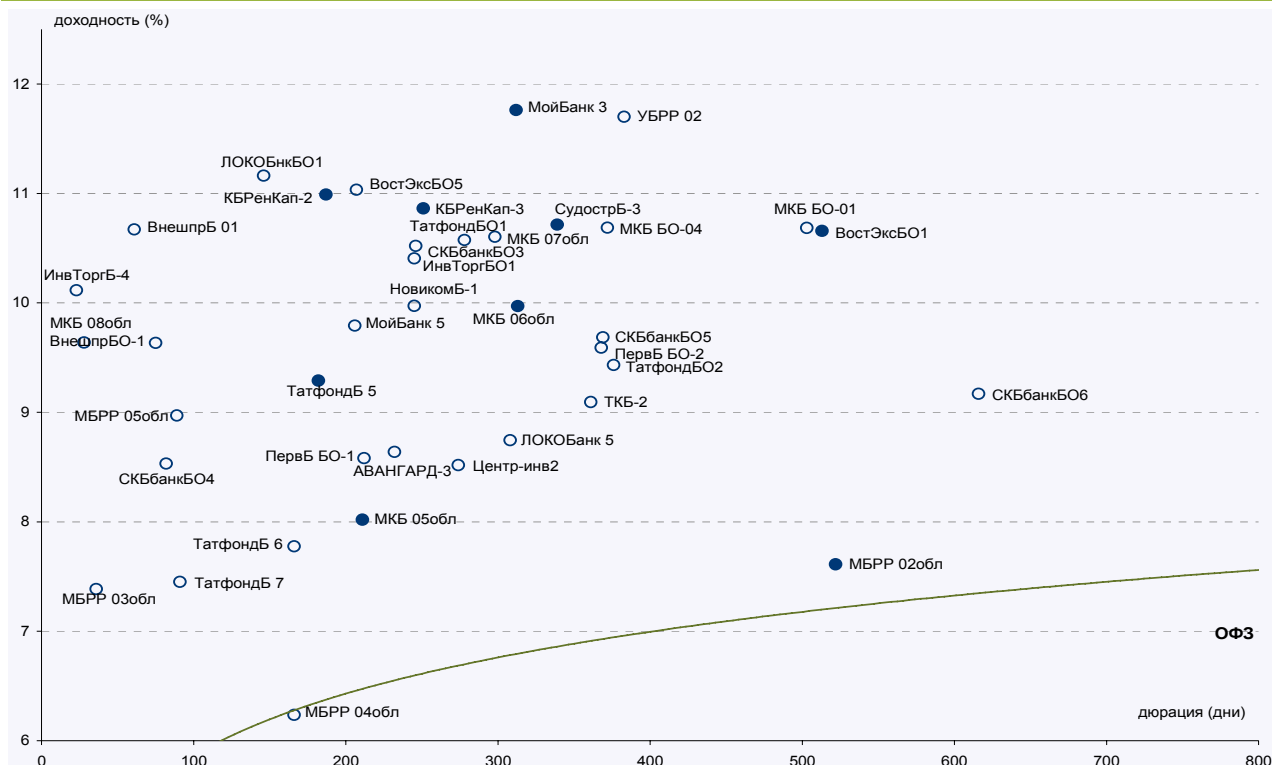
Финансовые организации с международным рейтингом «BBB+» – «BBB-» / «Baa1» – «Baa3»



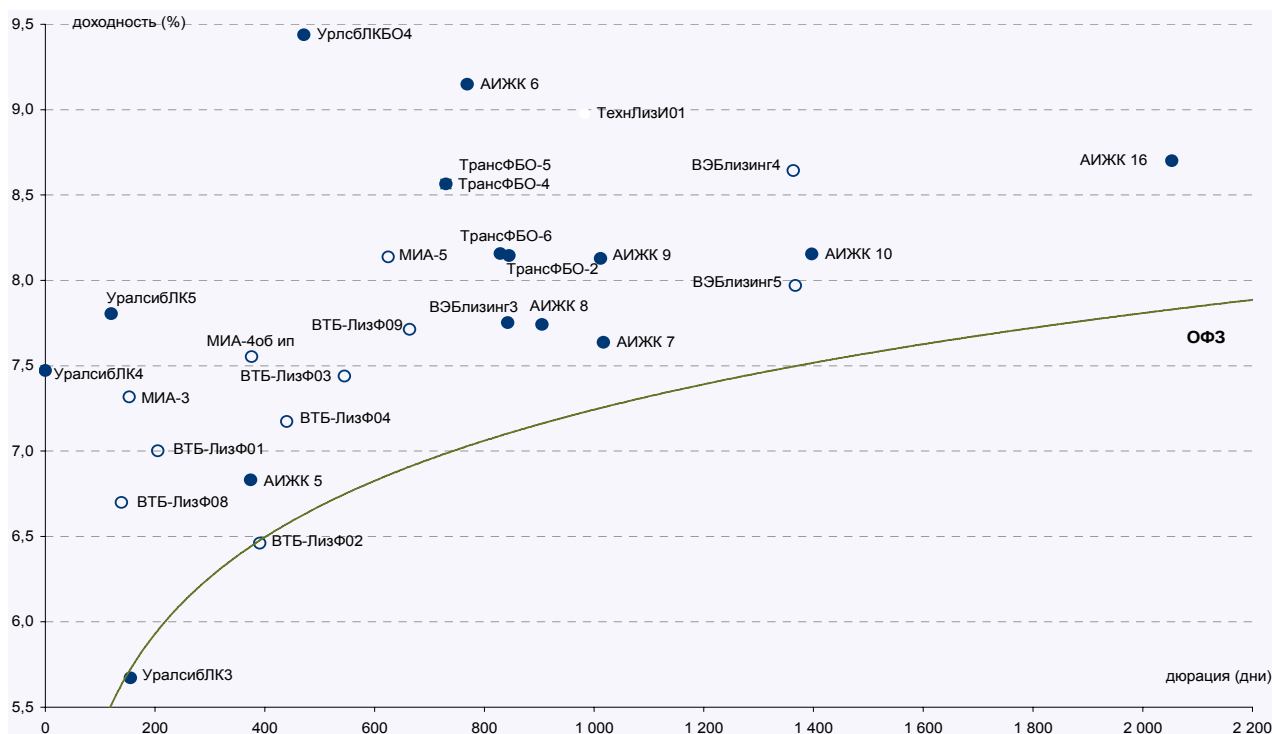
Финансовые организации с международным рейтингом «BB+» – «BB-» / «Ba1» – «Ba3»



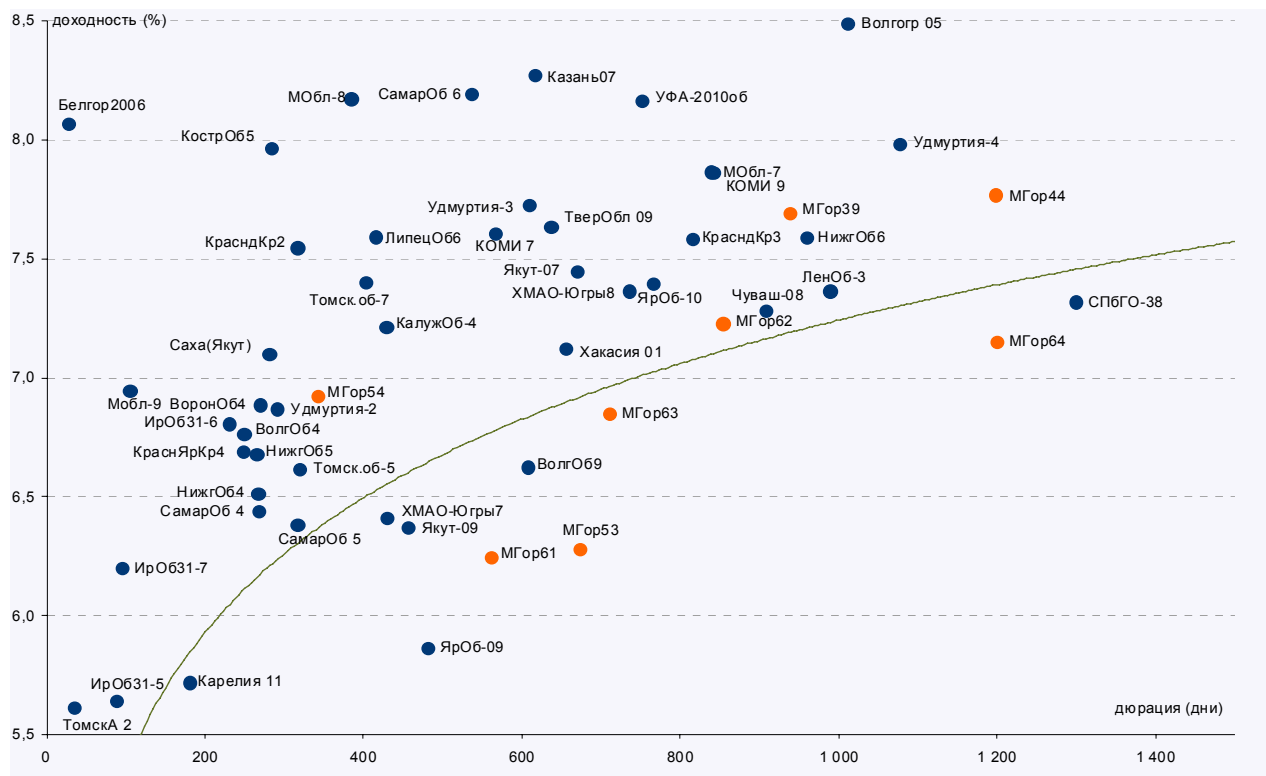
Финансовые организации с международным рейтингом «В+» - «В-» / «В1» - «В3»



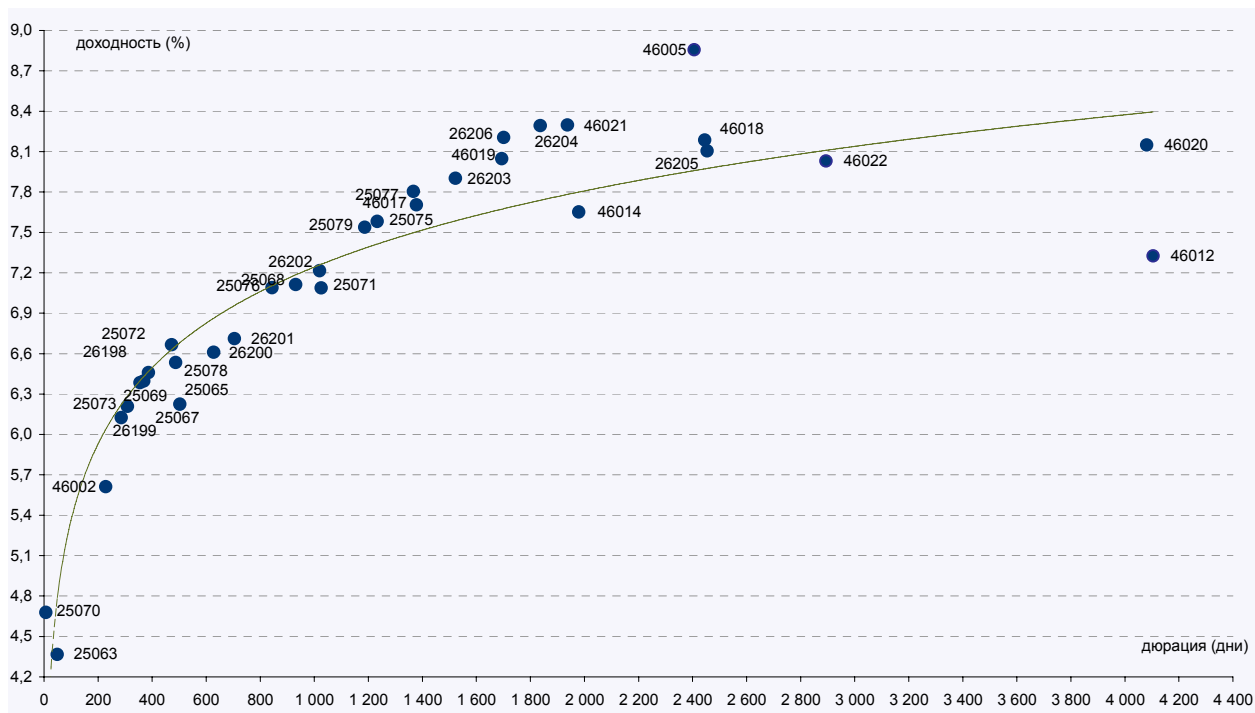
Лизинг и Ипотека



Субфедеральный и суверенный долг



Облигации федерального займа



Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5, (495) 797-32-48	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов		
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
Аналитика		research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Нуждин Игорь / ext. 3578	nuzhdin_ia@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
Управление организации долгового финансирования		ib@nomos.ru
Начальник управления	Сарсон Анастасия / ext. 3575	sarson_ay@nomos.ru
Начальник отдела	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках		
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		
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.