

# Рынки и Эмитенты: факты и комментарии

25 мая 2011 года

## Новость дня

По данным Росстата, в 1 квартале 2011 года в экономику России поступило 44,349 млрд долл. иностранных инвестиций, что в 3,4 раза больше, чем в 1 квартале 2010 года.

## Новости эмитентов.....стр 2

- Дефолты и реструктуризации: ГК САХО.
- **Западный скоростной диаметр** – первичное предложение интересно с доходностью ближе к 9% годовых. Госгарантия начинает действовать с 1 января 2014 года.
- Рейтинги и прогнозы: **Национальная Факторинговая Компания**.
- КАМАЗ рассчитывает до конца текущего года принять решение по сделке с МАЗом.
- КЭС–Холдинг консолидирует ТГК–5,6,7,9 в единую компанию – положительно.
- Черкизово: отчетность за 1 квартал 2011 года.
- АЛРОСА: позитивные результаты 2010 года по МСФО, но без влияния на котировки.
- ОГК–6.

## Денежный рынок.....стр 9

- Moody's предупреждает о возможных последствиях реструктуризаций европейских долгов.
- Курс национальной валюты стабилизировался.

## Долговые рынки.....стр 11

- Внешние рынки: опасения глубины долгового кризиса в Европе усугубляются. Доходности UST устанавливают минимумы текущего года.
- Российские еврооблигации хотели бы двигаться за UST, но этому много препятствий.
- Рублевые облигации: Минфин готов на премию за «срочность»? В корпоративных бумагах сохраняется «штиль».

## Панорама рублевого сегмента.....стр 14

## Основные рыночные индикаторы

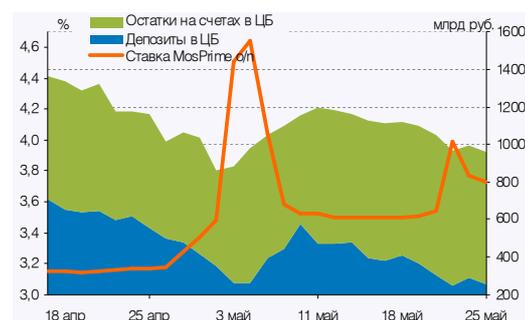
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	3,12%	-2	-25
Russia-30	4,58%	-1	-25
ОФЗ 25068	6,55%	0	-57
ОФЗ 25065	5,90%	38	-44
Газпромф4	8,33%	0	266
РЖД-10	6,74%	2	-61
АИЖК-8	7,61%	-6	-34
ВТБ - 5	7,24%	11	-46
Россельхб-8	6,57%	-1	-29
МосОбл-8	7,22%	-8	-130
Мгp62	6,77%	0	-65

ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	95,34%	-2	63
ITRAXX XOVER S15 5Y	369,27	-6	-69
CDX XO 5Y	171,80	-2	7
		Изм 1 день, %	YTD, %
MICEX	1 598,82	1,6%	-5,3%
RTS	1 800,04	2,0%	1,7%
S&P 500	1 316,28	-0,1%	4,6%
DAX	7 150,66	0,4%	3,4%
NIKKEI	9 477,17	0,2%	-8,4%

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD, %
Нефть Urals	110,15	2,5%	21,8%
Нефть WTI	99,59	1,9%	10,9%
Золото	1 526,63	0,6%	8,7%
Никель LME 3 М	22 883	2,3%	-5,8%

Источник: Bloomberg, ММВБ

## Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

### МАКРОНовости

- Минфин на аукционе 24 мая разместил 40 млрд руб. средств федерального бюджета на банковские депозиты. Максимальный объем размещаемых средств был установлен в размере 70 млрд руб. В аукционе принимали участие 3 кредитные организации. Средневзвешенная процентная ставка размещения составила 4,06% годовых. Ставка отсечения была установлена на уровне 4% годовых. Дата внесения депозитов – 25 мая 2011 года, дата возврата депозитов – 21 сентября 2011 года.
- Прямые инвестиции в экономику РФ в 1 квартале 2011 года поступили в размере 3,89 млрд долл., что в 1,5 раза больше, чем за аналогичный период 2010 года. Объем портфельных инвестиций сократился на 58,2% к аналогичному периоду прошлого года и составил 122 млн долл. Прочие инвестиции в экономику РФ выросли в 3,9 раза и составили 40,337 млрд долл.

### Дефолты и реструктуризации

- ООО «ГК САХО» не исполнило обязательство по выплате купонного дохода по облигациям серии 01 за 8 купонный период. Общий размер неисполненного обязательства составил 20,816 тыс. руб. По сообщению Эмитента, обязательство не исполнено «в связи с временной нехваткой ликвидных активов». Выпуск номинальным объемом 2 млрд руб. был размещен в мае 2009 года сроком на 3 года.

### Купоны, оферты, размещения

- Ставка первого купона по биржевым облигациям **Банка ЗЕНИТ** серии БО–06 по итогам сбора заявок была установлена на уровне 7,25% годовых. Ставка 2 и 3 купонов установлена равной ставке 1 купона. Ориентир ставки, объявленный при открытии книги заявок, находился в диапазоне 7,2–7,4% годовых. Размещение выпуска на ФБ ММВБ состоится 26 мая текущего года. Общий объем выпуска по номиналу составляет 5 млрд руб. Срок обращения займа – 3 года, предусмотрена оферта через 1,5 года.
- Минфин сообщает, что ориентир доходности при размещении на сегодняшнем аукционе **ОФЗ серии 25076** составляет 6,5–6,6% годовых, а **ОФЗ серии 25077** – 7,45–7,55%.
- **ОАО «Кокс»** утвердило 1 июня 2011 года датой начала размещения биржевых облигаций серии БО–02 объемом 5 млрд руб. Напомним, что книга заявок на участие в размещении будет открыта до 30 мая 2011 года.
- Ставка 13 купона по облигациям **«Ростелекома»** серии 10 утверждена в размере 6,31% годовых, что соответствует купонному доходу 15,73 руб. на одну ценную бумагу. Ставка купонного дохода по облигациям определяются как сумма MosPrime Rate (на срок 3 месяца) + премия 2,12% годовых. Предельный размер ставки определен в размере 15% годовых.
- ООО **«Космос–Финанс»** приняло решение о приобретении 777,840 тыс. облигаций серии 01 объемом 2 млрд руб. Бумаги будут приобретаться Компанией в период с 1 по 3 июня 2011 года включительно. Цена приобретения установлена на уровне 100% от номинала.

**Западный скоростной диаметр – первичное предложение интересно с доходностью ближе к 9% годовых. Госгарантия начинает действовать с 1 января 2014 года.**

На этой неделе ОАО «Западный скоростной диаметр» (ЗСД) открыло книгу заявок на 20-летние облигации серий 01 и 02 объемом по 5 млрд руб. каждый, закрытие которой намечено на 3 июня 2011 года, размещение запланировано на 7 июня. Индикатив ставки купона составляет 8,5–9,0% годовых, что соответствует доходности 8,68–9,20% годовых к оферте через 5 лет. Для комфорта инвесторов по выпускам предусмотрена госгарантия на номинальный объем (то есть на 10 млрд руб.), которую будут обеспечивать Министерство финансов РФ и Внешэкономбанк. Действие госгарантии распространяется и на оферту, и погашение бумаг в установленные даты, а также на досрочное погашение в случае нарушения обязательств по выплате купона. В то же время при наступлении гарантийного случая, согласно Правилам предоставления госгарантий, обязательство государством будет исполнено не ранее 1 января 2014 года. Последнее, по нашему мнению, является довольно весомой «лежкой дегтя» в структуре выпуска. Отметим, в целях поддержки проекта ЗСД бюджетом Санкт-Петербурга в рамках Долгосрочной целевой программы с 2013 года предусмотрено субсидирование возможного недостатка доходов (платы за пользование дорогами) на финансирование текущих затрат, включая выплаты по купонам облигационных займов. Так, субсидии города до 2016 года (до оферты) составят порядка 6,7 млрд руб. и до 2019 года – 9,4 млрд руб.

Вместе с тем, Эмитент выпусков ОАО «Западный скоростной диаметр» – компания, на 100% принадлежащая городу Санкт-Петербург. Прямое участие, учитывая негативный опыт аффилированных компаний московской области на долговом рынке, которыми регион владел не всегда напрямую, мы считаем как положительный момент. ЗСД занимается реализацией инвестиционного проекта строительства платной городской магистрали скоростного движения (допустимая скорость 110 км/час) общей протяженностью 46,6 км и максимальной интенсивностью движения более 100 тыс. автомобилей в сутки. ЗСД должен обеспечить связь транспортного узла Санкт-Петербурга, включая Большой порт (приходится около 60% контейнерного грузооборота российских портов), с сетью автомобильных дорог страны, а также разрешить транспортные проблемы города. Проект является достаточно сложным с точки зрения его интеграции в действующую инфраструктуру города (на эстакадные участки приходится около 55% магистрали), что приводит к его удорожанию (общая стоимость проекта оценивается в 211,7 млрд руб.). Строительство магистрали разбито на 3 участка: Северный (24,1 км), Центральный (13,8 км) и Южный (8,7 км). В настоящее время в большей степени готов Южный участок, строительство которого началось еще в 2005 году. В полном объеме он будет введен в платную эксплуатацию к концу 2011 года. В мае 2010 года также началось строительство Северного участка, открытие движения на котором запланировано на 2012 год. Реализации Южного и Северного участков ЗСД будет проходить с помощью федерального бюджета (20,6 млрд руб.), бюджета Санкт-Петербурга (33,6 млрд руб.) и выпуска облигационных займов (22,5 млрд руб.). Наиболее дорогостоящим в ЗСД является Центральный участок магистрали: его стоимость составит порядка 135 млрд руб. и будет он реализовываться в срок до 2014 года на основе государственно-частного партнерства (финансовое участие государства составит 50,7 млрд руб.) с привлечением международных компаний. Несмотря на целостность всего проекта ЗСД, ввод в эксплуатацию отдельных участков (Южного и Северного) может происходить независимо от реализации других его частей (Центральной). В свою очередь, объекты незавершенного строительства и участки дорог, введенные в эксплуатацию за счет бюджетных средств до 2011 года, внесены в уставный капитал Компании, которые в дальнейшем должны позволить ей обслуживать обязательства по облигационным займам.

Таким образом, очевидно, что бизнес Эмитента находится на стадии start up и еще не имеет практического подтверждения состоятельности своей бизнес-модели. В то же время Компания является 100% государственным проектом и имеет важное инфраструктурное значение для дальнейшего развития Санкт-Петербурга. Учитывая все это, а также наличие госгарантий по выпускам облигаций, мы считаем, что наиболее правильным для позиционирования облигаций ЗСД выбрать бумаги госкомпаний, также обеспеченные госгарантией, а именно: АИЖК, ОАК, ОБОРОНПРОМ. Среди обозначенных эмитентов наиболее ликвидными облигациями обладает АИЖК, в то время как размещение бумаг ОАК и ОБОРОНПРОМА проходило относительно недавно – весной этого года. Так, ОАК в марте, а ОБОРОНПРОМ в апреле–мае разместили дебютные выпуски облигаций с доходностью 8,16% годовых к погашению через 9 лет, после чего на вторичном рынке сделок по этим бумагам не наблюдалось. Между тем обозначенный индикатив доходности по бумагам ЗСД предполагает

премию к кривой АИЖК около 45–95 б.п. На наш взгляд, наличие премии вполне оправдано, если учесть дебют ЗСД на долговом рынке, а также тот факт, что Компания еще не генерирует денежный поток. Принимая во внимание все выше перечисленное, мы считаем, что предложение Эмитента выглядит интересным по верхней планке предложенного диапазона, то есть ближе к 9% годовых.

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

### Рейтинги и прогнозы

- Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's повысила долгосрочный кредитный рейтинг российского Банка «Национальная Факторинговая Компания» с «B-/ruBBB» до «B/ruA-». Прогноз – «стабильный».

## МАШИНОСТРОЕНИЕ

### КАМАЗ рассчитывает до конца текущего года принять решение по сделке с МАЗом.

ОАО «КАМАЗ», которое совместно с подразделением ГК «Ростехнологии» – «РТ-Авто» ведет переговоры по вхождению в состав акционеров Минского автомобильного завода (МАЗ), рассчитывает до конца года провести оценку активов МАЗа и принять решение по сделке. /Интерфакс/

*Учитывая сложившуюся экономическую нестабильность в Белоруссии и как следствие вынужденную необходимость реализовать процессы приватизации, объединение российского и белорусского автопроизводителей может принять вполне реальный ход развития событий. Отметим, что ранее, в феврале этого года, Ростехнологии направили правительству Беларуси предложение по объединению КАМАЗа и МАЗа, согласно которому КАМАЗ должен получить 100% акций МАЗ.*

*Как мы уже ранее отмечали, мы относим эту новость к разряду умеренно-позитивных и отмечаем положительный эффект в случае объединения предприятий. Так, линейка продукции МАЗа в целом совпадет с российским производителем, и в ряде сегментов МАЗ является одним из ключевых конкурентов КАМАЗа, в том числе в части ценовых уровней. По итогам первого полугодия 2010 года МАЗ по объему выручки практически вдвое меньше КАМАЗа: 13,3 млрд руб. и 31,9 млрд руб. соответственно. Вместе с тем, если российский производитель был в убытке в прошлом году, то минский завод формировал приемлемую норму прибыли для машиностроительного сектора. Стоит отметить также, что МАЗ, в отличие от завода в Набережных челнах, осуществляет производство моделей ЕВРО-4 и ЕВРО-5, что является важным для экспортных поставок. Как дополнительный «плюс» в сделке мы выделяем, что она, как мы поняли из СМИ, будет носить неденежный характер. Вместе с тем, сложностей может добавить тот факт, что «против» может выступить Daimler, которому принадлежит в капитале КАМАЗа около 15%, поскольку в случае объединения доля немецкой компании может сократиться.*

*Бумага КАМАЗа вчера остались без движений. Из представленных на рынке выпусков наиболее интересным нам кажется бонд серии БО-1, которой при более короткой дюрации против бумаг серии БО-2 по последним сделкам стоил дешевле: УТР БО-1 8,37% (12.2012) УТМ БО-2 8.17% (02.2014).*

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

## ЭНЕРГЕТИКА

- Чистая прибыль «ОГК-6» за 1 квартал 2011 года по МСФО выросла на 8,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила 982 млн руб. Выручка Компании за 3 месяца 2011 года достигла 14,5 млрд руб., что на 21% больше, чем за аналогичный период 2010 года. Рост выручки, в частности, обусловлен увеличением доли либерализации рынка электроэнергии и мощности, а также ростом

средневзвешенных цен на оптовом рынке электроэнергии и мощности. EBITDA в 1 квартале 2011 года выросла на 16% по сравнению с 1 кварталом 2010 года и составила 2,11 млрд руб. /Finambonds/

**КЭС–Холдинг консолидирует ТГК–5,6,7,9 в единую компанию – положительно.**

Вчера стало известно, что КЭС–Холдинг планирует осуществить консолидацию принадлежащих ему активов на базе ТГК–9. Для этих целей ТГК–9 во втором полугодии 2011 году планирует разместить дополнительную эмиссию акций, которые акционеры ТГК–5,6,7 смогут обменять на дополнительные акции ТГК–9. Процесс консолидации планируется завершить во втором квартале 2012 года. Вопрос об увеличении уставного капитала будет рассмотрен на годовом общем собрании акционеров ТГК–9 в июне 2011 года, дата пока не назначена. В течение 2011 года будет проведена оценка генерирующих активов для определения коэффициентов обмена акций. Цена размещения дополнительных акций ТГК–9 будет определена советом директоров компании после окончания срока действия преимущественного права приобретения дополнительных акций компании. /Интерфакс/

На сегодняшний день на локальном долговом рынке представлены займы ТГК–5,6,9. Прежде всего, стоит отметить, что, как мы поняли, консолидация будет иметь отличный от реформы Связьинвеста формат. Здесь не будет иметь место объединение в одну компанию и последующая ликвидация юридического лиц, а запланирована консолидация акций отмеченных генерирующих компаний КЭСа под ТГК–9. То есть каждая «энергодочка» сохранит свою правовую форму. В этом случае не возникает дополнительных офферт для бумаг компаний, а выпуски не меняют ни структуры, ни имени и остаются в обращении на рынке. Таким образом, для держателей бондов ТГК–5 и 6, по сути изменения, носят умеренно–положительный характер. В то же время новость положительная для ТГК–9, масштабы бизнеса которой все же заметно увеличатся, а набор активов под ее управлением расширится.

Финансовые результаты ТГК-5, 6, 7 и 9 за 2009-2010 годы по РСБУ													Консолидировано
млрд руб.	ТГК-5			ТГК-6			ТГК-7			ТГК-9			
	2010	2009	2010/2009	2010	2009	2010/2009	2010	2009	2010/2009	2010	2009	2010/2009	2010
Выручка	22,551	17,479	29,0%	30,425	21,741	39,9%	55,839	41,817	33,5%	46,064	40,801	12,9%	108,815
Прибыль от продаж	1,144	1,119	2,3%	-0,234	1,248	-	4,220	4,486	-5,9%	2,677	6,324	-57,7%	7,808
ЕБИТДА	1,875	1,771	5,9%	1,470	2,442	-39,8%	6,783	6,485	4,6%	4,276	7,645	-44,1%	14,403
Чистая прибыль	0,793	1,665	-52,4%	-1,247	0,595	-	2,650	3,596	-26,3%	0,746	4,215	-82,3%	2,942
% расходы	0,716	0,773	-7,4%	0,515	0,239	115,7%	0,155	0,338	-54,1%	1,669	1,878	-11,1%	3,055
<b>Активы</b>	<b>42,264</b>	<b>33,550</b>	<b>26,0%</b>	<b>45,305</b>	<b>36,678</b>	<b>23,5%</b>	<b>64,284</b>	<b>58,279</b>	<b>10,3%</b>	<b>71,883</b>	<b>62,002</b>	<b>15,9%</b>	<b>223,736</b>
Денежные средства и их эквиваленты (250+260 стр. баланса)	14,431	12,015	20,1%	22,900	12,811	78,8%	8,980	6,626	35,5%	19,967	19,480	2,5%	66,279
Денежные средства (260 стр. баланса)	8,025	1,899	322,7%	13,238	3,056	333,2%	4,400	4,986	-11,8%	9,432	3,298	186,0%	35,095
Финансовый долг	13,166	7,997	64,6%	13,145	3,761	249,5%	4,803	4,086	17,6%	20,307	14,993	35,4%	51,421
краткосрочный	2,039	7,857	-74,0%	6,085	3,572	70,4%	4,803	2,669	79,9%	2,339	10,593	-77,9%	15,266
долгосрочный	11,127	0,140	7848,1%	7,060	0,189	3635,4%	0,000	1,417	-100,0%	17,967	4,400	308,3%	36,155
Чистый долг	5,141	6,098	-15,7%	-9,755	-9,050	7,8%	0,403	-0,901	-144,8%	10,875	11,695	-7,0%	6,664
<b>Рент-ть EBITDA</b>	<b>8,3%</b>	<b>10,1%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>4,8%</b>	<b>11,2%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>15,5%</b>	<b>-3,4%</b>	<b>9,3%</b>	<b>18,7%</b>	<b>-9,5%</b>	<b>13,2%</b>
Рент-ть по чистой прибыли	3,5%	9,5%	-6,0%	отриц.	2,7%	-	4,7%	8,6%	-3,9%	1,6%	10,3%	-8,7%	2,7%
Фин. долг/ЕБИТДА	7,02	4,52	2,51	8,94	1,54	7,40	0,71	0,63	0,08	4,75	1,96	2,79	3,57
Чистый долг/ЕБИТДА	2,74	3,44	-0,70	отриц.	отриц.	-	0,06	-0,14	0,20	2,54	1,53	1,01	0,46
ЕБИТДА/% расходы	2,62	2,29	0,33	2,85	10,23	-7,37	43,69	19,17	24,52	2,56	4,07	-1,51	4,71
Фин. долг/Активы	0,31	0,24	0,07	0,29	0,10	0,19	0,07	0,07	0,00	0,28	0,24	0,04	0,23

Источник: данные компании, расчеты НОМОС–БАНКа

Отметим, что финансы четырех компаний КЭС, представленных на долговом рынке, довольно разрозненные. Так, самым сильным профилем отличается ТГК–9, а ТГК–5 и 6 значительно уступают по масштабам и кредитному качеству (см. таблицу). В то же время, добавка финансов со стороны ТГК–7, только укрепит

финансовый профиль ТГК-9. Напомним, что отличительным моментом всех отмеченных энергокомпаний является довольно весомый объем средств на счетах. Согласно нашим подсчетам, совокупный объем денежных средств и их эквивалентов по итогам 2010 года составлял около 66 млрд руб. при финансовом долге в 51 млрд руб. Мы традиционно считаем, что указанные средства компании могут довольно ограниченно использовать, поскольку большая часть из них целевые. Однако в любом случае наличие даже такой «подушки ликвидности», по нашему мнению, говорит «ЗА» кредитный профиль предприятий. Родственные отношения с группой Ренова тоже поддерживают, однако учитывая непубличность материнской компании сложно сказать в полной мере насколько это возможно. На этой неделе мы планируем выпустить специальный обзор, посвященный консолидации компаний и влияние этого на бумаги эмитентов. Предварительно мы считаем, что если не будет иметь место потеря правого статуса для ТГК-5 и 6, то новость должна стать драйвером, прежде всего, для бумаг ТГК-9. Мы видим потенциал в последних бумагах от 50 до 100 б.п. и для бондов ТГК-5 и ТГК-6 от 30 до 50 б.п.

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

## МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

**АЛРОСА: позитивные результаты 2010 года по МСФО, но без влияния на котировки.**

ОАО «АК «АЛРОСА» опубликовала ожидаемо сильные консолидированные результаты за 2010 год по МСФО.

ОАО «АЛРОСА», МСФО			
млн руб.	2009	2010	%
<b>Основные финансовые показатели</b>			
Выручка	77 949	113 394	45,5%
Операционная прибыль	23 381	27 138	16,1%
ЕБИТДА*	19 128	34 814	82,0%
Операц. ден. поток	13 986	37 800	170,3%
Чистая прибыль	3 463	11 788	240,4%
% расходы	20 023	9 895	-50,6%
Operation margin	30,0%	23,9%	-6,1 п.п.
ЕБИТДА margin	24,5%	30,7%	+6,2 п.п.
Net profit margin	4,4%	10,4%	+6,0 п.п.
	2009	2010	%
<b>Основные балансовые показатели</b>			
Активы	236 239	222 427	-5,8%
Внеоборотные активы	173 659	173 322	-0,2%
Основные средства	167 932	168 020	0,1%
Денежные средства	5 094	4 136	-18,8%
Финансовый долг	117 952	101 965	-13,6%
краткосрочный	94 371	12 944	-86,3%
долгосрочный	23 581	89 021	277,5%
Чистый долг	112 858	97 829	-13,3%
<b>Показатели покрытия долга</b>			
Debt/ЕБИТДА	6,17	2,93	-3,24
Net debt/ЕБИТДА	5,90	2,81	-3,09
ЕБИТДА/%	0,96	3,52	2,56
Debt/Assets	50%	46%	-4%

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

Из наиболее ярких моментов отчетности можно обозначить следующие:

- выручка Компании увеличилась на 45% до 113,4 млрд руб. при росте ЕБИТДА на 82% до 34,8 млрд руб. и чистой прибыли фактически втрое – до 11,8 млрд руб. При этом норма ЕБИТДА увеличилась до 30,7% против 24,5% в прошлом году.
- серьезные изменения претерпела структура долгового портфеля, кроме того, общая сумма обязательств Компании за прошедший год снизилась на 13,6%. Так, АЛРОСе в значительной степени удалось

рефинансировать имеющиеся краткосрочные обязательства на долгосрочные, активизировавшись в части привлечения средств на долгом рынке (Компания размещала и рублевые и валютные обязательства). Эмитент также существенно сократил стоимость своих долговых обязательств, что также весьма позитивно для его кредитного профиля.

– улучшение финансовых показателей вкпе с трансформацией кредитного портфеля нашли позитивное выражение в улучшении качества покрытия долга. Так, соотношение DEBT/EBITDA снизилось с 6,2х до 2,93х.

– отдельно отметим и формирование положительного операционного денежного потока, который составил 37,8 млрд руб.

Несмотря на весьма позитивный оттенок отчетных данных, мы не ожидаем каких-либо заметных движений в котировках долговых бумаг АПРОСы ни в сегменте рублевых бумаг, ни в части евробондов. Во-первых, ожидания сильной отчетности уже фактически заложены в сформировавшиеся ценовые уровни, а также должным образом были оценены рейтинговыми агентствами, улучшавшими оценки Эмитента в этом году. Во-вторых, текущая конъюнктура не особо благоприятствует новым покупкам, отражая лишь идею того, что инвестиции в бумаги АПРОСы могут быть оправданы исходя из соотношения «риск/доходность».

Ольга Ефремова  
efremova\_ov@nomos.ru

## ПОТРЕБСЕКТОР И АПК

### Черкизово: отчетность за 1 квартал 2011 года.

Вчера итоги деятельности за 1 квартала 2011 года представила Группа Черкизово, которые мы можем охарактеризовать как слабые, что, в целом, было ожидаемо. Неблагоприятная конъюнктура на рынке мяса птицы и зерна привели к снижению эффективности бизнеса, несмотря на рост операционных показателей Компании.

Финансовые результаты Группы Черкизово в 2010-2011 годы (US GAAP)				
млн долл.	2010	1 кв. 2011	1 кв. 2010	1 кв. 2011/ 1 кв. 2010
<b>Основные финансовые показатели</b>				
Выручка	1 188,2	308,2	265,0	16,3%
Валовая прибыль	323,9	64,6	73,5	-12,2%
ЕБИТДА	218,7	34,9	49,5	-29,5%
Чистая прибыль	144,4	18,4	31,9	-42,4%
% расходы	16,0	3,2	4,9	-35,9%
	2010	1 кв. 2011	1 кв. 2010	1 кв. 2011/ 2010
Активы	1 471,4	1 593,7	-	8,3%
Денежные средства и их эквиваленты	68,2	55,4	-	-18,7%
Долг	648,4	697,5	-	7,6%
краткосрочный	182,5	203,5	-	11,5%
долгосрочный	465,9	494,1	-	6,1%
Чистый долг	580,2	642,1	-	10,7%
<b>Показатели эффективности и покрытия долга</b>				
Валовая маржа	27,3%	20,9%	27,8%	-6,9 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	18,4%	11,3%	18,7%	-7,4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	12,2%	6,0%	12,0%	-6,0 п.п.

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

Так, рост цен на мясо птицы из-за большого предложения импорта не поспевал за увеличением цен на зерно, необходимого для производства кормов, нехватка которого, главным образом, произошла из-за прошлогодней засухи. Тем не менее Группе удалось нарастить продажи в сегменте птицеводства на 15% до 53,57 тыс. тонн продукции относительно аналогичного периода 2010 года, в сегменте свиноводство – увеличить производство на 5% до 20,22 тыс. тонн свинины в живом весе, в сегменте мясопереработка – добиться роста продаж на 8% до 33,2 тыс. тонн. В результате, выручка Черкизово за отчетный период возросла на 16,3% до 308,2 млн долл.,

показатель EBITDA снизился на 29,5% до 34,9 млн долл., чистая прибыль сократилась на 42,4% до 18,4 млн долл. При этом рентабельность EBITDA уменьшилась на 7,4 п.п. до 11,3%, а рентабельность по чистой прибыли – на 6 п.п. до 6%.

В свою очередь, во втором полугодии 2011 года менеджмент Группы ожидает нормализацию ситуации с финансовыми показателями Компании, поскольку в настоящее время наблюдается улучшение ценовых тенденций: на рынке мяса птицы, в свете сокращения импорта, цены на отечественную продукцию постепенно «отыгрывают» рост цен на зерно. Кроме того, Правительство РФ приняло решения о субсидировании сельхозпроизводителей для возмещения резкого роста себестоимости продукции и о проведении зерновых интервенций. Данные меры, по мнению руководства Черкизово, должны стабилизировать ситуацию на рынке. Позитивные прогнозы урожая зерновых на этот год также добавляет оптимизма финансовому профилю Компании.

Вместе с тем, снижение маржинальности бизнеса Группы сказалось на уровне ее долговой нагрузки, несмотря на то, что размер финансового долга к концу марта увеличился несущественно («+7,6%» до 697,5 млн долл. к 2010 году). Так, соотношение Долг/EBITDA, по нашим оценкам, по итогам 1 квартала 2011 года составило порядка 3,4х против 3,0х в конце 2010 года. При этом временная структура долга по-прежнему осталась на комфортном уровне: доля кредитов и займов с погашением до 1 года составила около 29% или 203,5 млн долл. В части долговой нагрузки Компании стоит отметить, что она, скорее всего, по итогам 1 полугодия 2011 года заметно возрастет, учитывая закрытие сделки с Моссельпромом и начало крупномасштабного птицеводческого проекта в Липецкой области на 19,5 млрд руб. (690 млн долл.), 80% которого (или 555 млн долл.) будет профинансировано за счет кредитных ресурсов. Мы считаем, что соотношение Финансовый долг/EBITDA у Черкизово в 2011 году может приобрести значение порядка 5х. В свою очередь, менеджмент Компании ориентирует на цифру «чуть выше 4х» по итогам 2011 года и рассчитывает на этот же уровень в будущем году.

Что касается биржевых облигаций Черкизово, то результаты 1 квартала 2011 года вряд ли отразятся на их котировках, учитывая низкую ликвидность данных бумаг.

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

## Денежный рынок

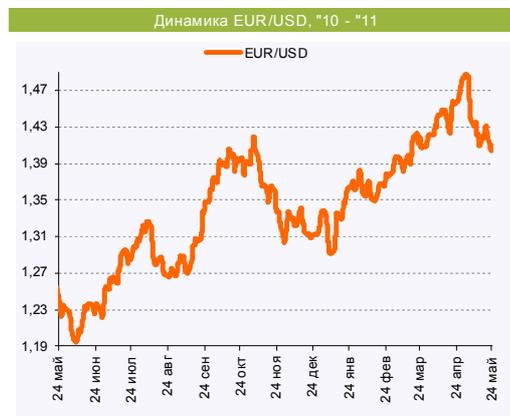
Егоров Алексей  
egorov\_avi@nomos.ru

Начало вчерашних торгов на международном валютном рынке проходило в направлении, заданном в понедельник. Слабые попытки спекулянтов возобновить интерес на рынке к рискованным активам были поддержаны вполне позитивными данными о ВВП Германии, выросшем по сравнению с предыдущим кварталом на 1,5% и на 5,2% с сопоставимым периодом 2010 года. Основная часть роста в очередной раз пришлась на внешнеэкономическую компоненту. Таким образом, ослабевающий евро ставит экономику экспортоориентированной Германии даже в более выгодное положение. Однако на рынке до сих пор остается открытый вопрос относительно Греции и ее обязательств, что является довольно сильным сдерживающим фактором для дальнейшего укрепления евро. Так, вчера агентство Moody's предупредило, что в случае реструктуризации греческих долгов, независимо ее от формы и названия, оно будет вынуждено пересмотреть рейтинги всех стран Еврозоны, а также всех кредитных организаций, что, на наш взгляд, выглядит вполне логичным. Напомним, что в момент создания зоны с единой европейской валютой все страны, вошедшие в нее, автоматически получили статус безрисковых, а вместе с этим были пересмотрены и рейтинги кредитных организаций.

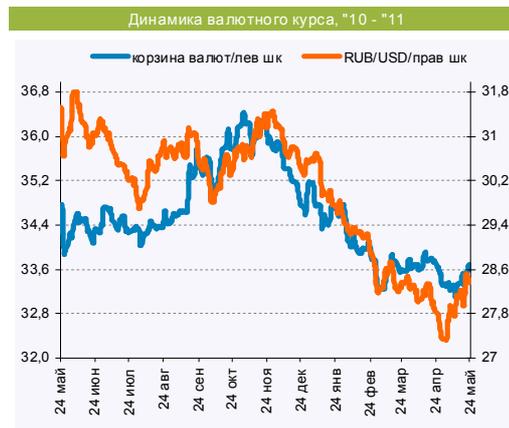
Интерес к американской валюте вернулся после выхода данных о продаже домов на первичном рынке США, где показатель превысил прогнозное значение и составил 323 тыс. Вместе с тем, в пользу доллара сыграли и технические факторы, а хорошая статистика лишь послужила поводом для начала коррекции евро. В течение вчерашнего дня пара EUR/USD поднималась до уровня 1,4129х, но уже сегодня опустилась к отметке 1,402х.

Вчерашний рост стоимости нефти на сырьевых площадках позволил курсу рубля на время взять «паузу», при этом общая ситуация по-прежнему выглядит довольно нестабильной, и уже совсем слабо верится, что в обозримой перспективе «черное золото» вновь будет торговаться по 120 долларов за баррель. Вчерашний день на внутреннем валютном рынке проходил в исключительно спокойном настроении, стоимость американской валюты после небольшого стабилизационного движения при открытии колебалась в диапазоне 28,36–28,44 руб. и к концу дня составила 28,36 руб. Бивалютная корзина, как и ранее, выглядела более волатильно, причиной для этого в очередной раз стало внешнее давление на европейскую валюту на международном рынке. По итогам дня стоимость бивалютного ориентира составила 33,58 руб. Сегодняшний день, скорее всего, будет не сильно отличаться от вчерашнего, вместе с тем, выплаты в бюджет акцизов и НДС за апрель месяц, а также аукционы по размещению ОФЗ могут спровоцировать спрос на рубли, что в последнее время является одной из основных причин для усиления курса рубля против международных валют.

На внутреннем денежном рынке вчера можно было наблюдать сжатие ликвидности (–36,5 млрд руб.), несмотря на приток ресурсов от депозитного аукциона Минфина РФ, состоявшегося в понедельник. По данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах ставила 959 млрд



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

События денежного рынка	
Дата	Событие
25 мая	Уплата акцизов, налога на добычу полезных ископаемых
	Размещение ОФЗ, на 20 млрд руб., на 2 года 9 мес. 17 дней
	Возврат ломбардных кредитов в ЦБ, на 7 дней
	Размещение ОФЗ, на 20 000 млн руб., на 4 года 8 мес.
26 мая	ЦБ проведет депозитный аукцион на срок 1 мес.

Источник: Reuters

руб. В тоже время ставки денежного рынка остались практически без изменений на уровне 3,73%. Сегодняшняя выплата в бюджет, скорее всего, спровоцирует очередной отток ликвидности, что приведет к новой волне удорожания денежных ресурсов на рынке РЕПО и МБК. Однако не стоит забывать о 40 млрд руб., предоставленных вчерашнем аукционе Минфином РФ.

## Долговые рынки

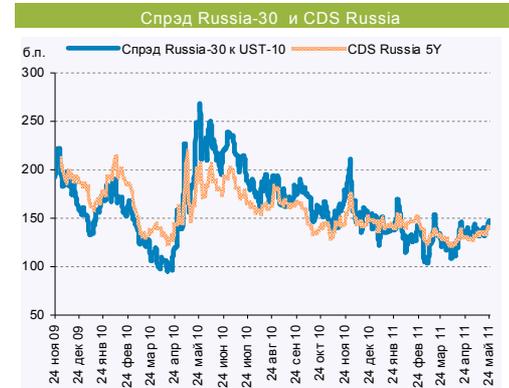
Для глобальных площадок торги вчерашнего дня закончились смешанной динамикой. Европейские индексы все же смогли противостоять неугасающему потоку негативных новостей относительно того, как развивается ситуация в части долгового кризиса в странах ЕС. Общие опасения относительно непредсказуемости дальнейшего развития событий продолжили усиливаться после того, как последовала серия сообщений о пересмотре рейтинговыми агентствами в худшую сторону прогнозов по представителям финансового сектора в Великобритании и в Италии. Вместе с тем, ключевые фондовые индикаторы закончили день положительными переоценками на уровне порядка 0,4%. Судя по всему, макростатистика по Германии, в части которой обошлось без неприятных сюрпризов, смогла сформировать довольно сильный «фундамент» для покупательских настроений, кроме того инвесторы позитивно восприняли макроновости из США.

Американские индексы не смогли удержаться в зоне положительных переоценок и продолжили свое снижение, потеряв еще порядка 0,1–0,4%. В части макроданных не возникло какой-то мощной «нагрузки», наоборот, сообщение о том, что продажи новых домов в апреле выросли относительно показателя марта на 7,3% при ожиданиях отсутствия роста, на какое-то время, казалось, могло бы поддержать инициативу покупателей, однако реализоваться этому фактору не удалось, потому что его довольно оперативно «нивелировал» майский индекс промышленного производства Ричмонда, «выбившегося» из динамики прошлых месяцев и переместившегося, вопреки ожиданиям, в область отрицательных значений.

Для сегмента госбумаг США вчерашние торги, несмотря на проведение аукциона по 2-летним UST, завершились снижением доходностей. Отметим, что эффект фактора притока нового предложения на стоимость treasuries ощущался лишь импульсно, и по завершении аукциона доходности вновь двинулись вниз по причине общего весьма осторожного отношения к рисковым активам. Отметим, что аукцион проходил в условиях довольно ощутимого спроса: bid/cover был на уровне 3,46x против 3,06 в апреле этого года при том, что максимальная доходность размещения фактически снизилась до 0,56% с 0,67% на предыдущем аукционе. Вместе с тем, доля покупателей-нерезидентов снизилась до 31,3% с 37,9% в прошлый раз.

Для 10-летних UST эффект проходящего аукциона был слабо ощутим: фактически весь день бумаги торговались с доходностью 3,13–3,15% годовых, а последние сделки подвинули доходность на 3,12% (-2 б.п. относительно закрытия понедельника). Отметим, что с началом торгов среды доходности американских госбумаг продолжили свое движение вниз на фоне не снижающегося интереса к «защитным» активам. Так, по UST-10 можно констатировать достижение уровня в 3,09% годовых – минимального за период с декабря 2010 года. Главными движущими факторами выступают опасения того, что долговые проблемы в Европе пока только усугубляются, кроме того, нет уверенности в том, что улучшается макрофон и в США. Сегодня в Соединенных Штатах будет опубликован отчет по заказам на товары длительного пользования в

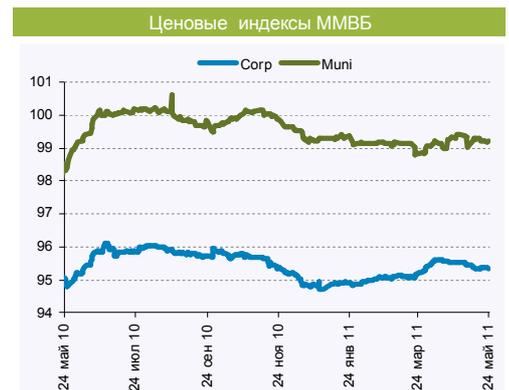
Ольга Ефремова  
efremova\_ov@nomos.ru



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММВБ

апреле, однако с большим интересом инвесторы ждут актуализированных данных по ВВП за 1 квартал текущего года, приходящихся на завтра.

Во вторник российские еврооблигации начинали торги, казалось, настроившись на восстановление цен после распродажи понедельника. Так, суверенные Russia-30 в первой половине дня котировались на уровне 117%, а после выхода американской статистики даже продвинулись выше – к 117,1875%. Однако по итогам дня удержать положительные переоценки не удалось, вероятно, сказалась общая напряженность рыночных настроений, а также факт отсутствия очевидных покупателей, которые смогли бы поддержать котировки. В результате, день выпуск Russia-30 закончил у отметки 116,875%. В бондах Russia-18 также наблюдались попытки ценового роста, но их сложно назвать весьма успешными: после открытия у отметки 105,0% ценовым максимумом дня стали 105,15%.

В негосударственном секторе спрос был весьма избирателен, но все же можно отметить ряд бондов, которым удалось подорожать в пределах 0,25–0,375% по итогам дня, среди них выпуски Альфа-Банк21, Евраз-18, ВЭБ-лизинг, ВТБ-18, Газпром-37.

В выпусках Украина-20 и Украина-21 также наблюдался всплеск покупательской активности, позволивший бондам подорожать в первой половине торгов в пределах 50 б.п., однако по итогам дня его не удалось сохранить – активная фиксация прибыли перед закрытием фактически вернула все к стартовой позиции.

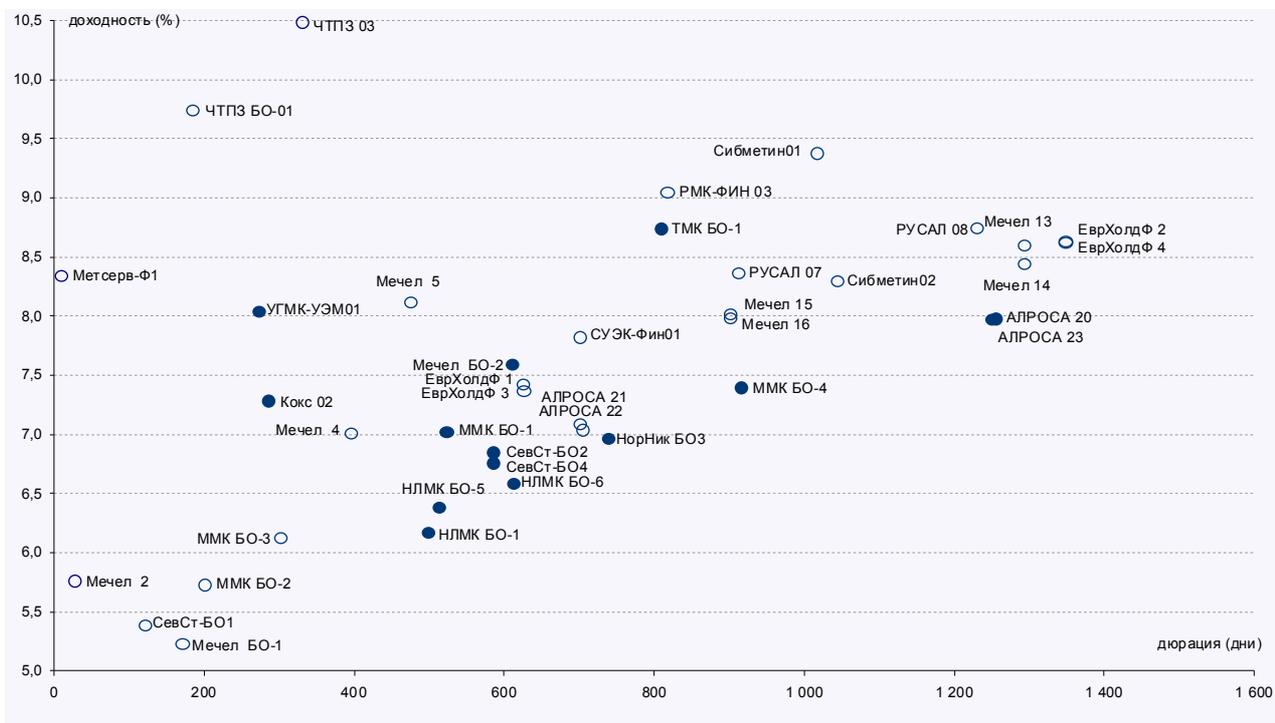
В части прогнозов на сегодняшний день по динамике российских евробондов мы ориентируемся в большей степени на то, что общая ситуация сохраняется напряженной, кроме того, не лучшим образом развиваются события в сырьевом сегменте, где нефть снова теряет в цене. И, хотя в части treasuries зафиксировано заметное снижение доходностей, что, по идее, при условии стабильности спреда могло бы способствовать дальнейшему снижению доходностей в суверенных российских евробондах, мы в большей степени склонны к тому, что инвесторы предпочтут продолжать фиксироваться.

Рублевый сегмент пока не выражает своей способности реагировать на происходящее на внешних площадках, сохраняя своего рода «нейтралитет», выражающийся минимальной торговой активностью. Новость о том, что Минфин увеличит сегодня объем предложения по ОФЗ, стала ключевой и определила «перебалансировку» позиций именно в данном сегменте, вновь оставив на «втором плане» корпоративный сектор. Отметим, что прозвучавшие от регулятора ориентиры для новых выпусков создают ощущение того, что Минфин готов предоставить премию для тех, кто согласится приобретать 5-летние бонды (ориентир 7,45% – 7,55% при средневзвешенной доходности последних сделок 7,49%), тогда как по 3-летним все «по рынку» (ориентир 6,5% – 6,6%, средневзвешена доходность – 6,61%). Пример аукциона прошлой недели отражает, что участникам рынка все-таки хотелось бы большей «щедрости» в части премий при размещении и в этом свете есть ожидания того, что спрос на более длинный выпуск 25077 может

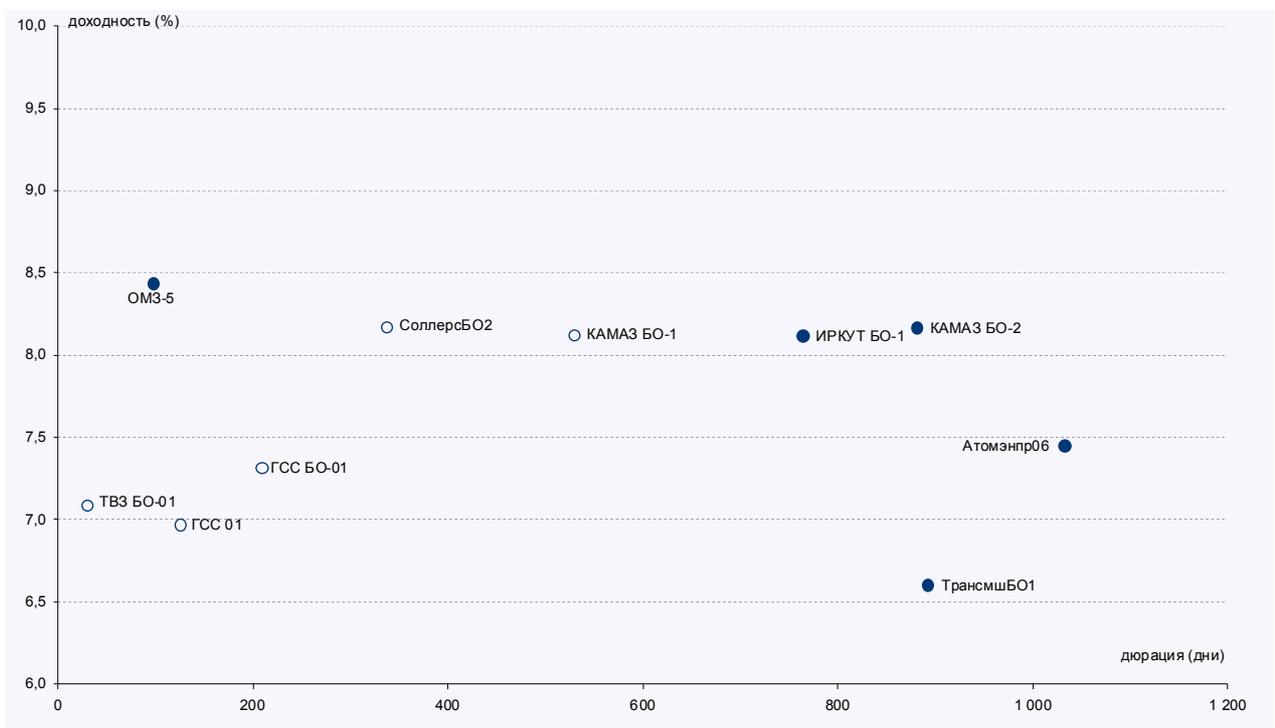
оказаться более масштабным, чем по бумагам серии 25076.

В корпоративном секторе, как мы уже отметили, активность минимальна, при этом не почувствовалось какой-то реакции и на анонс новых выпусков от Мечела, Евраза и Кокса. Мы планируем в ближайшем Мониторе первичного предложения детально раскрыть наши оценки справедливой доходности для каждого из планируемых выпусков. Пока же хочется подчеркнуть достаточно амбициозный подход эмитентов к формированию нового предложения, исключающий факт наличия каких-то ощутимых премий в доходности.

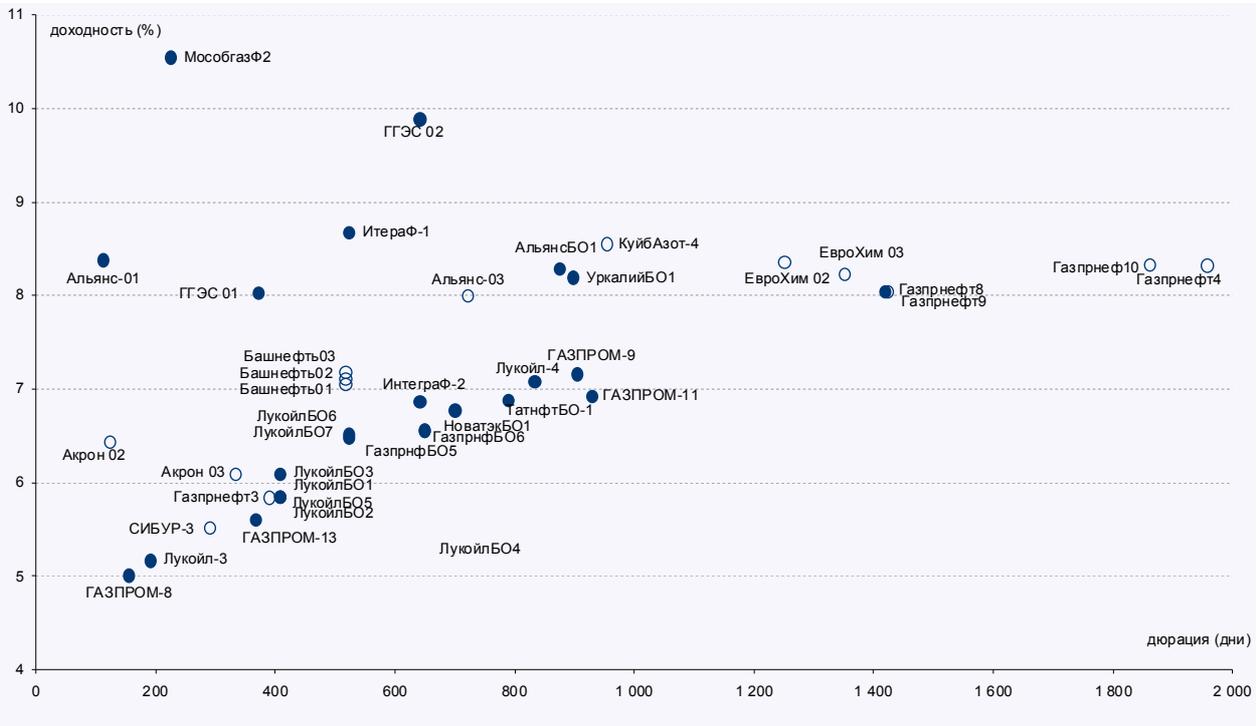
## Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



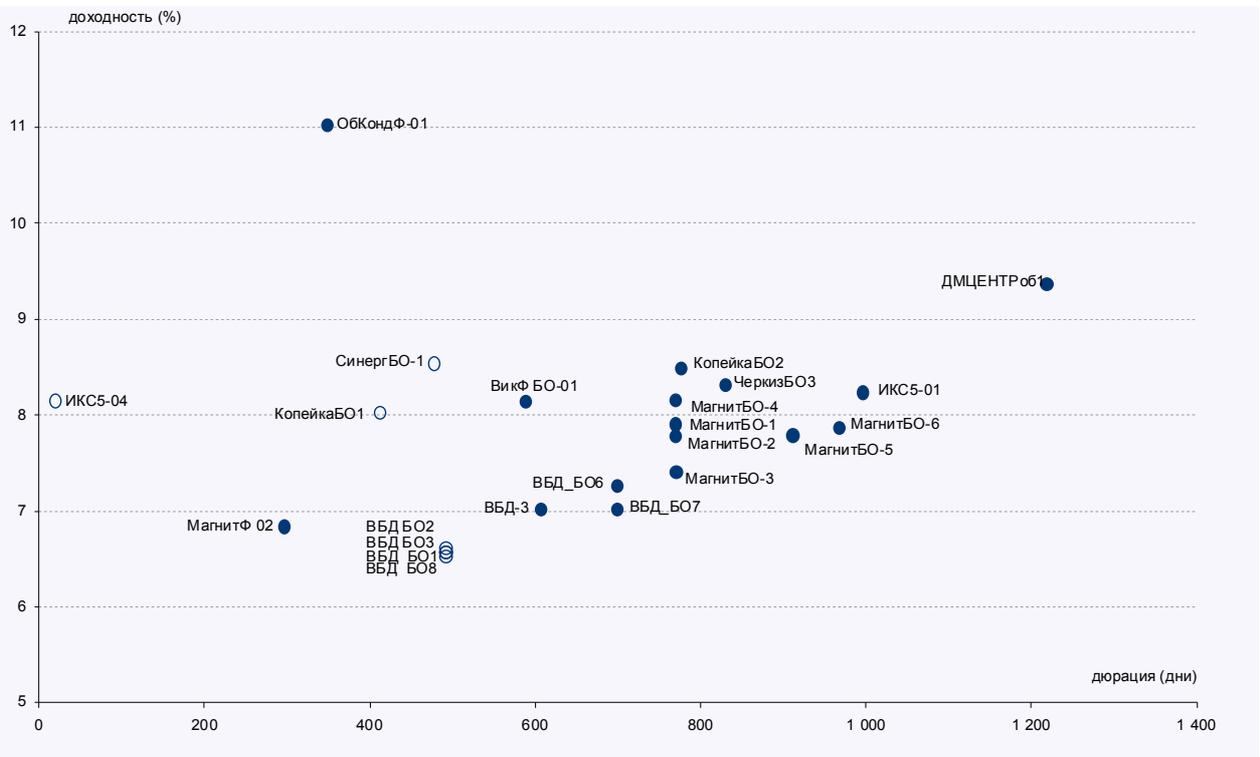
## Машиностроение



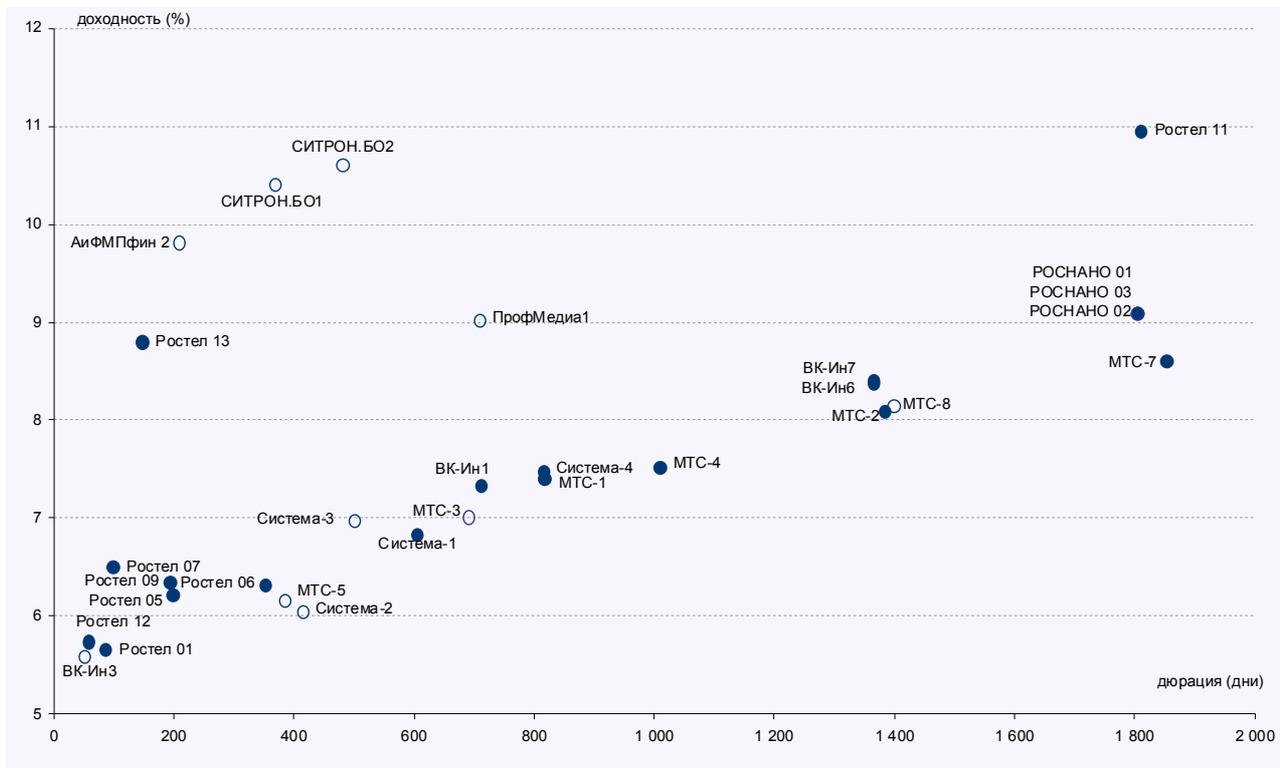
## Нефтегазовый сектор, Химия



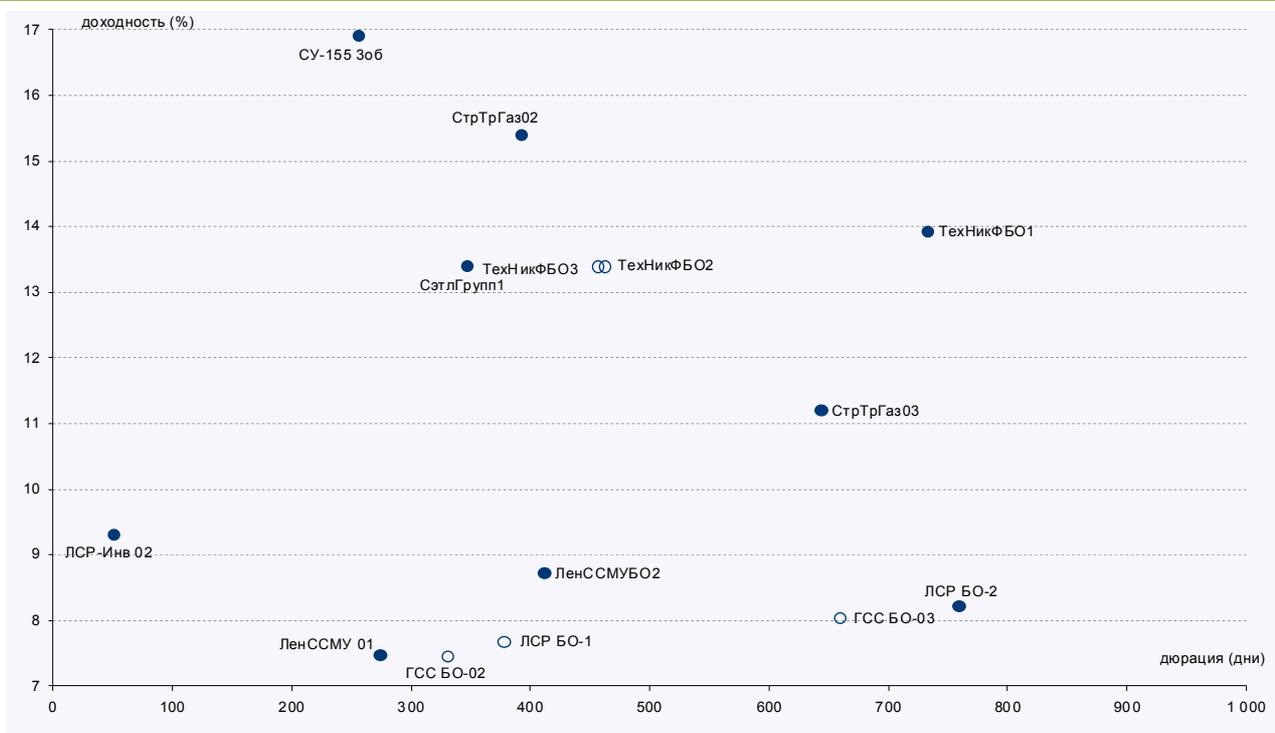
## Потребсектор и АПК, Ритэйл



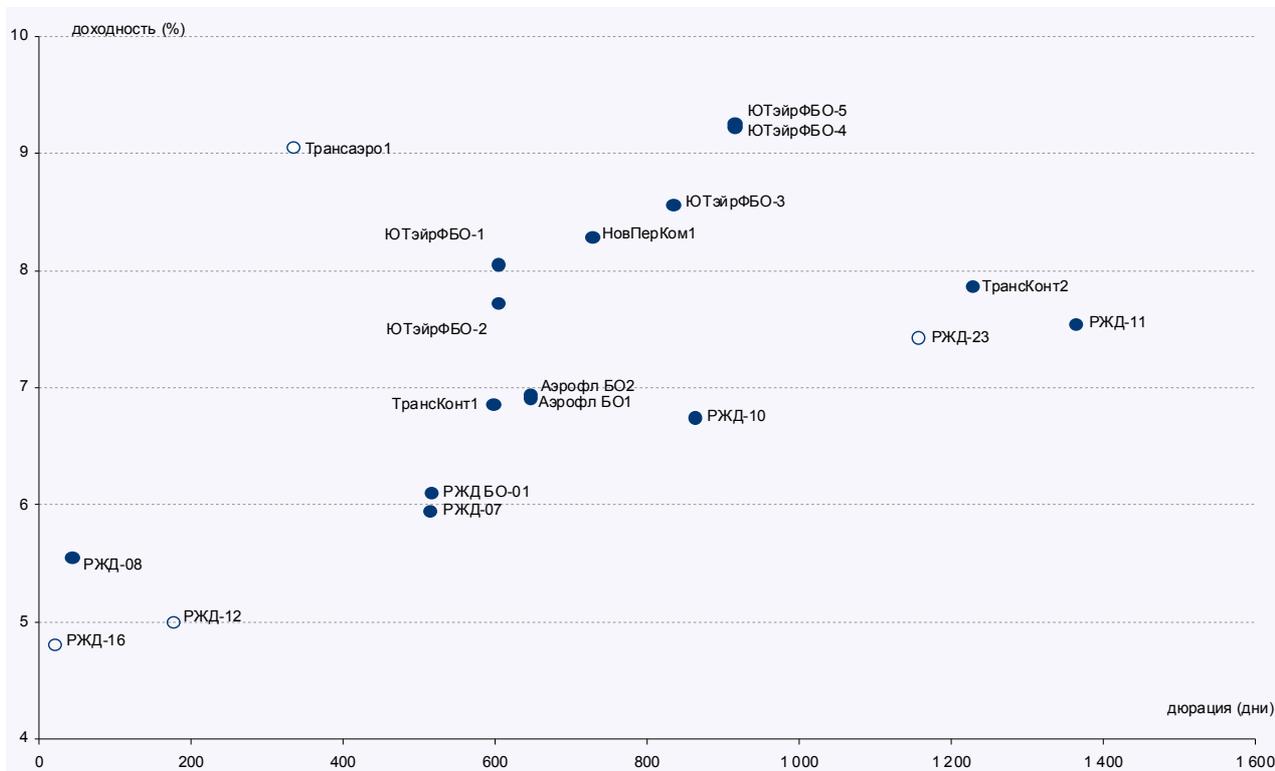
## Телекоммуникации, медиа и высокие технологии



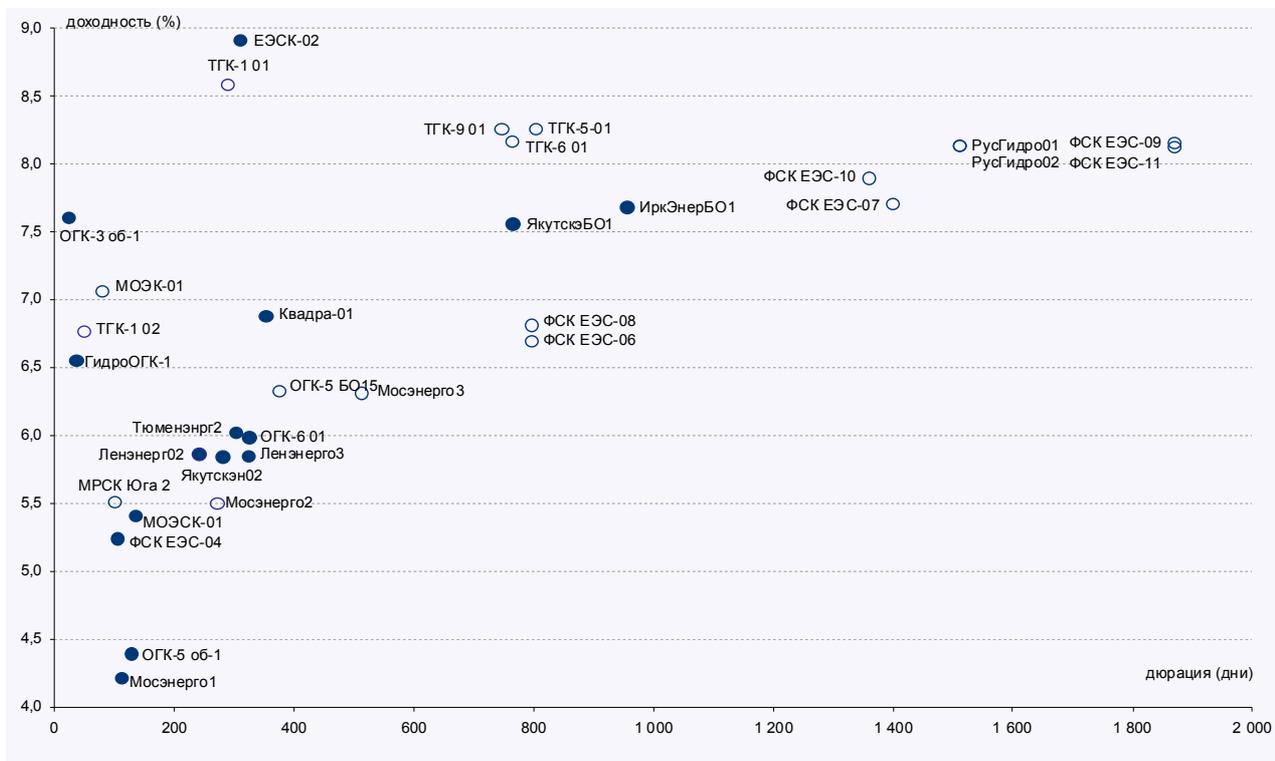
## Строительство, девелопмент и стройматериалы



## Транспорт

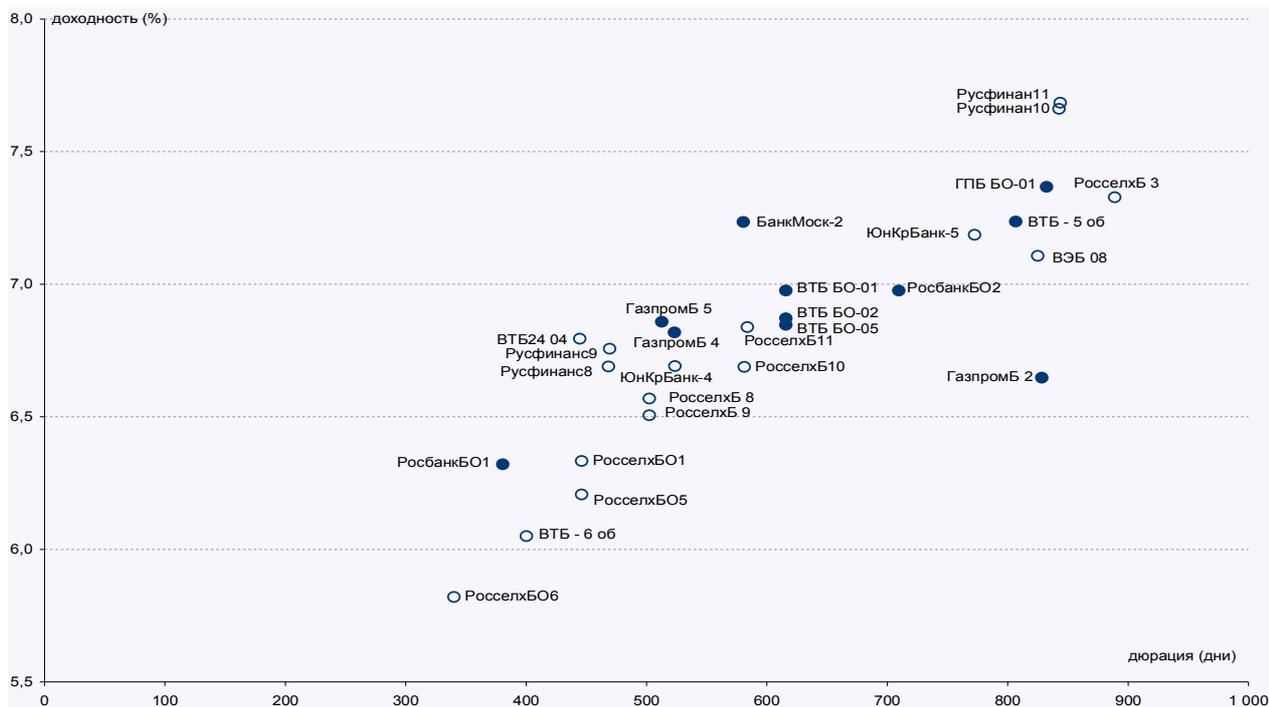


## Энергетика

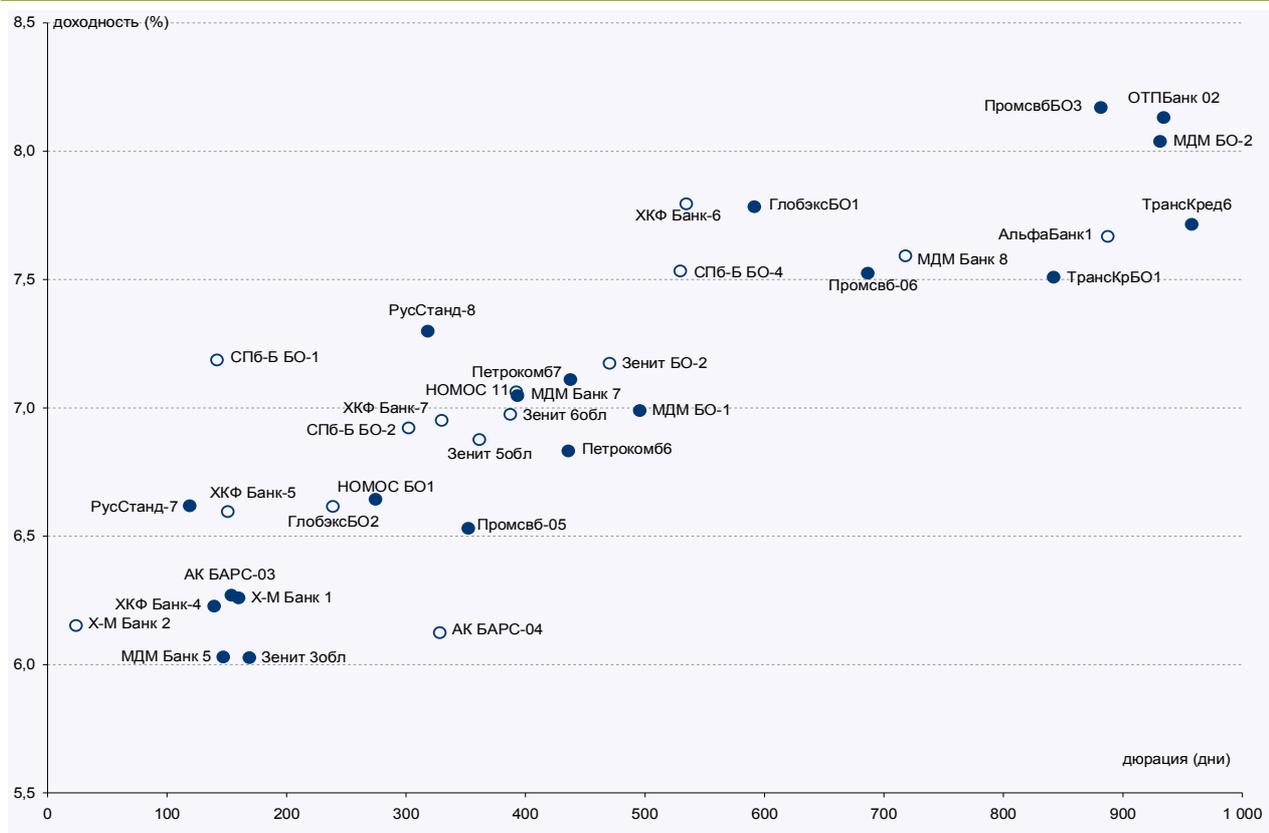




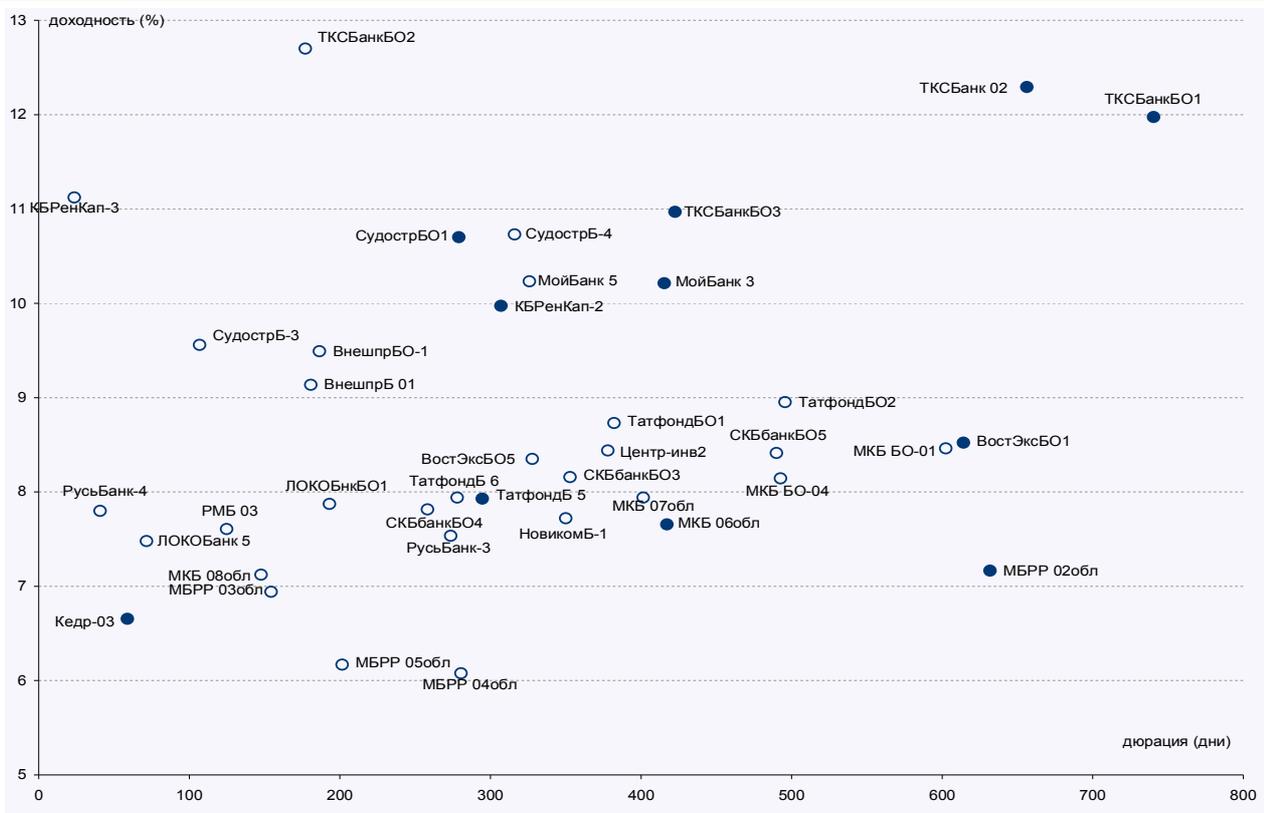
**Финансовые организации с международным рейтингом «ВВВ+» – «ВВВ-» / «Ваа1» - «Ваа3»**



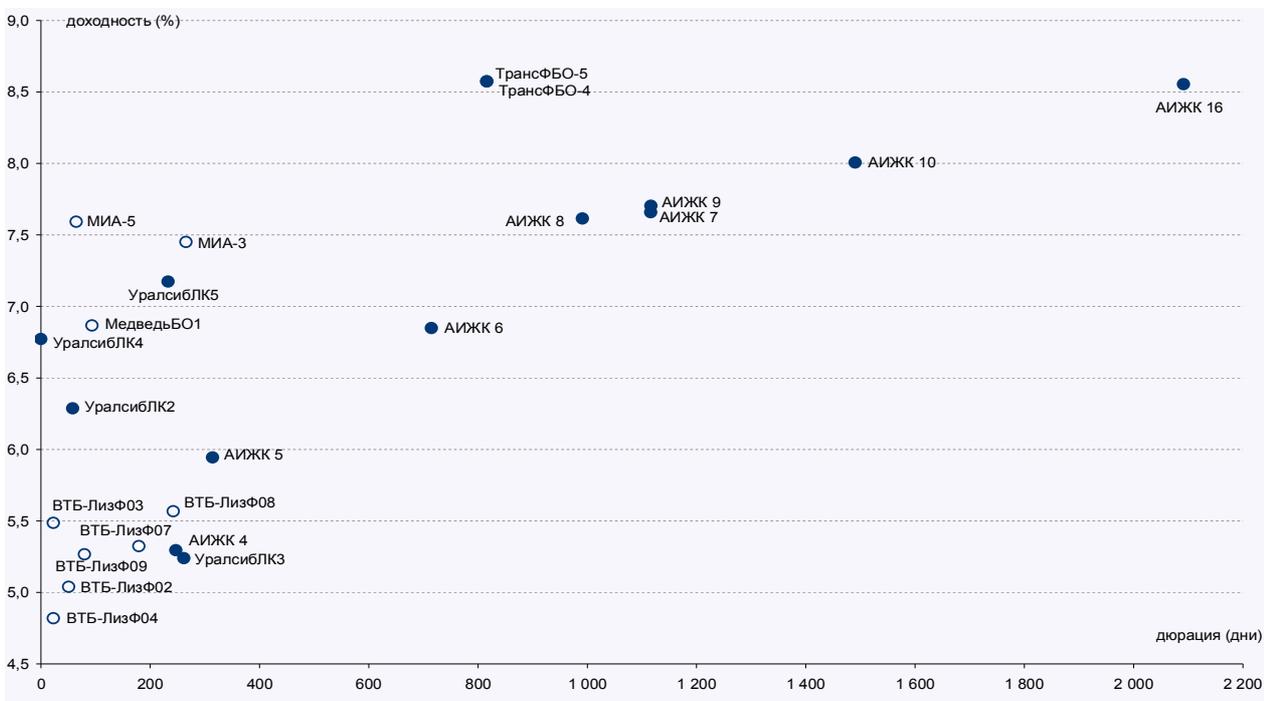
**Финансовые организации с международным рейтингом «ВВ+» - «ВВ-» / «Ва1» - «Ва3»**



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



## Лизинг и Ипотека





# Контактная информация

<b>НОМОС-БАНК (ОАО)</b>	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
<b>Старший Вице-президент</b>	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
<b>Департамент долговых инструментов</b>	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
<b>Директор департамента</b>	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
<b>Аналитика</b>	<b>(495) 797-32-48</b>	<b>research@nomos.ru</b>
	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
<b>Сопровождение эмиссий</b>	<b>(495) 797-32-48</b>	
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
<b>Департамент операций на финансовых рынках</b>	(495) 797-32-48	
<b>Директор департамента</b>	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
<b>Руководитель группы портфельных менеджеров</b>	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
<b>Начальник Управления продаж</b>	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
<b>Клиентский менеджер</b>	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
<b>Клиентский менеджер</b>	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
<b>Департамент брокерского обслуживания и управления активами</b>	(495) 797-32-48	
<b>Заместитель директора департамента</b>	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
<b>Начальник отдела поддержки клиентов</b>	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.