

Рынки и Эмитенты: факты и комментарии

24 марта 2010 года

Новость дня

По оценкам МЭРТ, реальное укрепление рубля к доллару за январь–март 2010 года составило 4,1–4,3%, к евро – 12,4–12,7%.

Новости эмитентов.....стр 2

- Дефолты и реструктуризации: Севкабель. Группа Разгуляй, РАДИОНЕТ.
- Вимм-Билль-Данн: финансовые результаты за 2009 год.
- ТрансКонтейнер: результаты по РСБУ за 2009 год.
- Евраз: комментарий к размещению.
- ИТЕРА, ТНК-ВР, СОЛЕРС, Акрон, Карелия.

Денежный рынок.....стр 9

- Евро потерял на новостях о том, что Берлин готов оказать помощь Греции, но при содействии МФВ.
- Рубль постепенно восстанавливает тенденцию к укреплению.
- Приток ресурсов из бюджетных источников поддерживает низкий уровень ставок.

Долговые рынкистр 10

- Внешние рынки: довольно слабые результаты аукциона по 2-летним UST. Сегодня второй «раунд» – 5-летние. Фондовые площадки демонстрируют рост.
- Российские еврооблигации: Russia-30 вновь «штурмует» 116. РЖД будет ориентироваться на Газпром?
- Рублевые облигации: появились отдельные признаки восстановления котировок, но пока это еще не тренд.

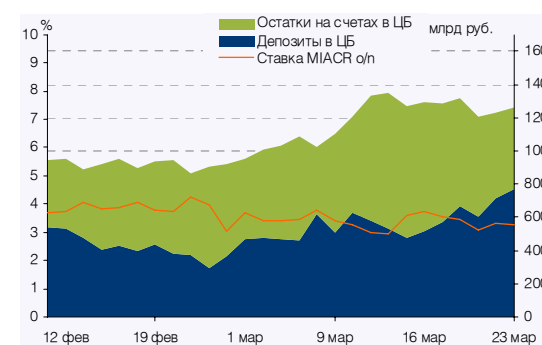
Панорама рублевого сегмента.....стр 12

Основные рыночные индикаторы

ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	3.69%	3	-15
Russia-30	4.89%	-5	-50
ОФЗ 25068	6.78%	0	-147
ОФЗ 25065	6.27%	-10	-158
Газпромнефть4	6.50%	3	-244
РЖД-9	4.36%	-15	-254
АИЖК-8	8.10%	0	-262
ВТБ - 5	6.19%	103	-122
Россельхб-8	7.58%	-7	-104
МосОбл-8	9.46%	-4	-132
Мгпр62	7.24%	1	-193
ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	95.59%	0	408
iTRAXX XOVER S12 5Y	417.75	-9	-15
CDX HY 5Y	494.12	-13	-24
		Изм 1 день, %	YTD, %
MICEX	1 410.61	-0.5%	3.0%
RTS	1 529.97	0.3%	5.9%
S&P 500	1 174.17	0.7%	5.3%
DAX	6 017.27	0.5%	1.0%
NIKKEI	10 774.15	-0.5%	2.2%
СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD, %
Нефть Urals	77.27	0.5%	0.9%
Нефть WTI	81.91	0.8%	3.2%
Золото	1 105.15	0.3%	0.7%
Никель LME 3 M	22 495.00	1.0%	21.4%

Источник: Bloomberg, ММВБ

Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

МАКРОНовости

- По оценкам МЭРТ, реальное укрепление рубля к доллару за январь–март 2010 года составило 4,1–4,3%, к евро – 12,4–12,7%. Укрепление рубля к фунту стерлингов за этот период оценивается в 11,9–12,1%, к швейцарскому франку – в 8,5–8,6%, к японской иене – в 5,3–5,6%, к канадскому доллару – в 0,7–0,8%.

Дефолты и реструктуризации

- Арбитражный суд города Санкт–Петербурга и Ленинградской области ввел в отношении **ОАО «Севкабель»** процедуру наблюдения. Исковое заявление о признании несостоятельности (банкротстве) было подано самой компанией в феврале текущего года. В отношении **ОАО «Севкабель–Холдинг»** также была введена процедура наблюдения. **ООО «Севкабель–Финанс»** (100% дочерняя компания **ОАО «Севкабель»** и эмитент облигаций) также обратилась в суд с иском о признании несостоятельности (банкротстве). Напомним, что ранее, решением единственного участника **ООО «Севкабель–Финанс»** было принято решение о ликвидации компании. /Finambonds/
- **Группа «Разгуляй»** сообщила о начале второго этапа реструктуризации облигаций **ООО «Разгуляй – Финанс»** серий 02, 03 и 04 общим номинальным объемом 8 млрд руб.

Предлагаемые условия реструктуризации:

- погашение 1/3 от текущего объема принадлежащих держателям облигаций;
- конвертация оставшегося объема облигаций в новый выпуск дисконтных биржевых облигаций **ОАО «Группа «Разгуляй»** со сроком погашения 16 декабря 2010 года и доходностью 12,5% годовых. /Finambonds/
- Арбитражный суд города Москвы принял к производству заявление **ОАО «ВосходМ»** о признании несостоятельным (банкротом) **ООО «РАДИОНЕТ»**. Первое судебное заседание по делу назначено на 13 мая 2010 года. Напомним, у Компании в обращении имеется облигационный выпуск серии 02 объемом 1 млрд руб., по которому были допущены дефолты по выплате купонного дохода и исполнению оферт. /Finambonds/

Купоны, оферты, размещения и погашения

- Облигации **«НОМОС–БАНКа»** серии 11 объемом 5 млрд руб. включены в котировальный список «А» первого уровня ММВБ.
- Облигации **ЗАО «Райффайзенбанк»** серии 04 объемом 10 млрд руб. включены в котировальный список «Б» ММВБ.
- Сформирован синдикат по размещению облигационного займа Министерства Финансов **Республики Саха (Якутия)** серии 34004, который состоит из 37 участников.
- **ОАО «НПО «Сатурн»** исполнило обязательство по приобретению облигаций серии 02 (объем выпуска 2 млрд руб.) по требованию их владельцев. В рамках оферты Эмитент приобрел 21,86% выпуска. Размер обязательства в денежном выражении составил 437,224 млн руб. без учета НКД
- **ООО «Югинвестрегион»** перенесло дату начала размещения облигаций серии 01 объемом 900 млн руб. на неопределенный срок. Напомним, что ранее Эмитент планировал начать размещение облигаций по закрытой подписке среди квалифицированных инвесторов 26 марта 2010 года.
- Сегодня в разделе «перечень внесписочных ценных бумаг» ММВБ начнутся торги облигациями **ОАО «Нутринвестхолдинг»** серии 02 объемом 1,32 млрд руб.

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

- Как заявил зампредседателя правления ООО НГК «ИТЕРА» Геннадий Скиданов, в июне 2010 года планируется ввести газопровод от месторождений в Центральных Каракумах (Туркмения) к системе Средняя Азия – Центр. Мощность трубопровода составит 3 млрд куб м, протяженность – 200 км. Стоимость проекта превышает 150 млн долл. Всего же в 2010 году НГК ИТЕРА планирует добыть 13–13,5 млрд куб м газа, продать – 17–17,5 млрд куб м. /Прайм-ТАСС/
- Как сообщают сегодняшние СМИ, ссылаясь на совладельца и исполнительного директора по газовым проектам ТНК–BP Виктора Вексельберга, Компания до конца года планирует завершить с «Роснефтегазом» сделку по продаже Ковыктенского газового месторождения, первые планы о которой появились еще летом 2007 года. Цена сделки, по заявлению Вексельберга, находится в диапазоне 700–900 млн долл.

Хотя Ковыктинское месторождение не было введено в полномасштабную эксплуатацию (на нем добывается только 30 млн куб. м газа в год из предусмотренных лицензией 9 млрд куб м), на его подготовку ТНК–BP, согласно данным отчетности, потратила 664 млн долл. Существуют несколько схем сделки, но все они подразумевают обмен актива на деньги, таким образом ТНК–BP сможет компенсировать понесенные ей расходы. Однако каких-либо детальных комментариев со стороны участников сделки нет, что не позволяет делать выводы о том, как скоро она будет закрыта и в полном ли объеме ТНК–BP компенсирует свои затраты на разработку месторождения. /Коммерсантъ/

ПОТРЕБСЕКТОР И АПК

Вимм–Билль–Данн: финансовые результаты за 2009 год.

Вчера ОАО «Вимм–Билль–Данн Продукты Питания» объявило достаточно позитивные неаудированные финансовые результаты своей деятельности за 2009 год в соответствии с US GAAP. В минувшем году, несмотря на экономическую нестабильность, Компания показала неплохой рост эффективности бизнеса и его прибыльность, а также вновь продемонстрировала консервативность в управлении своим долгом.

Основные итоги деятельности ВБД в 2009 году:

– Снижение основных финансовых показателей Компании в долларовом эквиваленте относительно итогов 2008 года, которое наблюдалось на протяжении всего прошлого года: выручка сократилась на 22,8%, валовая прибыль – на 20,2%, операционная прибыль – на 17,7% и EBITDA – на 15,1%. Это снижение, главным образом, было обусловлено ослаблением рубля. При этом «девальвационные» потери выручки Группы отчасти были компенсированы улучшением продаж в сегментах «Напитки» и «Детское питание», а также стабилизацией ситуации с реализацией продукции в сегменте «Молоко», давление на который было оказано временным дефицитом сырого молока в 4 квартале, из-за чего Компания была вынуждена ограничить производство некоторых молочных продуктов.

– Рост чистой прибыли на 14,6% в долларах и на 46,4% в рублях в сравнении с ее значением в 2008 году на фоне существенного сокращения финансовых расходов Компании (на 57,4% до 43,2 млн долл.). Снижение финансовых расходов Группы в 2009 году было преимущественно связано с уменьшением убытков от курсовых разниц на 81,1% до 11,6 млн долл.

– Повышение эффективности бизнеса: валовая маржа возросла на 1,1 п.п. до 33,4%, рентабельность EBITDA прибавила 1,3 п.п. до 14,1%, рентабельность по чистой прибыли – 1,7 п.п. до 5,3% относительно 2008 года. Рост эффективности деятельности ВБД был обусловлен постоянным контролем над коммерческими (–22,2% к 2008 году) и административными (–19,8%) расходами, а также ростом валовой маржи всех трех сегментов бизнеса ВБД: «Молока» на 0,3 п.п. до 29,4%, «Напитков» – на 0,6 п.п. до 39,7%, «Детского питания» – на 1,1 п.п. до 48%, что было достигнуто за счет снижения производственной себестоимости в условиях благоприятной конъюнктуры на рынке сырого молока (в 4 квартале ухудшилась) и соковых концентратов.

24 марта 2010 года

4

Финансовые результаты ВБД ПП по US GAAP в 2008-2009 годы						
млн долл.	2009	2008	2009/2008	4 кв. 2009	4 кв. 2008	4 кв. 2009/ 4 кв. 2008
Основные финансовые показатели						
Выручка	2 181.1	2 823.6	-22.8%	585.5	629.4	-7.0%
"Молоко"	1 530.2	2 095.9	-27.0%	414.8	465.9	-11.0%
"Напитки"	406.6	473.2	-14.1%	103.2	100.7	2.5%
"Детское питание"	244.2	254.5	-4.0%	67.4	62.8	7.3%
Валовая прибыль	728.3	913.0	-20.2%	176.4	206.0	-14.4%
Коммерческие расходы	-379.7	-488.1	-22.2%	-107.4	-122.4	-12.3%
Общие и административные расходы	-137.4	-171.4	-19.8%	-40.3	-34.9	15.5%
Операционная прибыль	201.7	245.1	-17.7%	24.6	51.5	-52.2%
EBITDA	306.6	361.0	-15.1%	60.0	78.2	-23.3%
Чистая прибыль	116.5	101.7	14.6%	7.1	-7.9	-
Операционный денежный поток	312.3	321.2	-2.8%	-	-	-
% расходы	28.9	37.9	-23.7%	-	-	-
Активы	1 488.8	1 577.0	-5.6%	-	-	-
Денежные средства и их эквиваленты	248.5	277.3	-10.4%	-	-	-
Дебиторская задол-ть	112.1	125.5	-10.7%	-	-	-
Финансовый долг, в т.ч.	498.7	649.7	-23.2%	-	-	-
долгосрочный	286.0	415.7	-31.2%	-	-	-
краткосрочный	212.7	234.1	-9.1%	-	-	-
Кредиторская задол-ть	135.8	133.9	1.4%	-	-	-
Показатели эффективности и покрытия долга						
Валовая маржа	33.4%	32.3%	1,1 п.п.	30.1%	32.7%	-2,6 п.п.
Операционная рентабельность	9.2%	8.7%	0,5 п.п.	4.2%	8.2%	-4,0 п.п.
Рентабельность EBITDA	14.1%	12.8%	1,3 п.п.	10.2%	12.4%	-2,2 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	5.3%	3.6%	1,7 п.п.	1.2%	-	-
Фин. долг/EBITDA	1.63	1.80	-	-	-	-
EBITDA/% расходы	10.61	9.53	-	-	-	-
Фин. долг/Активы	0.33	0.41	-	-	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКА

– Сокращение размера финансового долга Компании на 23,2% относительно 2008 года до 498,7 млн долл., из которых на краткосрочные обязательства приходилось 42,7% или 212,7 млн долл. При этом, по нашим оценкам, уровень долговой нагрузки Группы также снизился. Так, соотношение Финансовый долг/EBITDA на конец 2009 года составило 1,63 против 1,80х в 2008 году, а EBITDA/% расходы – 10,6х против 9,5х соответственно. Мы считаем, что риски рефинансирования задолженности ВБД являются незначительными, поскольку краткосрочная часть долга Компании полностью покрывается имеющимися денежными средствами в размере 248,5 млн долл. Кроме того, в 2009 году Группа сохранила способность генерировать значительный по объему операционный денежный поток в 312,3 млн долл. Следует отметить, что краткосрочная часть долга ВБД в основном (на 87,4%) была представлена двумя облигационными выпусками серий 02 и 03, по которым в декабре и сентябре 2010 года Компании предстоит погашение и прохождение оферты соответственно. При этом пиком исполнения обязательств для Группы можно назвать погашение в апреле 2011 года синдицированного кредита на сумму 250 млн долл. Мы считаем, что с учетом текущего достаточно устойчивого кредитного профиля, ВБД вполне под силу исполнить все свои обязательства, как за счет собственного финансового потенциала, так и внешних заимствований. Напомним, у Компании имеется зарегистрированная программа биржевых облигаций общим объемом 30 млрд руб., которой Группа может воспользоваться в любой момент, что на текущем рынке, на наш взгляд, не составит для нее особого труда.

В настоящее время выпуск облигаций ВБД ПП серии 02 является неликвидным, а серии 03 предлагает доходностью 6,40% годовых к оферте 3 сентября 2010 года, что вряд ли можно назвать интересным для инвестирования.

Александр Полкутов
polyutov_av@nomos.ru

МАШИНОСТРОЕНИЕ

- ОАО «Заволжский моторный завод» (входит в ОАО «СОЛЛЕРС») в 2010 году планирует увеличить производство двигателей на 17% по сравнению с 2009 годом до 61,1 тыс. /Прайм-ТАСС/

ТРАНСПОРТ

ТрансКонтейнер: результаты по РСБУ за 2009 год.

Вчера **ТрансКонтейнер** поделился с инвесторами своими результатами за 2009 год, которые мы оцениваем как негативные. Оглядка на итоги прошлого года вызовет малорадушные настроения. Вместе с тем, данный факт был вполне предсказуем, опираясь на динамику грузоперевозок. Несколько порадовать могут планы на текущий год, в которых не раскрывается существенного роста долговой нагрузки.

Финансовые результаты ОАО "ТрансКонтейнер", РСБУ													
	млн руб.	1 кв.08	1 кв.09	%	пол. 2008	пол.2009	%	9 мес. 2008	9 мес. 2009	%	2008	2009	%
Основные финансовые показатели, млн руб													
Выручка		3 790	3 624	-4%	9 029	7 684	-15%	14 830	11 924	-20%	20 226	16 348	-19%
Прибыль от продаж		929	234	-75%	2 140	642	-70%	3 798	888	-77%	4 441	775	-83%
EBITDA		1 434	809	-44%	3 168	1 809	-43%	5 372	2 633	-51%	6 583	3 093	-53%
EBITDAR		1 589	1 061	-33%	3 696	2 310	-38%	6 086	3 400	-44%	7 008	6 136	-12%
Чистая прибыль		588	9.65	-98%	1 294	29	-98%	2 366	33	-99%	2 680	22	-99%
Основные балансовые показатели													
		2008	1 кв.09	пол. 2009	9 мес. 2009	2009	%2008/2009						
Активы		26 916	29 672	27 109	26 868	27 566	2%	-	-	-	-	-	-
Дебиторская задол-ть		5 540	5 659	5 963	6 115	6 631	20%	-	-	-	-	-	-
Финансовый долг, в т.ч.		3 094	5 883	3 300	3 000	4 520	46%	-	-	-	-	-	-
долгосрочный		3 094	4 883	3 000	3 000	4 520	46%	-	-	-	-	-	-
краткосрочный		0	1 000	300	0	0	0%	-	-	-	-	-	-
Лизинг		2 125	3 021	3 021	3 021	4 030	90%	-	-	-	-	-	-
Показатели эффективности и покрытия долга													
		1 кв.08	1 кв.09	%	пол. 2008	пол.2009	%	9 мес. 2008	9 мес. 2009	%	2008	2009	%
Рентабельность продаж		24.5%	6.5%	-18.1%	23.7%	8.4%	-15.3%	25.6%	7.4%	-18.2%	22.0%	4.7%	-17.2%
Рентабельность EBITDA		37.8%	22.3%	-15.5%	35.1%	23.5%	-11.5%	36.2%	22.1%	-14.1%	32.5%	18.9%	-13.6%
Рентабельность чистой прибыли		15.5%	0.3%	-15.2%	14.3%	0.4%	-14.0%	16.0%	0.3%	-15.7%	13.3%	0.1%	-13.1%
Фин. долг/EBITDA		0.70	1.82	1.12	0.49	0.91	0.42	0.42	0.85	0.43	0.47	1.46	0.99
Фин.долг+лизинг/EBIDAR		1.37	2.10	0.73	0.67	1.37	0.70	0.59	1.33	0.73	0.74	1.22	0.48

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

Вторая половина года слабее первой. Убытки в четвертом квартале.

За весь 2009 год Перевозчику удалось заработать 16,3 млрд руб. против 20,2 млрд руб. годом ранее. Динамика выручки за год была чуть лучше результатов девяти месяцев: снижение на 19% и 20% соответственно, однако в первом полугодии падение было менее существенным – на 15%. Если принимать во внимание выручку, очищенную от транзитных поступлений в сторону РЖД, то здесь падение составило 24%. При этом снижение перевозок шло более низкими темпами – на 17,6%.

Динамика показателей прибыльности и маржинальности более весомо отстает от прошлогодних результатов. Так, прибыль от продаж сократилась в 5,7 раз (774,5 млн руб. '09/ 4 440 млн руб. '08), EBITDA в 2,1 раз (3 092 млн руб. '09 / 6 582 '08), динамика чистой прибыли была намного выше десятикратного снижения (22 млн руб. '09 г., 2,68 млрд руб. '08). Безусловно, причина таких результатов кроется в падении грузооборота, следствием чего стало снижение цен на транспортировку. Мы отмечаем также, что Перевозчику не удалось

эффективно сократить свои расходы в прошлом году. Так, при сокращении выручки на 24%, в прошлом году затраты (без учета транзитных платежей РЖД) Компании снизились лишь на 4,1%. Четвертый квартал у ТрансКонтейнера был одним из самых слабых: убыток был уже на уровне операционной прибыли. Причин этому несколько, во-первых, как нам сегодня пояснили представители Компании, сказываются особенности бухгалтерского учета по РСБУ, когда ряд весомых затрат имеет начисление в последнем квартале. Во-вторых, немаловажным моментом является рост порожнего пробега в последнем отчетном квартале, что объясняется сокращением китайского импорта.

Сдержанный оптимизм только во второй половине 2010 году. Перевозки первого квартала на уровне прошлого года.

Компания на сегодняшний день не наблюдает существенного улучшения ситуации. Так, перевозки в первом квартале сохраняются на уровне прошлого года. Представители ТрансКонтейнера достаточно осторожны в своих прогнозах и ожидают восстановления контейнерных перевозок только во втором полугодии 2010 года. Такие планы вполне объяснимы, особенно с учетом того, что перевозка генеральных грузов, преимущественно нацелена на крупные промышленные предприятия, а контейнерные грузы ориентированы на розничных потребителей. Согласно данным Росстата, в феврале восстановления в обороте розничной торговли не наблюдалось.

Рост долга и лизинговых обязательств в четвертом квартале. Отказ от кредита ЕБРР. 2010 год без наращивания долга.

В четвертом квартале Компания не смогла удержаться от новых заимствований и привлекла кредит от Альфа-Банка на 1,5 млрд руб, в результате чего обязательства выросли до 4,5 млрд руб. против 3 млрд руб на начало года. Соотношение debt/EBITDA на конец отчетного периода составило 1,46х против 0,7х в 2008 году. Такое соотношение в целом было ниже наших ожиданий на конец прошлого года в 1,7–2,0х. В долговом портфеле, помимо кредита Альфа-Банка есть дебютный выпуск облигаций на 3 млрд руб., который после февральской оферты полностью остался в рынке. С учетом нового кредита ТрансКонтейнер отказывается от совершения сделки с ЕБРР и не собирается привлекать запланированный ранее кредит на 100 млн долл. Напомним, что на прошлой неделе Компания заявила о своих планах на размещение нового рублевого бонда на 3 млрд руб. Указанные средства, как нам сегодня пояснили, будут направлены преимущественно на рефинансирование лизинговых обязательств и кредита Альфа-Банка. С учетом этого, долг ТрансКонтейнера может составить около 6 млрд. Объем капитальных затрат текущего года пока еще не утвержден, однако предварительно называется в 4,5 млрд руб. Компания заверила нас, что рост лизинговых обязательств и долговой нагрузки за исключением нового бонда не планируется. По нашему мнению, без восстановления рынка, которого на сегодняшний день, как мы поняли, не наблюдается, сделать это собственными силами может быть несколько проблематично.

Выпуск бондов ТрансКонтейнера вчера торговался с УТМ 8,21 (02.2013 г.) к выпуску РЖД БО–1 спрэд составлял порядка 87 б.п. Напомним, что спрэд между бумагами ТрансКонтейнера и РЖД, начиная с июня 2009 года, сократился с 300 б.п. до 100 б.п. на конец декабря. Дальнейшее сужение спреда нам кажется мало возможным, вследствие чего более привлекательными смотрятся бумаги материнской компании.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

- Согласно отчету Минэкономразвития, в январе–феврале в годовом сопоставлении совокупное производство чугуна в России выросло на 35,6% – до 7,8 млн тонн, стали – на 35,8% до 10 млн тонн, труб – на 55,6%, до 1,3 млн тонн. /Интерфакс/

Евраз: комментарий к размещению

Сегодня Евраз закрывает книгу заявок на участие в размещении двух выпусков облигаций совокупным объемом 15 млрд руб. Отметим, что изначально Компания готовила к размещению один выпуск на 10 млрд руб., но в ходе процесса сбора заявок, столкнувшись с повышенным спросом со стороны инвесторов, анонсировала размещение второго выпуска на 5 млрд руб., одновременно Группа снизила предварительные ориентиры по ставке купона с 9,5–10% до 9,25–9,75%.

На наш взгляд, индикативные ставки организаторов, предполагающие спрэд к бумагам Северстали с аналогичной дюрацией в размере 100 б.п., вполне вписываются в текущую кривую распределения выпусков облигаций металлургического сектора. При этом снижение первоначальных ориентиров было обусловлено как позитивной динамикой долгового рынка, где за последние две недели ликвидные выпуски снизили доходность на 30–50 б.п., так и отсутствием альтернативного предложения на первичном рынке на фоне избыточного уровня ликвидности денежного рынка.

Среди основных моментов, характеризующих текущий профиль эмитента, мы выделяем следующие:

Устойчивые результаты деятельности. По данным последней опубликованной отчетности – по результатам 9 мес. 2009 года (годовые итоги будут озвучены 31 марта) – в 3 квартале 2009 года выручка выросла на 11% до 2,48 млрд долл. (всего 9 мес. составила 7,1 млрд долл.), а EBITDA почти на 150% до 406 млн долл. (за 9 мес. 874 млн долл.). Таким образом, в 3 квартале 2009 по сравнению с предшествующим кварталом рентабельность EBITDA прибавила с 7,3% до 16,4%. Исходя из стабильной динамики годовых операционных показателей, в 4 квартале выручка может составить порядка 2,5–3 млрд долл., причем вследствие роста цен на продукцию на 5–10% (в России и Европе), рентабельность на уровне EBITDA, по нашим оценкам, превысит 17%.

Учитывая текущую конъюнктуру отрасли, с начала текущего года сталелитейные мощности Евраз в России и Украине загружены на 100%, а в США и Африке приблизительно на 90%, и, исходя из текущей конъюнктуры отрасли, результаты, как минимум, 1 квартала не будут уступать прошлогодним показателям.

Рефинансирование долга и изменение ковенант. В 4 квартале Холдинг проводил активную и, надо отметить, успешную работу по рефинансированию и пролонгации текущих обязательств, в том числе, за счет эмиссии акций и облигаций, а также по изменению условий, установленных по синдицированным кредитам и выпускам еврооблигаций, совокупным объемом порядка 6 млрд долл. Впрочем, на наш взгляд, это стало возможным во многом благодаря улучшению ситуации на финансовых рынках. В результате, в отчетном периоде общий финансовый долг Евраз снизился с 8,4 млрд до 8,2 млрд долл., причем доля краткосрочной задолженности сократилась с 40% до 23% (1,9 млрд долл.) В то же время величина денежных средств уменьшилась на 350 млн до 750 млн долл. Согласно февральскому пресс-релизу S&P, Группа также имеет невыбранный кредит от Газпромбанка на 950 млн долл. Таким образом, основная часть текущих обязательств покрывается за счет денежных резервов и открытых кредитных линий.

Среди новых ковенант ключевым требованием выступает ограничение на отношение общего долга/EBITDA, которое на 30 июня 2010 года не должно превышать 6,5х, а на 31 декабря 2010 года быть уровне 5,5х. При сохранении текущей конъюнктуры рынка, предполагающей квартальную EBITDA в пределах 400–450 млн долл., угроза нарушения установленных условий не вызывает у нас особых опасений. Тем не менее, очевидно, что указанные, сравнительно «мягкие» ковенанты наравне с высоким уровнем долга, повышают зависимость Группы от конъюнктуры рынков сбыта.

Рейтинговые действия. В феврале текущего года агентство S&P, консервативно оценивая перспективы восстановления металлургической отрасли, снизило рейтинг Евраз с «В+» до «В», установив по нему «Стабильный» прогноз. Спустя неделю служба Fitch, подтвердив рейтинг на уровне «В+», изменило прогноз со «Стабильного» на «Негативный». Помимо прочего, в обоих случаях аналитики отметили высокую степень неопределенности в отношении рефинансирования долгов, обязательства по которым приходится на 2010 и 2011 гг. Противоположным образом риски Эмитента оценивает Moody's, которое в конце прошлого года повысило свой прогноз по Евразу («B2») с «Негативного» на «Стабильный».

Резюмируя, отметим, что в целом, кредитный профиль Евраза выглядит не слишком устойчивым, поскольку, главным образом, определяется как состоянием финансовых рынков, определяющих риски рефинансирования, так и горно-металлургической отрасли, конъюнктура которых, на наш взгляд, все еще остается нестабильной. В то же время, уверенность инвесторам может придать успехи Холдинга в урегулировании наиболее острых проблем с кредиторами, а также позитивные сигналы отрасли, ориентирующие на дальнейшее восстановление спроса и цен, особенно в горнодобывающем секторе.

Илья Ильин
ilin_io@nomos.ru

ХИМИЯ И ЛПК

- **ОАО «Акрон»** открыл финансирование строительства горно-обогатительного комбината (ГОКа) на базе апатит-нефелинового Олений ручей в рамках проекта ЗАО «Северо-Западная фосфорная компания». Завершение строительных работ и монтажа оборудования запланировано на декабрь 2011 года, технологический пуск ГОКа после проведения пусконаладочных и обкаточных работ – на май 2012 года. В мае 2010 года Компания планирует начать добычу руды на месторождении Олений ручей с целью обеспечения ею в дальнейшем обогатительной фабрики. Общий объем инвестиций в освоение и развитие месторождения Олений Ручей оценивается на уровне 500 млн долл. /Прайм-ТАСС/

СУБЪЕКТЫ РФ

- Банк ВТБ в марте 2010 года предоставил **Республике Карелия** кредитные средства на общую сумму 335 млн руб. Кредитные средства будут направлены на финансирование первоочередных статей расходов бюджетов, влияющих на социальную стабильность в регионе, а именно: на выплату заработной платы, социальных обязательств и оплату коммунальных услуг. /Finambonds/

Илья Ильин
ilin_io@nomos.ru

Денежный рынок

Ситуация вокруг Греции по-прежнему оказывает давление на курс европейской валюты. На вчерашних торгах пара EUR/USD, хоть и делала попытки роста, но по итогам дня вновь опустилась ниже 1,35х.

На этот раз поводом для пессимизма участников международных валютных рынков выступили статьи в западных СМИ, в которых сообщалось, что Германия готова поддержать предоставление прямых кредитов Греции, но лишь в случае содействия со стороны МФВ.

Фактически инвесторы расценили это как признание стран-участниц Еврозоны своей неспособности (либо нежелания) разрешить проблемы Греции собственными силами, что подвергло сомнению устойчивость ЕС и, соответственно, нашло отражение на динамике курсов валют.

Сегодня в отношении единой европейской валюты продолжает преобладать негатив, и в ходе азиатской сессии ее курс вплотную приблизился к уровню 1,34 долл. Драйвером для роста здесь могли бы стать сегодняшние данные по состоянию промышленности Еврозоны.

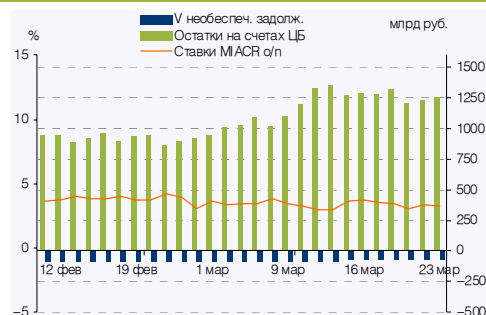
Благоприятная конъюнктура мировых фондовых площадок и товарно-сырьевых бирж восстановила тренд на укрепление рубля, и к завершению вчерашних торгов стоимость корзины опустилась на 6 коп. до 34,20 руб. Сегодня тенденция выделяется еще более отчетливо: с утра цена бивалютного ориентира снизилась к отметке 34,13 руб. Вполне вероятно, что в случае сохранения такой динамики в ход торгов на валютной бирже снова начнет вмешиваться Банк России.

За минувший день совокупный объем остатков банков на корсчетах и депозитах в ЦБ увеличился на 32 млрд до 1,262 трлн руб. При этом величина задолженности по кредитам, привлекаемым участниками у Банка России под залог неликвидных активов, сократилась со 137 млрд до 92 млрд руб.

По-видимому, эти операции стали следствием притока дополнительных ресурсов из бюджета, дефицит которого в этом месяце может составить порядка 200 млрд руб.

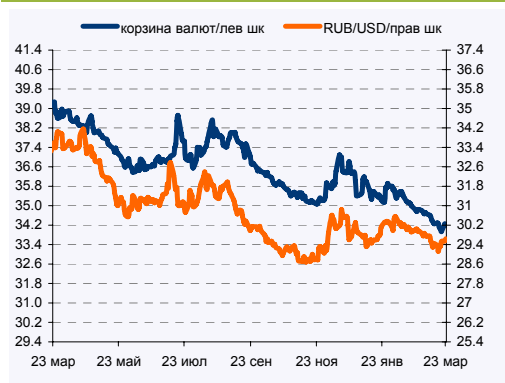
На этом фоне стоимость заимствований на межбанке оставалась на весьма низком уровне, и хотя к закрытию ставки неожиданно подскочили до 3,5%, большую часть дня цены не выходили за рамки 2–3%.

Динамика самостоятельности банковской системы



Источник: Банк России

Динамика валютного курса



Источник: Bloomberg

События денежного рынка

Дата	Событие
22 мар	уплата 1/3 НДС за 4 квартал 2009 года
	аукцион репо ЦБ на 3 мес.
	беззалоговый аукцион ЦБ на 3 мес. на сумму 5 млрд руб.
23 мар	ломбардные аукционы ЦБ на сроки 2 недели, 3 месяца
	беззалоговый аукцион ЦБ на 5 недель на 5 млрд руб.
24 мар	получение средств с аукционов, проведенных 22 и 23 марта.
	возврат ЦБ 2,9 млрд руб.
25 мар	уплата акцизов и НДС.

Источник: Reuters, Банк России

Долговые рынки

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

Спекуляции вокруг предстоящего саммита стран ЕС, где центральной темой обсуждения станет «греческий вопрос» вновь перехватили «инициативу» по формированию рыночных настроений на себя. При этом динамика фондовых площадок, сохраняющая положительную переоценку (за вчерашний день американские индексы прибавили 0,7% – 0,9%), отражает довольно сильные позитивные ожидания инвесторов, хотя главы стран участников довольно консервативны в своих заявлениях, предшествующих встрече.

Ослабление позиций евро на фоне сложившейся неопределенности обеспечивает инвесторам в долларовые активы достаточно комфортные условия. Отражением этого является текущая относительная стабильность американских госбумаг, несмотря на серьезный приток нового предложения. Так, доходность 10-летних UST по итогам вчерашнего дня составила 3,69% годовых (+ 3 б.п. к уровню понедельника). Что же касается вчерашнего аукциона по 2-летним UST на 44 млрд долл., то его результаты оказались заметно слабее предыдущего, проходившего 23 февраля этого года: bid/cover был на уровне 3 против 3,3 в феврале, при этом доля покупок участников-нерезидентов снизилась до 34,85% с 53,6%. Довольно сложно установить прямую зависимость, но, как мы полагаем, определенный резонанс и появление надежд на улучшение ситуации обеспечила появившаяся в преддверии аукциона статистика вторичных продаж домов в США за февраль, которая продемонстрировала состояние сегмента чуть более сильным, чем ожидалось: снижение продаж составило 0,6% при прогнозируемых 1,1%.

Сегодня состоится второй из запланированных на эту неделю аукционов – по 5-летним UST на 42 млрд долл. Накануне размещения инвесторов «ждет» очередная порция статистики по рынку недвижимости – на этот раз в части продаж новых домов и, вполне возможно, данный факт также внесет свою лепту при формировании спроса на американский госдолг.

Во вторник российские еврооблигации предприняли попытку восстановиться после коррекции. Так, суверенные Russia-30 начинали торги котировками на уровне 115,5% и в течение дня на фоне некоторой стабилизации настроений на остальных площадках смогли продвинуться вверх к 116%. Однако удержаться на отметке 116% не удалось, и на момент закрытия торгов Russia-30 котировалась на уровне 115,875%.

В корпоративных евробондах также наблюдалось восстановление спроса. В центре покупок находились бумаги Газпрома, ВТБ, РСХБ, Транснефти, ТНК-ВР, Лукойла и ВымпелКома, что обеспечило выпускам положительную переоценку в среднем в пределах 50 б.п.

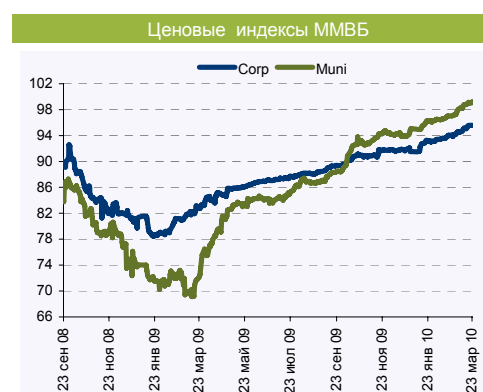
Появились подробности относительно размещаемого выпуска евробондов РЖД – компания определилась со срочностью бумаг и будет размещать их на 7-лет. Как мы полагаем, в качестве главного ориентира по доходности будет взята доходность еще одной госмонополии – Газпрома, чьи выпуски, близкие по дюрациям бонду РЖД (Газпром-18, мы не берем Газпром-17, потому что он номинирован в евро), на текущий момент



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



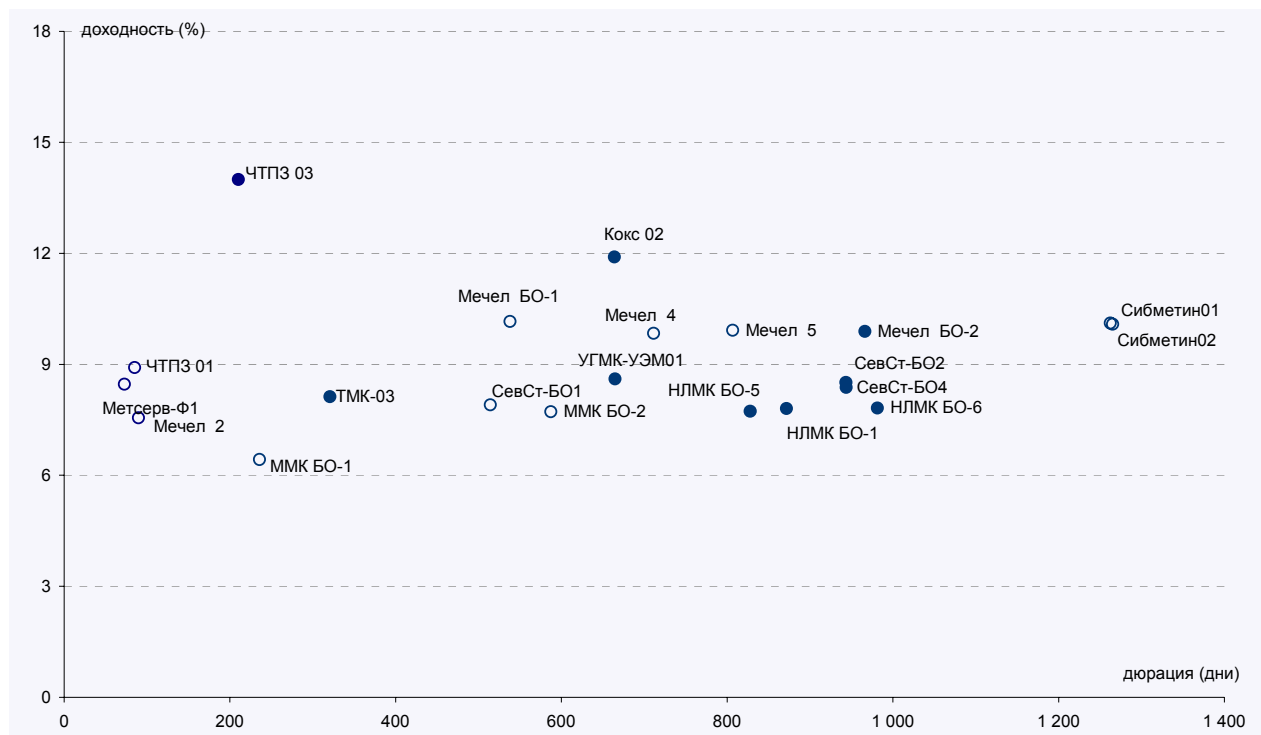
Источник: ММВБ

торгуются с доходностью около 6,05% – 6,1%. При этом специфика транспортной монополии, как мы полагаем, требует дополнительной премии не менее 10–15 б.п. При этом, если условиями размещения будут наложены ограничения на участие иностранных, в частности, американских фондов, проявляющих наиболее живой интерес к российским евробондам, то премия может оказаться более весомой. Вместе с тем, в отличие от переизбытка валютных обязательств Газпрома на рынке, предложение долга РЖД может найти довольно большой спрос.

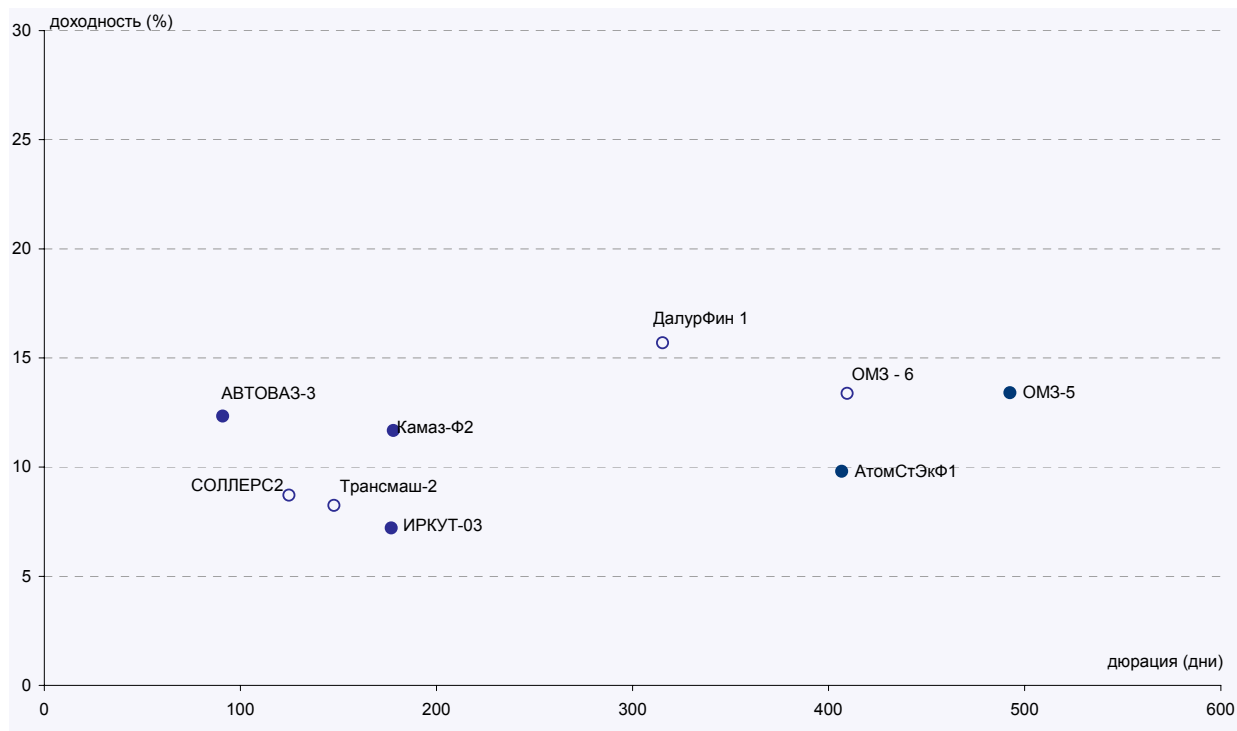
Рублевый сегмент предпочел несколько сдержать масштабы коррекции, проявившейся в понедельник, и по мере того как масштабы панического открытия валютных позиций сокращались, проявлял признаки восстановления котировок, в частности, в выпусках ВК–Инвест3, Система–2, Система–3, ТГК1–01. Биржевые облигации ВТБ продолжали набирать в цене, добавив еще порядка 15 б.п. Вместе с тем, полностью переломить отрицательную динамику котировок пока не удалось, и она сохранилась по довольно широкому списку бумаг, в числе которых выпуски МТС–5, Газпром–11, Газпром–13, Газпром нефть–3, Газпром нефть–4, РЖД–12, РЖД–16, выпуски Мечела, Северстали.

В сегменте ОФЗ накануне сегодняшнего аукциона было достаточно «живо»: вчерашние торги затронули фактически всю кривую, однако сколь–нибудь серьезных оборотов и серьезных ценовых колебаний не наблюдалось. Напомним, что сегодня Минфин будет доразмещать ОФЗ серии 25073 на сумму 12,189 млрд руб. Данный выпуск сложно причислить к числу наиболее ликвидных, однако при размещении покупатели находятся (на прошлой неделе было размещено порядка 70% анонсированного предложения) и, весьма вероятно, желающие найдутся и сегодня, несмотря на то, что доходность выпуска по итогам последних сделок составляла 6,07% годовых.

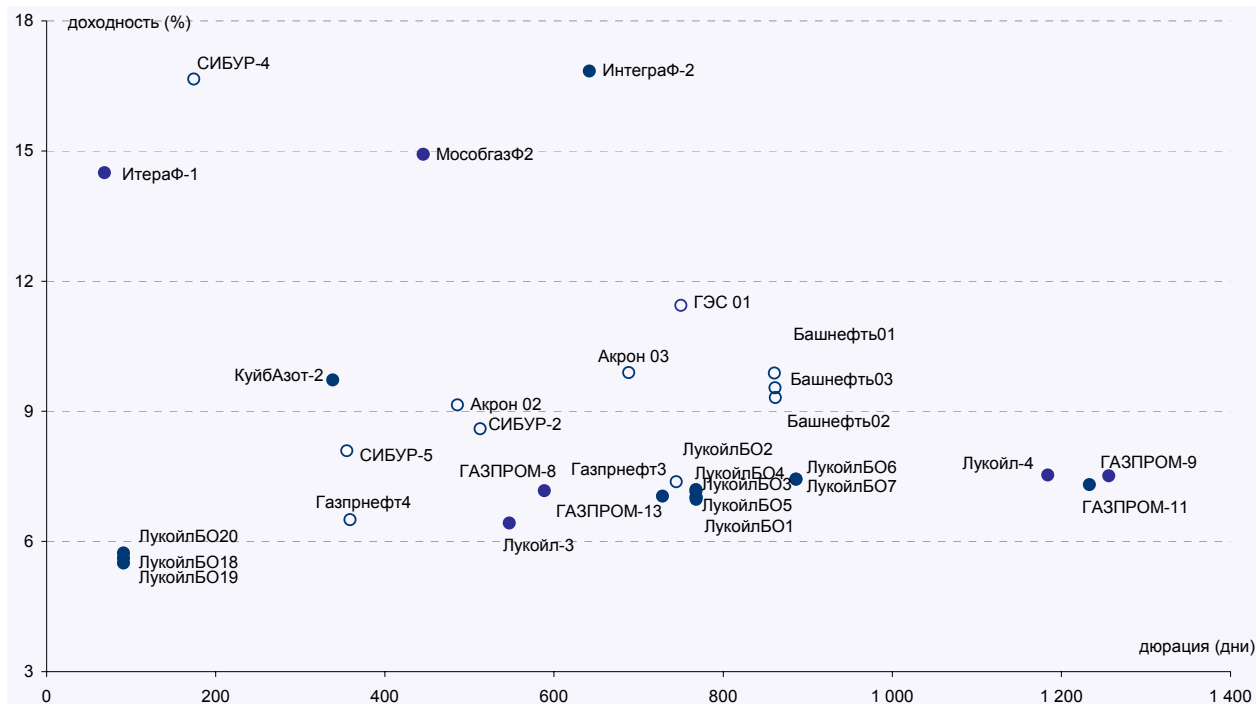
Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



Машиностроение



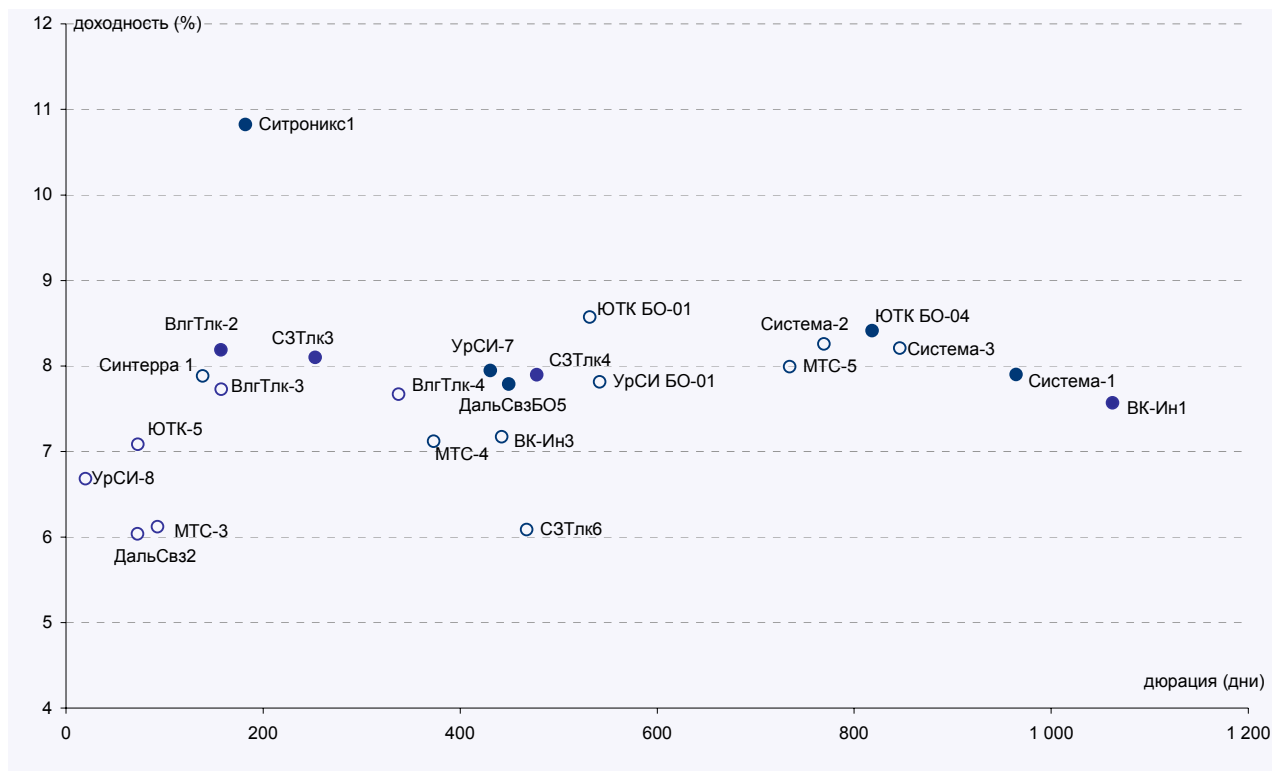
Нефтегазовый сектор, Химия



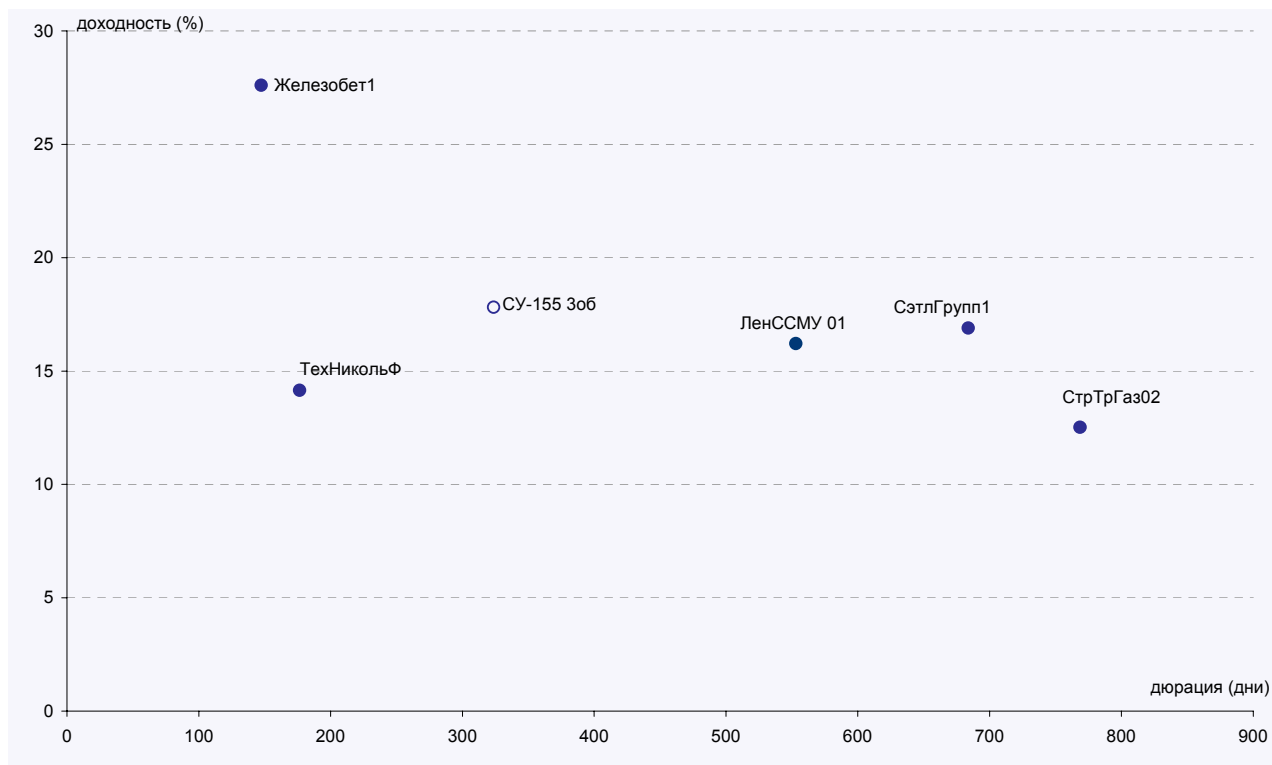
Потребсектор и АПК, Ритейл



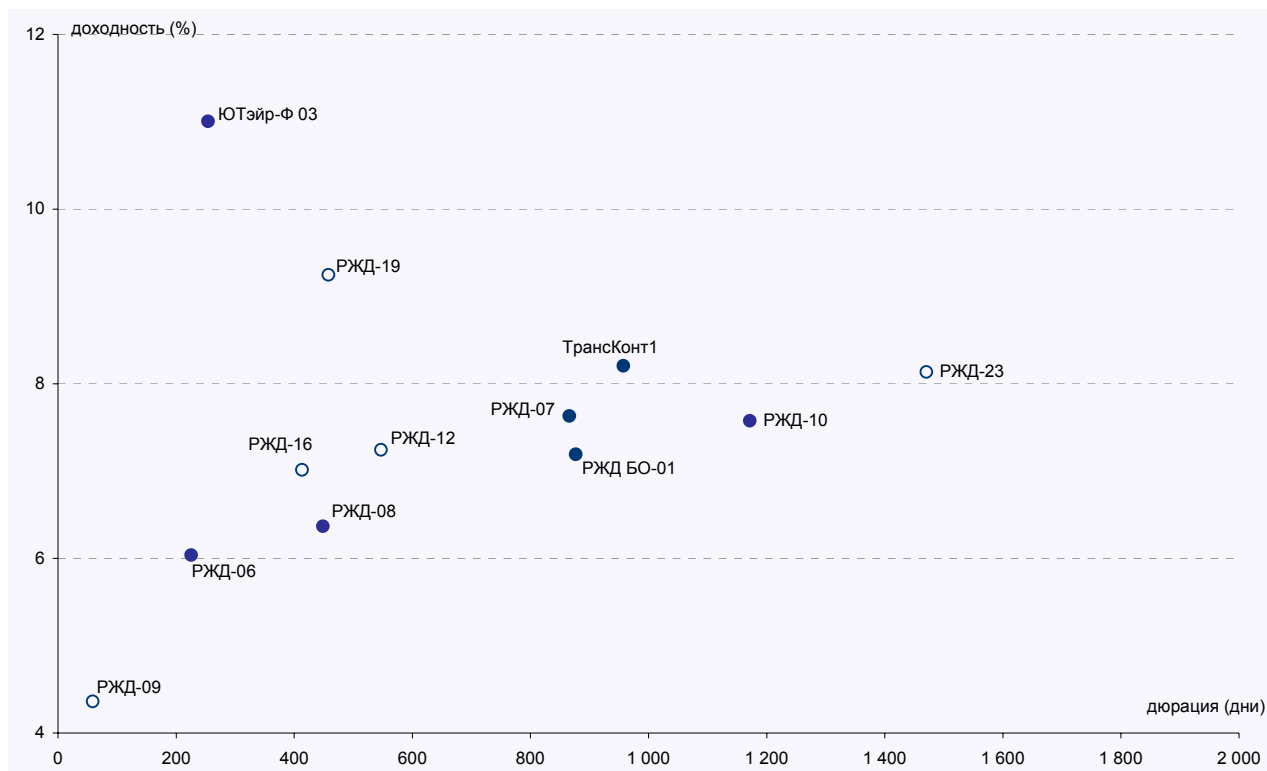
Телекоммуникации и медиа



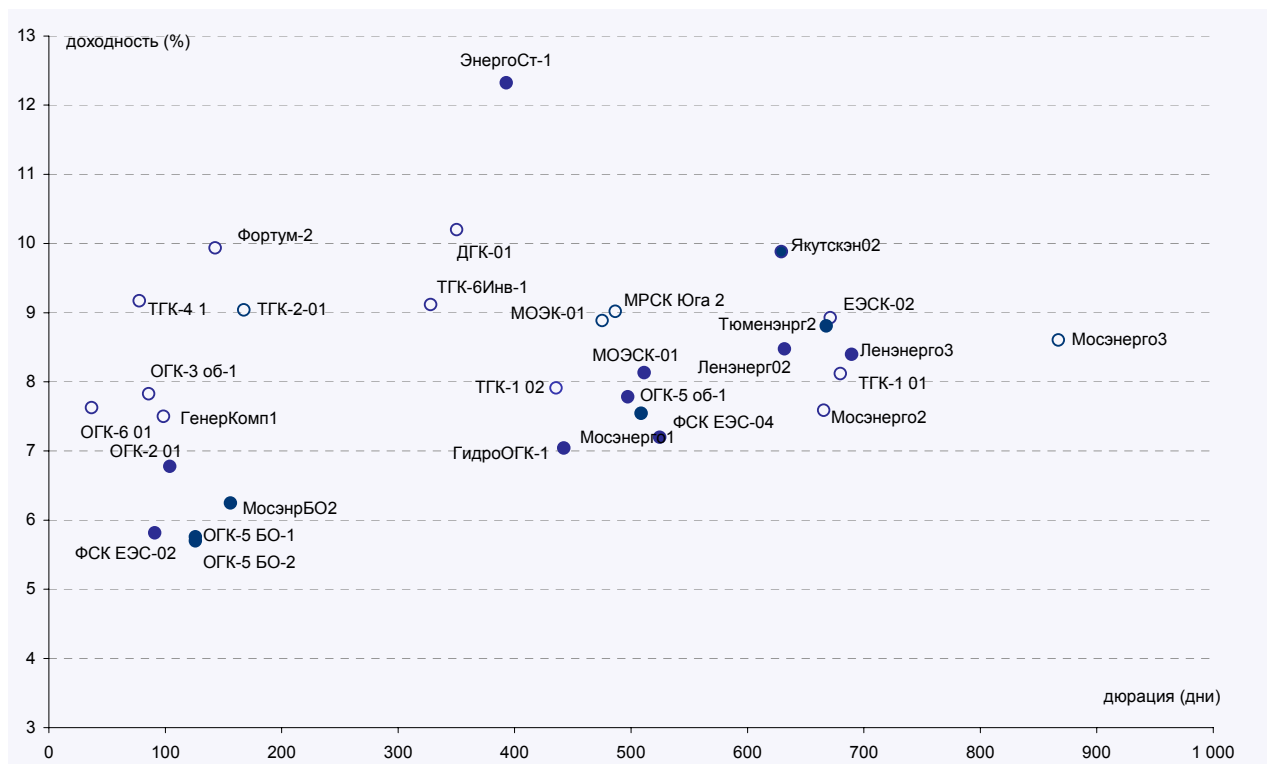
Строительство, девелопмент и стройматериалы



Транспорт



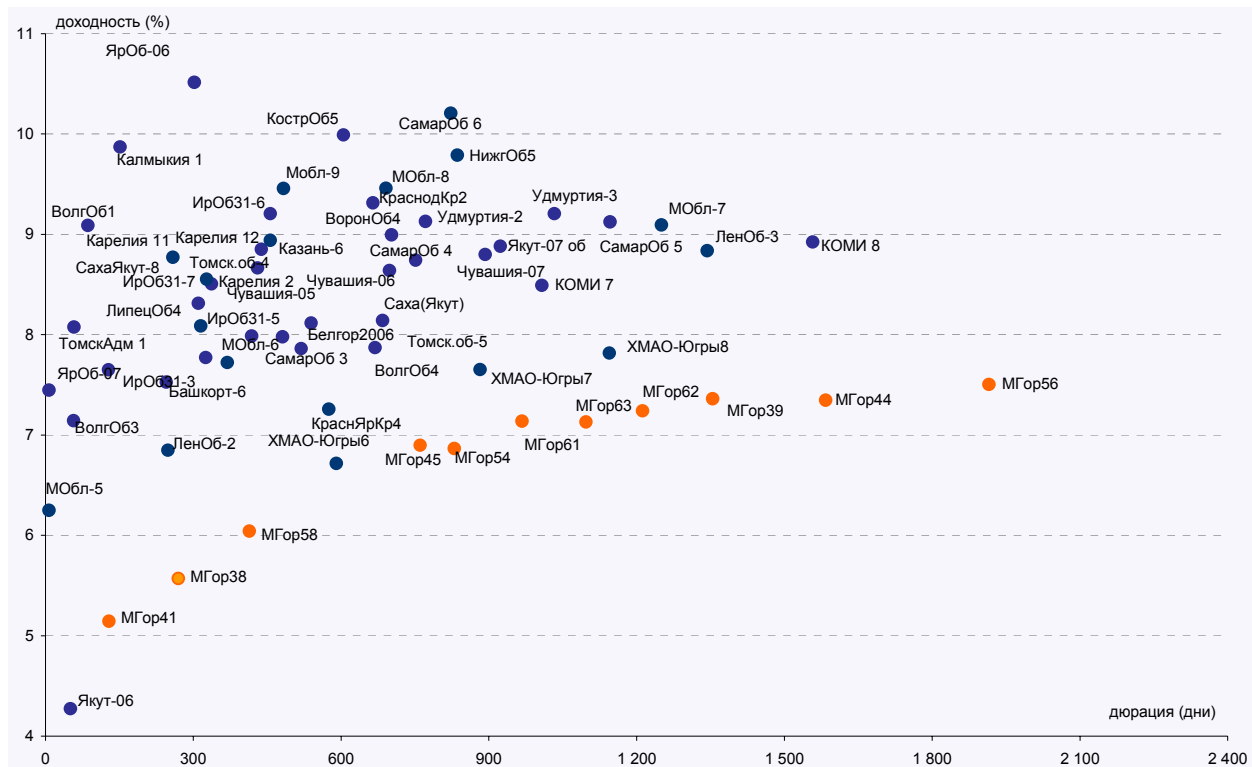
Энергетика



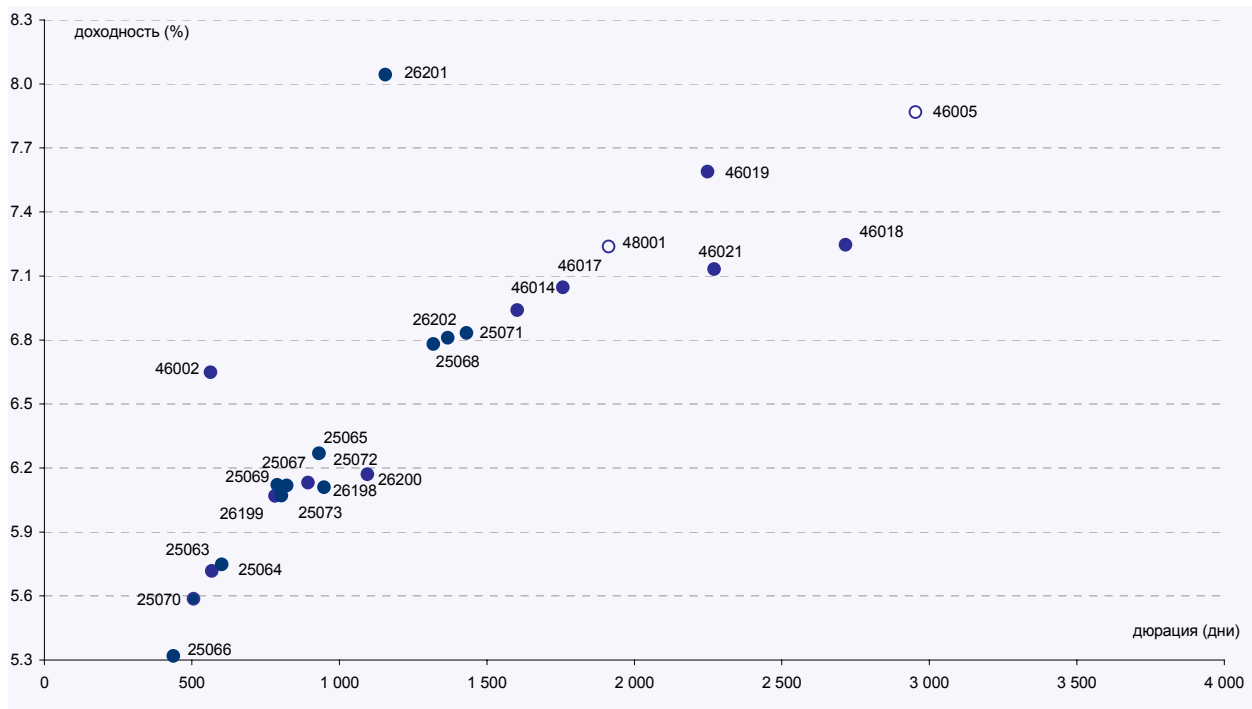
Финансовый сектор



Субъекты РФ



Облигации федерального займа



Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@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.