

Ежедневный обзор долговых рынков от 6 октября 2010 г.

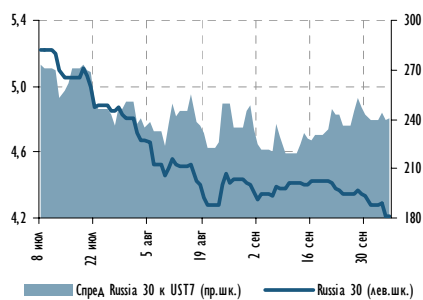


Ключевые индикаторы

| | Значение закрытия | Изменение, % | День | к нач. года |
|--------------------------|-------------------|--------------|------|-------------|
| Валютный рынок | | | | |
| EUR/USD | 1,384 | ▲ 1,1% | | -3,4% |
| USD/RUB | 30,04 | ▼ -1,4% | | 0,0% |
| Корзина валют/RUB | 35,21 | ▼ -0,9% | | -2,1% |
| Денежный рынок | | | | |
| Корсчета, млрд руб. | 480,9 | ▼ -61,5 | | -353,2 |
| Депозиты в ЦБ, млрд руб. | 659,0 | ▲ 56,8 | | 218,7 |
| MOSPRIME о/н | 2,7 | ▼ 0,0 | | -1,8 |
| 3М-MOSPRIME | 3,8 | ■ 0,0 | | -3,3 |
| 3М-LIBOR | 0,29 | ▼ 0,0 | | 0,0 |
| Долговой рынок | | | | |
| UST-2 | 0,40 | ▼ 0,0 | | -0,7 |
| UST-10 | 2,47 | ▼ 0,0 | | -1,4 |
| Russia 30 | 4,22 | ▼ -0,1 | | -1,2 |
| Russia 5Y CDS | 150 | ▼ -8,7 | | -35,2 |
| EMBI+ | 273 | ▼ -4 | | -1 |
| EMBI+ Russia | 222 | ▼ -8 | | 34 |
| Товарный рынок | | | | |
| Urals, долл./барр. | 83,38 | ▲ 1,9% | | 8,7% |
| Золото, долл./унц. | 1340,7 | ▲ 1,9% | | 22,2% |
| Фондовый рынок | | | | |
| PTS | 1 569 | ▲ 1,7% | | 8,6% |
| Dow Jones | 10 945 | ▲ 1,8% | | 5,0% |
| Nikkei | 9 643 | ▲ 1,3% | | -8,6% |

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских евробондов.** Уверенный рост котировок российских еврооблигаций во вторник продолжился на фоне оптимизма на мировых фондовых площадках и увеличения цен на нефть. «Тридцатка» подросла более чем на полфигуры до 120,375–120,50%, спред по пятилетним CDS опустился до 150 б. п. Ликвидные корпоративные выпуски также прибавили в цене от 0,2 до 0,5 п. п. И даже облигации Вымпелкома, за которые мы опасались вчера, завершили торги на новых ценовых максимумах. Сегодня, судя по зеленеющим азиатским рынкам и новым локальным максимумам по нефти, можно ждать продолжения.

Ориентиры по выпускам ВТБ совпали с теми, о которых мы писали вчера: MS+425 на 5,5 и на 10 лет, что подразумевает солидную премию. Настораживает, правда, тот факт, что после первоначальной позитивной реакции на guidance, серый рынок упал с +0,375 к ре-оферу до номинала +/- 1/8 п. п. Видимо, есть подозрения, что выпуск окажется раздутым по объему, тем не менее – он все равно представляется нам привлекательным

► **Рублевый сегмент долгового рынка** также оказался под воздействием всеобщего оптимизма: видимо, сказался рост цен на нефть и укрепление курса рубля против корзины до 35,20. Не исключено, что на рубль повлияли слова А. Улюкаева о том, что в краткосрочной перспективе шансы на укрепление рубля выше. Кроме того, ориентиры Минфина по сегодняшнему аукциону ОФЗ весьма не агрессивны и не предполагают существенного давления на кривую. В результате, мы видели хороший спрос на инструменты 1-го 2-го эшелонов, такие как Евраз 1, Транснефть-3 и т. д.

Сегодня наши ожидания умеренно позитивны, укрепление рубля может продолжиться

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- **ВБД, ПП (ВВ-/Ва3/-) объявляет дополнительную оферту по облигациям серии ОЗ;** экономическая логика решения нам не совсем ясна
- **Аэрофлот (-/ВВ+):** результаты деятельности за 1П10 г. по МСФО
- **Мечел (-/В1/-):** результаты за 2-й кв. 2010 г. по US GAAP

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- **Россия: Размещение ОФЗ 25073**
- **США: статистика по рынку труда ADP за сентябрь**



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

И всюду QE!

Вчера мировые фондовые площадки, да и вообще широкий список рискованных активов, а также Commodities во главе со штурмующим новые высоты золотом оказались во власти безудержного оптимизма, связанного с разворачивающейся в мире игрой «напечатать больше денег». Вчера Банк Японии снизил ставку до 0–0,1% и, что более важно, объявил о программе скупки активов на 60 млрд долл. От Банка Англии, который сегодня начинает двухдневное заседание, ожидают чего-то подобного. Президент ФРС Чикаго Чарльз Эванс в интервью опять заявил, что он является сторонником куда более мягкой монетарной политики, чем сейчас, и рынки опять наполнились предвкушением возобновления QE по итогам заседания ФРС в начале ноября.

Бенефициары разворачивающегося действия очевидны: прежде всего, это золото, а затем и другие товарные рынки, где в структуре спроса высока доля инвестиционной составляющей, в частности – нефть. Затем евро, так как ЕЦБ сейчас находится в числе немногих центральных банков, которые настроены, скорее, на изъятие ликвидности, чем на расширение программ поддержки, хоть и подвергаются за это обструкции со стороны аналитиков и экономистов, включая, например, нобелевского лауреата Дж. Стиглица. Далее по списку идут Emerging Markets, и замыкают парад эйфории фондовые индексы развитых стран.

На наш взгляд, ралли по поводу QE вполне может продолжиться где-то до ноябрьского заседания ФРС, после чего рынки могут начать «продавать факты». В дальнейшем избыток денег в глобальной финансовой системе на фоне анемичного экономического роста и явных дефляционных тенденций, на наш взгляд, будет способствовать более плоскому распределению доходности инвестиций в самом широком списке активов. Иначе говоря, «наблюдения» доходности активов в большей степени будут концентрироваться в позитивном и негативном «хвостах» распределения, нежели возле его среднего значения.

Причина в том, что колоссальные объемы ликвидности, похоже, будут «метаться» между различными активами под воздействием часто сменяющих друг друга позитивных и негативных новостей, вызывая стремительные взлеты цен, то не менее быстрые падения.

Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

России никак не угнаться за Турцией

Несмотря на решительный рост котировок российских евробондов вчера, наши достижения по-прежнему решительно блекнут на фоне турецких успехов, где суверенные бумаги вчера опять показали рост на 1–1,5 фигуры. Правда, на этот раз был повод – агентство Moody's присвоило позитивный прогноз турецкому рейтингу Ba2.

Смушает то, что даже если турецкий рейтинг будет немедленно повышен на ступень, он все равно останется на три ступени ниже российского (Baa1), а между тем Турция уже торгуется практически в 50 б. п. под российской кривой, тогда как еще совсем недавно мы сетовали на то, что мы торгуемся с Турцией на одном уровне. В этой связи на ум вновь возвращаются наши вчерашние мысли о влиянии российской беты на инвестиционную привлекательность российского долга в условиях роста корреляции между различными рынками в мире. Тем не менее мы не теряем надежду на продолжение ралли в российских евробондах.

ЦБ не будет ни снижать ставки, ни покупать ОФЗ

Вчера представители российских властей давали множество комментариев информагентствам (Reuters и Bloomberg) в рамках небезызвестного экономического форума. Ряд из них, вроде обещания бездефицитного бюджета через пять лет, едва ли заслуживают пристального внимания инвесторов на долгом рынке, поэтому здесь мы остановимся на нескольких самых интересных, на наш взгляд.

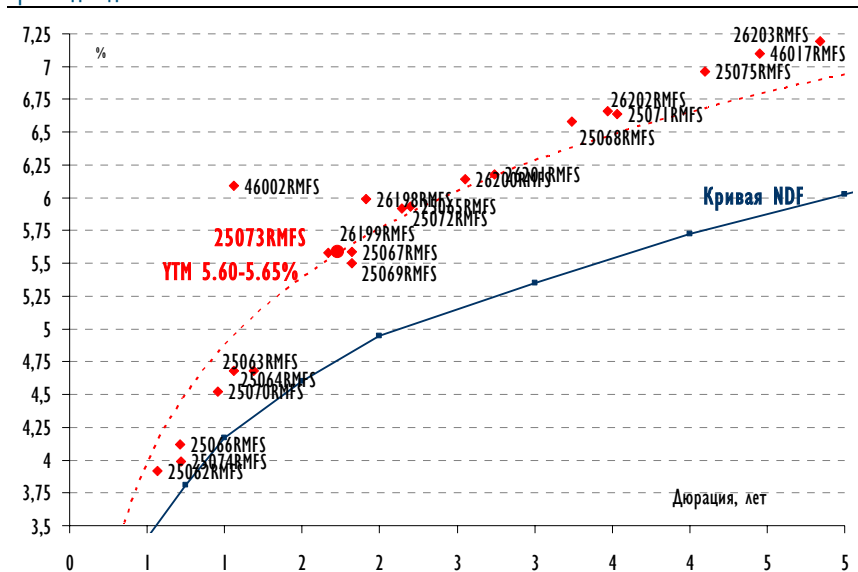
1. Комментарий А. Улюкаева по курсу рубля, о котором мы уже упоминали ранее (в краткосрочной перспективе шансы на укрепление рубля выше). Он полностью соответствует нашей оценке ситуации и уже оказал позитивное влияние на курс рубля вчера. Мы ожидаем, что этот эффект может сохраниться и сегодня, особенно если цены на нефть продолжат рост. Кроме того, скорое завершение размещения бондов ВТБ, которое, вероятно, будет крупным, может способствовать снижению дефицита долларовой фондирования в российской банковской системе, что также позитивно для курса рубля.
2. ЦБ не будет покупать ОФЗ, чтобы помочь Минфину. Это серьезная негативная новость для рынка, пусть не сейчас, когда велики свободные остатки на счетах казначейства, то в следующем году, когда необходимость финансировать дефицит бюджета может заставить Минфин занимать на внутреннем рынке более агрессивно. В таком случае от эффекта «вытеснения» долгового рынка может спасти только рост цен на нефть до 100 долл./барр., при котором бездефицитный бюджет станет возможным не через 5 лет, а гораздо ранее. Впрочем, как говорится, до следующего года еще надо дожить.
3. ЦБ считает текущие ставки адекватными и не намерен снижать их в ближайшие месяцы. Таким образом, на наш взгляд, вопрос о сужении спреда между инструментами предоставления и абсорбирования ликвидности ЦБ за счет снижения ставки РЕПО пока можно считать закрытым.

В целом мы считаем, что в краткосрочной перспективе (до конца года) эффект от заявленных действий ЦБ на рынок будет нейтральным. Что касается долгосрочных перспектив (следующий год), то тут гораздо важнее динамика цен на нефть, чем намерения ЦБ и Минфина.

Минфин выставляет бумаги на продажу без премии

Вчера уже традиционно накануне размещения Минфин выставил ориентиры по доходности для аукциона, который состоится сегодня. Напомним, это ОФЗ 25073, объемом 35 млрд руб. Ориентиры Минфина – УТМ 5,6–5,65%. Это примерно соответствует нынешним ставкам плюс несколько б. п. премии, если брать верхнюю границу диапазона. По нашему мнению, это далеко не самый привлекательный инструмент на кривой ОФЗ и не самая привлекательная доходность. Не исключено, что результаты аукциона окажутся менее успешными, чем сентябрьские результаты по 25075 или ОФЗ 26203.

Кривая доходности ОФЗ



Источник: Bloomberg

Новый рублевый Вымпелком: слабо верится в халяву

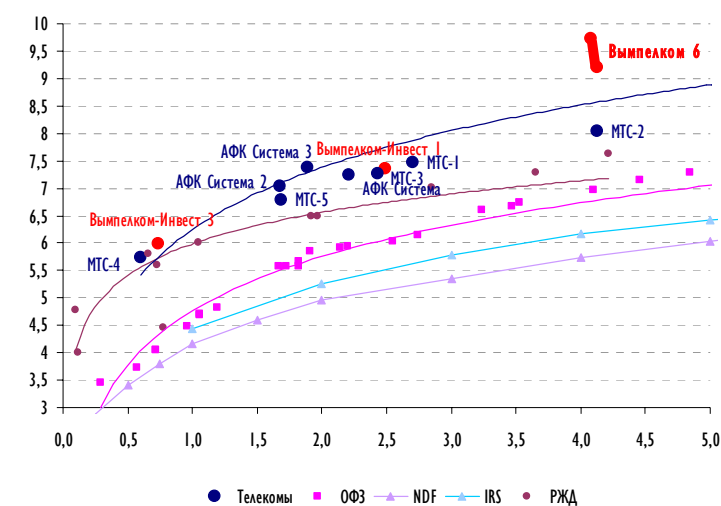
Вчера была открыта книга заявок по размещению нового рублевого выпуска Вымпелком 6 (эмитент – ВымпелКом-Инвест) объемом 10 млрд

руб. и с погашением через 5 лет. Закрытие книги – 15 октября. Предварительные ориентиры организаторов по купону 9,0–9,50%, что примерно соответствует эффективной доходности к погашению 9,20–9,73%.

На первый взгляд, это прямо-таки «аукцион неслыханной щедрости». Вчера котировки сопоставимого по сроку выпуска МТС-2 стояли чуть выше 8,0% по доходности, а справедливую доходность нового Вымпелкома даже с учетом его недавних приобретений вряд ли можно оценить выше 8,5–8,7%. Таким образом, премия по новому выпуску составляет около 50–100 б. п.

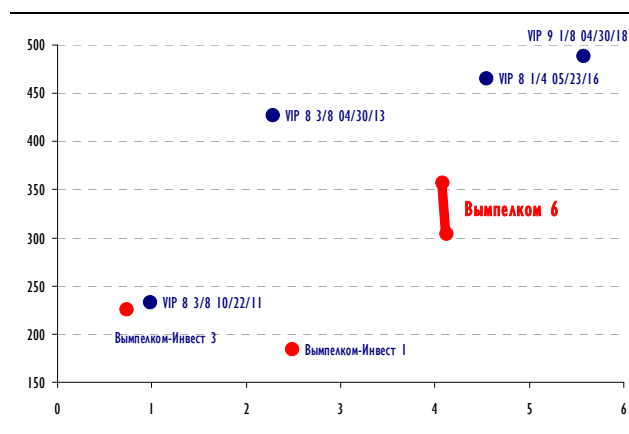
Да, если смотреть на спреды к свопам, то валютные Вымпелкомы, в особенности Vimpelcom18, смотрятся интересней (и кстати, выпуск Vimpelcom18 нам тоже нравится), однако, для многих ли покупателей локального долга эти спреды к свопам имеют прикладное значение? Для большинства ключевую роль играет «репутация» и то, как выпуск смотрится на фоне аналогов, с этим же здесь проблем не будет. Тем не менее радоваться мы бы пока не спешили: наверняка, нынешние ориентиры имеют весьма отдаленное отношение к тому, что сложится по итогам размещения.

Кривая доходности телекомов



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Спреды к свопам по облигациям Вымпелкома (прав.)



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ВБД ПП
S&P/Moody's/Fitch

BB-/Ba3/-

ВБД ПП объявляет дополнительную оферту по облигациям серии 03; экономическая логика решения нам не совсем ясна

Новость: Вчера ОАО «Вимм-Биль-Данн Продукты Питания» объявило дополнительную оферту на выкуп облигаций 3-й серии в объеме до 2,85 млрд руб. Цена приобретения – не выше 100,0% от номинала – будет установлена эмитентом на основании заявок держателей бумаг. Период предъявления облигаций к выкупу начинается в 12:00 мск 11 октября и заканчивается в 18:00 мск 13 октября.

Комментарий: Мы достаточно неоднозначны в своих оценках того, какой логикой могла руководствоваться ВБД при принятии такого решения.

Предыстория вопроса. По состоянию на конец 2009 года, согласно полному тексту отчетности ВБД по US GAAP, в рынке находились облигации 3-й серии объемом 99,5 млн долл. (или 3,0 млрд руб.). Насколько позволяет судить промежуточная отчетность организации, в течение 1-го полугодия 2010 г. объем находящихся в обращении бумаг не претерпел существенных изменений. В начале сентября выпуск проходил через плановую оферту, ставка купона была установлена на уровне 7,45% годовых на срок до погашения инструмента в феврале 2013 года. В рамках оферты были выкуплены бумаги на 2,16 млрд руб., которые



в тот же день, судя по данным Bloomberg, были возвращены обратно в рынок. С момента оферты облигации серии 03 котировались на уровне около номинала, в том числе в последние дни – на несколько б. п. ниже него.

Логика данного решения выглядит спорной. Напомним, что в настоящее время проходит размещение биржевых облигаций ВБД 4 серий совокупным объемом 14,0 млрд руб. Согласно опубликованному вчера сообщению Интерфакса, в самой компании решение объясняют тем фактом, что «корпоративные облигации более сложны в управлении, и по ним необходимо отчитываться в ФССФР». К тому же текущая ставка купона по облигациям 3-й серии (7,45%) выше, чем «планируемая ставка» по размещаемым биржевым облигациям.

Мы могли бы допустить, что экономическая логика предложения ВБД скрывается в желании высвободить у держателей выпуска ВБД-3 лимиты для того, чтобы они могли поучаствовать в размещении биржевых облигаций компании. С другой стороны, мы обращаем внимание на то, что заявленный организаторами диапазон ставки купона по БО компании составляет в настоящее время 7,50–7,75% годовых, что выше текущей ставки по облигациям серии 03.

Получается, что либо ВБД планирует заместить чуть более длинный и дешевый долг (купон 7,45% до февраля 2013 года по облигациям серии 03) более дорогим и коротким (купон 7,50–7,75% до октября 2012 года по биржевым облигациям), либо компания рассчитывает разместить облигации ниже изначально заявленного диапазона, о чем инвесторы узнали вчера из сообщения Интерфакса.

Особого смысла предъявлять бумаги к оферте по цене не выше 100,0% от номинала для держателей выпуска ВБД-3 мы не видим. Справедливую ставку купона по биржевым облигациям ВБД мы на сегодняшний день оценили бы в 7,5% годовых, поэтому шансы организации разместить бумаги с более низкой ставкой нам оценить трудно.

К тому же возможно, что сделка по выкупу облигаций серии 03 носит не совсем рыночный характер.

Более подробно наше мнение о фундаментальном кредитном профиле ВБД и размещаемых биржевых облигациях можно найти в последнем выпуске Монитора первичных размещений, опубликованном вчера.

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

Аэрофлот
S&P/Moody's/Fitch

- / - / BB+

Аэрофлот отчитался за 1П10 г. по МСФО

Новость: Вчера крупнейший российский авиаперевозчик представил результаты деятельности за 1П10 г. в соответствии с МСФО. Консолидированная выручка компании за отчетный период выросла на 27% до 1,85 млрд долл. Показатель EBITDA увеличился на 54% до 257 млн долл.

Комментарий: Основные финансовые показатели компании соответствовали ожиданиям рынка и не стали сюрпризом для инвесторов. Рост доходов от регулярных и чартерных перевозок в 1П10 г. соответствовал росту пассажиропотока и составил 33% по группе (до 1,2 млрд долл.). Более медленный прирост валовых доходов по сравнению с операционными результатами объясняется негативной динамикой доходов по соглашениям с авиакомпаниями, однако данная статья доходов, в первую очередь, зависит от транссибирских платежей, которые являются производной от частоты использования зарубежными авиакомпаниями транссибирского коридора.

Из позитивных моментов отметим рост рентабельности (по показателю EBITDA) по Группе. Изменение стратегии развития дочерних подразделений, в том числе значительное сокращение убытка двух пассажирских дочек Аэрофлота в 1П2010 г. и реструктуризация грузовой дочки оказали позитивное воздействие на маржинальность бизнеса всей Группы. В результате, в первом полугодии 2010 г. Группа Аэрофлот продемонстрировала рост рентабельности (по показателю EBITDA) с 11% до 14%.

В первом полугодии 2010 г. размер долга компании вырос на 17,7% к уровню начала года или на 43% к 30 июня 2009 г. и составил 2,0 млрд

долл. В то же время величина чистого долга снизилась на 11,5% к уровню начала года и составила 1,4 млрд долл., денежные средства достигли 607 млн долл. Рост денежных остатков (+486 млн долл.) в основном объясняется увеличением операционного денежного потока (до 423 млн долл.), который превысил уровень всего прошлого года.

Обратим внимание, что к середине 2011 г. компания планирует полностью деконсолидировать долг ОАО «Терминал» (около 900 млн долл.) с собственного баланса за счет продажи блокирующего пакета международному аэропорту Шереметьево. Аэрофлот сохранит за собой 25%+1 акцию ОАО «Терминала», а оперативное управление всем южным транспортным узлом (объединяет терминалы D, E, F) будет передано сторонней управляющей компании.

Из позитивных моментов отметим улучшение показателей долговой нагрузки с 3,8х в терминах Чистый долг/ЕБИТДА в 2009 г. до 2,75х, что явилось следствием увеличения свободного денежного потока как результат значительного сокращения инвестиционных затрат (завершение строительства и запуск терминала D). Без учета долга ОАО «Терминал» долговая нагрузка группы Аэрофлот (Чистый долг/ЕБИТДА) на 1П10 г. оценивается в районе 1,2х.

Из потенциальных рисков для Аэрофлота отметим возможное объединение компании с авиационными активами ГК Ростехнологий (ФГУП ГТК «Россия», ФГУП «Кавминводоавиа», ФГУП «Оренбургские авиалинии», ОАО «Владивосток Авиа», ОАО «Саратовские авиалинии» и ОАО «Сахалинские авиатрассы», а также контракт на покупку не менее 50 самолетов Boeing 737 Next Generation с оценочной стоимостью 3,7 млрд долл.), из основных финансовых параметров которых известен только порядок величины долга авиакомпаний, около 250 млн долл.

Мы не ожидаем какой-либо реакции выпусков Аэрофлота БО-1 и 2 (УТМ ок. 7,27%) на выход положительных финансовых показателей: выпуск торгуется, на наш взгляд, достаточно плотно к кривой доходности РЖД.

Основные финансовые показатели ОАО «Аэрофлот», млн долл.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 1П10 г. | 1П09 г. | г/г |
|--|-------|-------|-------|---------|---------|--------|
| Выручка | 3 808 | 4 603 | 3 346 | 1 854 | 1 456 | 27,4% |
| ЕБИТДА | 723 | 489 | 423 | 257 | 167 | 54,2% |
| Рентабельность ЕБИТДА, % | 19,0% | 10,6% | 12,6% | 13,9% | 11,4% | |
| ЕБИТДА (скорр.)* | 906 | 724 | 747 | 462 | 328 | 40,9% |
| Рентабельность ЕБИТДА, % (скорр.) | 23,8% | 15,7% | 22,3% | 24,9% | 22,5% | |
| Операционный денежный поток | 217 | 473 | 229 | 423 | 290 | 46,0% |
| Капитальные вложения | 374 | 475 | 383 | 64 | 247 | -74,2% |
| Свободный денежный поток до финансирования | -201 | 33 | -71 | 356 | 43 | 727,2% |
| Всего активов | 3 398 | 3 350 | 4 034 | 4 464 | 3 606 | 23,8% |
| Собственный капитал | 1 123 | 937 | 1 006 | 900 | 902 | -0,2% |
| Совокупный долг, в том числе | 1 174 | 1 300 | 1 713 | 2 017 | 1 411 | 43,0% |
| Доля краткосрочного долга, % | 17,3% | 18,9% | 15,7% | 9,5% | 26,3% | |
| Денежные средства и эквиваленты | 91 | 147 | 121 | 607 | 261 | 132,8% |
| Показатели | | | | | | |
| Долг/Собственный капитал, х | 1,05 | 1,39 | 1,70 | 2,24 | 1,56 | |
| ЕБИТДА/Процентные расходы, х | 13,6 | 8,9 | 10,3 | 3,5 | 7,1 | |
| Чистый долг/ЕБИТДА, х | 1,50 | 2,36 | 3,76 | 2,75 | 2,35 | |
| Чистый долг/ЕБИТДА (скорр.), х | 1,20 | 1,59 | 2,13 | 1,60 | - | |

* скорректирована на расходы по операционной прибыли и таможенные пошлины

Источник: данные компании, оценки ГПБ

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 10

Алексей Астапов
Aleksai.Astapov@gazprombank.ru
+7 (495) 428 49 33

Мечел
S&P/Moody's/Fitch

-B1/-

Мечел: результаты за 2-й кв. 2010 г. по US GAAP

Новость: Вчера Мечел опубликовал финансовые результаты по US GAAP за 2-й квартал 2010 г. Мы отмечаем существенный рост прибыли и рентабельности бизнеса на фоне снижения производственных затрат в добывающем сегменте. В то же время на фоне отрицательного денежного потока и реализации инвестиционной программы Мечел по-прежнему наращивает долг. На текущих уровнях доходности мы предпочитаем торгуящимся выпускам Мечела бумаги Евраз.

Комментарий:

Сильные результаты на фоне роста продаж, цен и снижения производственных расходов в добыче. Выручка компании увеличилась на 28% кв/кв до 2,4 млрд долл., EBITDA почти удвоилась до 557 млн долл. на фоне заметного роста продаж по всем основным сегментам и благоприятной ценовой конъюнктуры. Заметный рост рентабельности EBITDA (+8 п. п. кв/кв), в основном, стал «заслугой» добывающего сегмента, где норма прибыли выросла с 25% (1кв10) до 40%. На фоне роста объемов добычи Мечелу удалось сократить производственные расходы: затраты на 1 т коксующегося угля на Южном Кузбассе сократились на 32% до 30 долл./т; на Якутугле – на 30% до 23 долл./т.

Компания ожидает увеличения средних цен реализации цен на коксующийся уголь на 20–25% в 2011 году. Себестоимость производства тонны угля незначительно увеличится в связи с необходимыми инвестициями в горно-проходческие работы. По Эльгинскому проекту Мечел планирует начало выработки в ноябре 2010 г. и запуск первой очереди железной дороги (124 км) в соответствии с ранее утвержденной программой.

Чистый денежный поток по-прежнему в отрицательной зоне. Несмотря на рост доходов и прибыли, Мечел по-прежнему испытывает дефицит собственных средств для финансирования инвестиционной программы. Операционный денежный поток во втором квартале, как и в первом полугодии в целом, был отрицательным за счет существенного отвлечения средств в оборотный капитал (515 млн долл. во втором квартале). Мы ожидаем изменения этого тренда во втором полугодии, учитывая, что мощности компании уже вышли на «докризисные» уровни производства.

В ходе конференц-звонка менеджмент уточнил, что программа капитальных вложений на 2010 год пересмотрена в сторону уменьшения с 1,4 до 1 млрд долл. – таким образом, около 500 млн долл. предстоит профинансировать в 3–4-м кв. 2010 г. Операционный денежный поток до изменения оборотного капитала в первом полугодии составил около 480 млн долл. Если оборотный капитал до конца года существенно не изменится, Мечел имеет шансы выйти на «нулевой» чистый денежный поток.

Долг продолжает расти. В отсутствии собственных средств для финансирования капитальных вложений Мечел продолжает наращивать долг – на конец второго квартала он составил 6,6 млрд долл. В относительном выражении леверидж снизился с 6,3х в 1-м кв. 2010 г. до 4,5х в терминах Чистый долг/EBITDA. После отчетной даты компания продолжила занимать, разместив еще два выпуска биржевых облигаций на 15 млрд руб., а также договорившись о выделении кредита западных банков (BNP Paribas и UniCredit) на 471 млн долл. для финансирования поставки оборудования и строительства универсального стана на ЧМК с амортизацией в течение 6 и 7,5 лет. Средства будут выбираться по мере финансирования проекта в течение 30 месяцев. Из позитивных моментов отметим, что текущие благоприятные условия на финансовых рынках позволяют Мечелу оптимизировать структуру долга. В сентябре Мечел привлек новый синдицированный кредит на 2 млрд долл., рефинансировав существовавшие кредиты (2,6 млрд долл.) и заметно улучшив график погашения обязательств: 800 млн долл. нового кредита гасится через 3 года, еще 1,2 млрд долл. – через 5 лет.



Мечел: финансовые результаты за 2-й квартал 2010 г., млн долл.

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2-й кв. 2010 г. | г/г | 1-й кв. 2010 г. |
|---|--------|--------|--------|--------------------|-----------------|--------------------|
| Выручка | 6 684 | 9 951 | 5 754 | 2 431 | 28 % | 1 900 |
| ЕБИТДА | 1 688 | 2 850 | 821 | 557 | 91 % | 292 |
| Рентабельность ЕБИТДА, % | 25% | 29% | 14% | 23% | 8 п.п. | 15% |
| Операционный денежный поток | 905 | 2 230 | 562 | -159 | 65 % | -97 |
| Капитальные вложения | -834 | -1 171 | -613 | -314 | 62 % | -194 |
| Свободный денежный поток до финансирования | -2 494 | -1 083 | -63 | -472 | 61 % | -293 |
| Всего активов | 9 228 | 12 009 | 13 183 | 13 903 | 1% | 13 779 |
| Собственный капитал | 3 505 | 4 322 | 4 331 | 4 344 | -2% | 4 416 |
| Совокупный долг, в том числе | 3 542 | 5 438 | 6 092 | 6 682 | 4% | 6 412 |
| доля краткосрочного долга, % | 32% | 95% | 32% | 0% | -33 п. п. | 33% |
| Денежные средства и эквиваленты | 237 | 255 | 415 | 274 | 18 % | 336 |
| Показатели | | | | | | |
| Долг/Капитал, х | 1,0 | 1,3 | 1,4 | 1,5 | - | 1,5 |
| ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х | 19 | 9 | 2 | 3 | - | 2 |
| Чистый долг/ЕБИТДА, х | 2,0 | 1,8 | 6,9 | 4,5 | - | 6,3 |
| Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х | -1 | -5 | -97 | -7 | | -22 |

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92Сергей Канин
Sergei.Kanin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 06



Календарь долгового и денежного рынка

| Дата | Событие | Объем, млн руб. |
|------------|--|-----------------|
| 06.10.2010 | Аукцион по размещению ОФЗ 25073 | 35 000 |
| | Аукцион по размещению Технопромпроект, 1 | 1 200 |
| 07.10.2010 | Депозитные аукционы ЦБ на срок 4 недели, 3 месяца | |
| 11.10.2010 | Оферта ЕЭСК, 2 | 1 000 |
| 12.10.2010 | Ломбардные аукционы ЦБ на 7 дней, 3 месяца | |
| | Беззалоговый аукцион ЦБ на 5 недель | |
| | Оферта ХКФ Банк, 4 | 3 000 |
| | Закрытие книги заявок по размещению ТГК-5, 1 | 5 000 |
| | Аукцион по размещению СБ-Банк, 4 | 1 500 |
| 13.10.2010 | Размещение ОФЗ 25075 | 15 000 |
| | Размещение ОФЗ 25072 | 15 000 |
| | Погашение Ханты-Мансийск СтройРесурс, 1 | 3 000 |
| | Закрытие книги заявок по размещению ВБД ПП БО-1, БО-2, БО-3, БО-8 | 14 000 |
| 14.10.2010 | Депозитные аукционы ЦБ на срок 4 недели, 3 месяца | |
| | Погашение ЕДИНАЯ ЕВРОПА, 1 | 1 200 |
| | Погашение Республика Коми, 24006 | 700 |
| | Оферта Инвестторгбанк, 4 | 1 500 |
| | Оферта Элис, 1 | 500 |
| 15.10.2010 | Уплата страховых взносов в фонды | |
| | Уплата налога на доходы физлиц | |
| | Погашение АИЖК, 3 | 2 250 |
| | Оферта Банк Ренессанс Капитал, 2 | 3 000 |

Источник: Reuters



Календарь основных корпоративных событий

| Дата | Событие | Период |
|-----------------|---|---------------------------|
| октябрь | ММК: операционные результаты | 3-й кв. 2010 г. |
| октябрь | Мечел: операционные результаты | 3-й кв. 2010 г. |
| октябрь | НорНикель: финансовая отчетность по МСФО | 1П10 г. |
| октябрь | НорНикель: операционные результаты | 3-й кв. 2010 г. |
| 05.10.2010 | Аэрофлот: финансовая отчетность по МСФО | 1П10 г. |
| 05.10.2010 | Мечел: финансовая отчетность по US GAAP | 2-й кв. 2010 г. |
| 10.10.2010* | Газпром: финансовая отчетность по МСФО | 2-й кв. 2010 г. |
| 11.10.2010 | Х5: операционные результаты | 3-й кв. 2010 г. и 9М10 г. |
| 15.10.2010 | Евраз: операционные результаты | 3-й кв. 2010 г. |
| 19.10.2010 | НЛМК: операционные результаты | 3-й кв. 2010 г. |
| 24.10.2010* | ТНК-ВР Intl: пресс-релиз об основных показателях финансовой отчетности | 3-й кв. 2010 г. |
| конец октября | ТГК-1: операционные результаты | 9М10 г. |
| 12.11.2010 | НОВАТЭК: финансовая отчетность по МСФО | 3-й кв. 2010 г. |
| 16.11.2010 | Северсталь: финансовая отчетность по МСФО | 9М2010 г. |
| 18.11.2010 | МТС: финансовые результаты по US GAAP | 3-й кв. 2010 г. |
| 28.11.2010* | Лукойл: финансовые результаты по US GAAP | 3-й кв. 2010 г. |
| 29.11.2010 | Х5: аудированная отчетность по МСФО | 3-й кв. 2010 г. и 9М10 г. |
| середина ноября | ТГК-1: финансовая отчетность по РСБУ | 9М10 г. |
| ноябрь | ОГК-5: операционные результаты и неаудированные результаты по МСФО | 9М10 г. |
| ноябрь | ОГК-5: финансовая отчетность по РСБУ | 9М10 г. |

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Долговой рынок

Алексей Демкин, CFA

+7 (495) 980 43 10

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Потребительский сектор

Рустам Шихахмедов

+7 (495) 428 50 69

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков

начальник департамента

+7 (495) 988 23 24

Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак**Роберто Пеццименти**

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Продажи

Константин Шалшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Евгений Терещенко

+7 (495) 988 24 10

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Валерий Левит

директор

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Андрей Чичерин

директор

+7 (495) 983 19 14

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.