

Ежедневный обзор долговых рынков от 31 августа 2011 г.

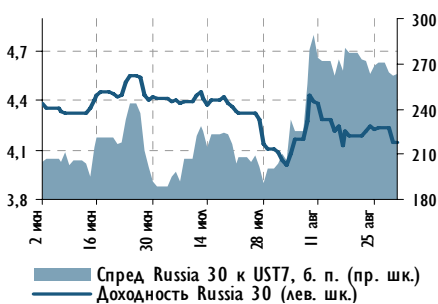


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	
		День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,444 ▼	-0,5%	7,9%
USD/RUB	28,91 ▲	0,4%	-5,3%
Корзина валют/RUB	34,68 ▲	0,1%	-1,4%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	581,0 ▼	-70,8	-307,3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	137,6 ▼	-29,4	-431,9
MOSPRIME o/n	5,0 ▲	0,2	3,2
3M-MOSPRIME	4,9 ▲	0,0	0,8
3M-LIBOR	0,33 ▲	0,0	0,0
Долговой рынок			
UST-2	0,20 ▼	0,0	-0,4
UST-10	2,18 ▼	-0,1	-1,1
Russia 30	4,15 ▼	-0,1	-0,7
Russia 5Y CDS	200 ▼	-6,8	54,0
EMBI+	337 ▲	6	89
EMBI+ Russia	253 ▲	3	54
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	114,53 ▲	2,5%	24,4%
Золото, долл./унц.	1835,4 ▲	2,6%	29,2%
Фондовый рынок			
PTC	1 662 ▼	-0,3%	-6,1%
Dow Jones	11 560 ▲	0,2%	-0,2%
Nikkei	8 961 ▲	0,1%	-12,4%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia 30 и спред к UST 7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций MMBB



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- Вышедшая слабая статистика по индексу потребительской уверенности Conference board (3-й слабый результат за всю историю расчетов), а также стенограмма августовского заседания Комитета по открытым рынкам, на котором обсуждалось введение QE-3, добавили инвесторам дополнительной уверенности в том, что на сентябрьском заседании, вероятнее всего, будут приняты дополнительные меры, если, конечно, статистика по экономике США не будет сильной, что могло бы заставить регуляторов не спешить с принятием кардинальных решений.
- Итогом вчерашнего дня стало снижение доходности UST10 до уровня 2,18% (-8 б.п.), а также стабилизация индекса волатильности VIX на уровне 32,9 п. (+0,6 п.). Стенограмма заседания помогла основным фондовым индексам вернуться в положительную зону: DJAI и S&P500 прибавили около 0,2%, прервав коррекцию. Ситуация на европейском межбанковском рынке не ухудшилась – LOIS EUR спред сократился до 64,5 б.п. (-0,7 б.п.), стоимость страховки риска европейских банков снизилось – индекс Markit iTraxx Europe (senior financials) потерял -7,5 п., опустившись до 248 п.
- Российские еврооблигации** пропустили ралли на фондовых рынках конца пятницы и понедельника – участники рынка не предпринимали активных действий на фоне коррекции вплоть до вечера. Поддержка пришла из-за океана вечером – по рынку прокатилась волна покупок. Сделки с RUSSIA 30 (YTM 4,14%) были зафиксированы в районе 119,25%, что на 3/8 фигуры выше закрытия пятницы. 5Y CDS-спред сузился до 201 б.п. (-5 б.п.). Котировки корпоративных выпусков изменились незначительно – в пределах 0,1–0,2 п.п.
- Несмотря на по-прежнему ощущающуюся на денежном рынке нехватку ликвидности и небольшое ослабление курса рубля (корзина доллар/евро вчера подорожала на 7 копеек, до 34,7 руб.), общие настроения на **рынке рублевых облигаций** вчера имели позитивный оттенок. Основная активность, как и прежде, сосредоточена в госбумагах: среднесрочные (25076, 25077, 25079) и длинные (26203, 26204, 26205, 26206) серии прибавили в цене 10–40 б.п. «За пределами» суверенного сегмента активность остается крайне низкой, при этом некоторые голубые фишки также завершили день ростом в пределах 10–30 б.п. (Русгидро-2, ФСК-8, ФСК-19, ГПН-9).

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Напряженность на рынке МБК сохраняется

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Газпром (BBB/Baa1/BBB)** отчитался за 1К11 по МСФО: долговая нагрузка продолжает снижаться
- Сильная отчетность **Сбербанка (-/Baa1/BBB)** за 2К11 по МСФО – нейтрально для еврооблигаций
- Хоум Кредит Банк (-/Ba3/BB-)**: сильные результаты за 2К11 по МСФО; нейтрально для облигаций банка
- Globaltrans (-/Ba3/-)** отчитался за 1П11 по МСФО

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- Транскредитбанк (BB+/Ba1/-)** привлекает субординированный кредит от **ВТБ (BBB/Baa1/BBB)** в объеме 3 млрд руб.; ожидаемая новость

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- Россия:** возврат Минфину средств с банковских депозитов
- США:** данные по занятости (ADP)



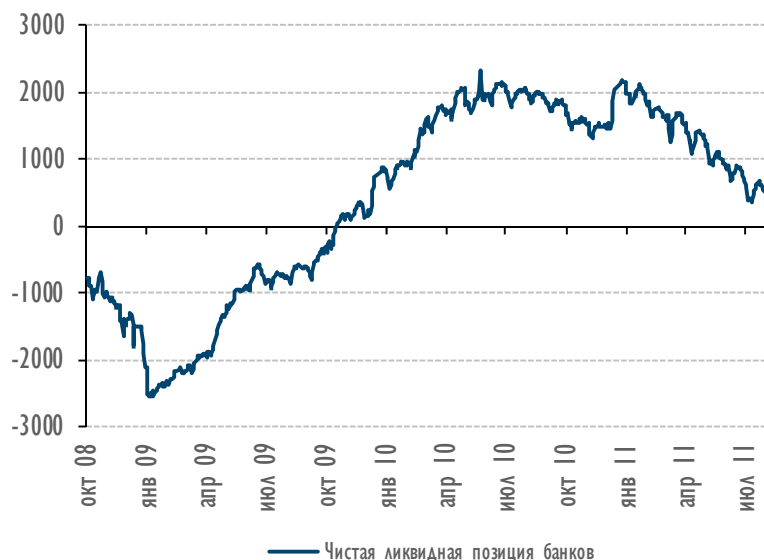
Напряженность на рынке МБК сохраняется

Похоже, пик обострения ситуации с ликвидностью в банковской системе пройден, однако ситуация пока далека от стабильной. Вчера остатки на корсчетах и депозитах банков в ЦБ пополнились на 79,5 млрд руб. – вероятно, в систему поступили запоздалые расходы бюджета, запланированные на август. Тем не менее объем ликвидных средств на банковских балансах по-прежнему остается значительно ниже комфортного уровня в 1,0 трлн руб. и составляет менее 800 млрд. При этом продолжающийся рост задолженности – в первую очередь перед Минфином – приводит к тому, что чистая ликвидная позиция банков сейчас незначительно отличается от нуля. По состоянию на сегодняшнее утро сумма ликвидных активов превышала объем ликвидных пассивов всего на 124,5 млрд руб., а вчера разница и вовсе сужалась до 50 млрд руб.

Вчерашний депозитный аукцион Минфина из-за его незначительного объема (10 млрд руб.) прошел с рекордной «переподпиской»: спрос превысил предложение почти в 10 раз и составил 91,5 млрд руб. Отметим однако, что его роль в стабилизации ситуации на денежном рынке будет минимальна: все полученные от аукциона средства с высокой долей вероятности пойдут на рефинансирование истекающих депозитов Минфина (банкам сегодня предстоит вернуть ведомству почти 30 млрд руб.).

Ставки на рынке МБК во вторник преимущественно колебались в диапазоне 4,0–4,5%, и сегодня утром банки выставляют котировки практически на том же уровне: банки первого круга могут привлечь кредит о/п под 4,1–4,6%. Ставки по операциям РЕПО с облигациями на ММВБ вчера продолжили рост до уровня 5,46%, однако объем сделок был ниже среднемесячного.

Динамика чистой ликвидной позиции* российских банков



* ЧЛП = Сумма остатков на к/с и депозитах в ЦБ + ОБР на балансах банков – сумма задолженности по всем инструментам рефинансирования ЦБ – сумма размещенных на депозитах в коммерческих банках бюджетных средств

Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Анна Богдюкевич
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Газпром
S&P/Moody's/Fitch

BBB/Baa1/BBB

Газпром отчитался за 1К11 по МСФО: долговая нагрузка продолжает снижаться**Новость:** Газпром отчитался за 1 квартал 2011 г. по МСФО и провел телеконференцию для аналитиков.

Выручка от продаж в отчетном периоде увеличилась на 38% по сравнению с 1К10 и составила 1,3 трлн руб. В 1К11 и 1К10 на долю чистой выручки от продажи газа приходилось 66% и 64% всей выручки соответственно. Чистая выручка от продажи газа выросла на 42% (+257,6 млрд руб.) до 870 млрд руб., основным источником чего стал рост продаж на экспорт как за счет увеличения объемов экспорта, так и удорожания цен. Объемы экспорта в дальнее зарубежье выросли на 11,8%, цена поставки в рублевом эквиваленте – на 14,5%, в результате чистая выручка от экспорта в дальнее зарубежье прибавила 39,5% (к 1К10), достигнув 399 млрд руб. Выручка от экспорта в страны бывшего СССР выросла на 119% до 205 млрд руб., в т.ч. за счет увеличения объемов экспорта (+71,8% к 1К10) и цены (8,5%). Выручка от продаж газа на внутреннем рынке росла в основном за счет увеличения цен на 14,3% и в итоге выросла на 33 млрд руб., составив 266 млрд руб.

Выручка от продажи продуктов нефтегазопереработки увеличилась на 40% (+61 млрд руб.), и составила 215 млрд руб. (около 16% всей выручки). Выручка от продажи электрической и тепловой энергии выросла на 20,5% в 1К11 по сравнению с 1К10 и составила 112 млрд руб. (около 8,5% всей выручки).

Комментарий: За прошедший период компании удалось сохранить тенденцию на улучшение показателей кредитоспособности. В целом отчетность ожидаема в свете уже опубликованной отчетности Газпрома по РСБУ за 1П11.

В 1К11 Газпрому удалось сократить величину консолидированного долга на 2,1% до 1289 млрд руб., величина чистого долга сократилась до 844 млрд руб. (-3,5%).

Основные финансовые показатели ОАО «Газпром», МСФО, млн руб.

	2008	2009	2010	1К11	1К10	г/г
Выручка	3 285 486	2 990 971	3 597 054	1 316 747	954 327	38,0%
ЕБИТДА	1 554 286	1 123 537	1 406 148	565 476	407 315	41,1%
Рентабельность ЕБИТДА, %	47,3%	37,6%	39,1%	42,9%	42,7%	+0,2 п.п.
Операционный денежный поток	961 326	838 360	1 426 688	375 413	469 001	-20,0%
Капитальные вложения	714 714	795 640	1 042 642	397 406	218 599	81,8%
Свободный денежный поток	246 612	42 720	384 046	-21 993	250 402	-
Всего активов	7 168 568	8 363 215	9 235 993	9 508 993	8 558 242	11,1%
Собственный капитал	4 913 099	5 645 946	6 536 361	6 980 364	5 976 310	16,8%
Совокупный долг, в т.ч.	1 365 764	1 625 705	1 315 448	1 288 278	1 501 093	-14,2%
Доля краткосрочного долга, %	32,3%	26,9%	14,5%	13,9%	20,9%	-7 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	343 833	249 759	440 786	444 356	398 797	11,4%
ПОКАЗАТЕЛИ						
Долг/Собств. капитал, х	0,28	0,29	0,20	0,18	0,25	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	25,9	15,1	36,3	33,4	28,5	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,66	1,22	0,62	0,54	0,66	

Источник: данные компания, Газпромбанк

По итогам квартала компании удалось снизить соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» до рекордно низкого за последние несколько лет уровня – 0,54х. Показатель «Долг/ЕБИТДА» оценивается нами на уровне 0,82х. Более того, компании удалось улучшить структуру долга, снизив долю краткосрочных заимствований до 13,9%. Наш анализ отчетности Газпрома по РСБУ за 1П11 показывает, что долговая нагрузка газового монополиста продолжает оставаться вблизи минимальных значений.



Наиболее интересными моментами в ходе телеконференции с руководством компании стали следующие заявления:

- ▶ в 2011 г., по предварительным оценкам, компания ожидает роста EBITDA примерно на 30% (ранее речь шла о +20%);
- ▶ программа капитальных вложений на 2011 г. может быть увеличена до 1 трлн руб. (порядка 850 млрд руб., согласно утвержденной программе), примерно на этом уровне сохранится и в 2012–2013 гг.;

Мы считаем результаты нейтральными для облигаций газового монополиста. Рекомендуем обратить внимание на среднесрочные и длинные выпуски еврооблигаций Газпрома, которые в первой половине августа расширили спред к суверенным выпускам на 20–40 б.п. В случае дальнейшей стабилизации ситуации на рынках еврооблигаций мы ожидаем сужения данного спреда.

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

Иван Хромушин
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru
+7 495 980 4389

Сильная отчетность Сбербанка за 2К11 по МСФО – нейтрально для еврооблигаций

Сбербанк
S&P/Moody's/Fitch

–/Baa1/ BBB

Новость: Вчера Сбербанк России опубликовал консолидированные финансовые результаты деятельности за 1П и 2К11 по международным стандартам. Сегодня вечером банк проведет телеконференцию для участников рынка.

Комментарий: Представленная Сбербанком отчетность оценивается нами положительно. По нашим наблюдениям, Сбербанк провел хорошую работу накануне запланированного на осень SPO, вопрос проведения которого в обозначенные первоначально сроки, насколько мы понимаем, до сих пор остается открытым.

На протяжении 1П11 Сбербанк продолжил наращивать депозитную базу, используя привлекаемые ресурсы (равно как и ликвидность, высвобождаемую за счет части портфеля ценных бумаг) для кредитной экспансии. Как следствие, валовой портфель выданных банком корпоративных кредитов за 1П11 увеличился на 7,5% (в том числе +5,2% за 2К11), розничных – на 11,2% (+8,1%) соответственно.

Чистая процентная маржа банка при этом в квартальном сопоставлении прибавила 30 б.п. до 6,5% за счет снижения стоимости фондирования до 3,4% (-20 б.п. кв/кв) на фоне стабильной доходности активной части баланса. По итогам 1П11 показатель ЧПМ составил 6,4% (6,8% годом ранее), что в целом соответствует ожиданиям банка.

Кредитное качество портфеля Сбербанка продолжило стабилизироваться – доли NPL и реструктурированных кредитов снизились до 6,6% и 9,9% (против 7,3% и 12,1% на начало года соответственно). При этом уже второй квартал подряд Сбербанк распускает созданные в кризис резервы на возможные кредитные потери, что в том числе помогает добиваться сильной ROAE на уровне 33,0% (аннуализированный показатель).

С момента начала распродаж в августе т.г. спред длинных еврооблигаций Сбербанка – SBERRU17 и SBERRU21 – к суверенным выпускам расширился примерно на 40 б.п. Учитывая фундаментальную крепость кредитного профиля банка, по мере возвращения аппетита к риску мы ожидаем возвращения данного спреда к историческим уровням (не более 50 б.п.).



Основные финансовые показатели Сбербанка по МСФО, млрд руб.

	2008	2009	2010	III	r/r
ОТЧЕТ О СОВОКУПНОМ ДОХОДЕ					
Чистые процентные доходы	378,2	502,7	495,8	268,9	10,2%
Чистые комиссионные доходы	86,2	101,1	123,6	64,1	12,8%
Операционные расходы	(221,7)	(229,3)	(282,6)	(164,9)	28,5%
(Создание) роспуск резервов по кредитам	(97,9)	(388,9)	(153,8)	22,2	-120,2%
Чистая прибыль (убыток)	97,7	24,4	181,6	176,1	173,8%
АКТИВЫ					
Денежные средства и эквиваленты	803,7	725,5	719,6	881,7	62,2%
Ценные бумаги	493,7	1 064,1	1 823,6	1 508,8	-15,6%
Чистый кредитный портфель	5 077,9	4 864,0	5 489,4	6 047,0	27,1%
Основные средства	251,5	249,9	283,8	284,4	8,8%
Всего активов	6 736,5	7 105,1	8 628,5	9 078,9	19,8%
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ					
Средства кредитных организаций (включая ЦБ)	302,5	53,9	134,7	63,3	-54,0%
Средства корпоративных клиентов	1 683,1	1 651,6	1 816,7	1 887,3	12,3%
Средства частных клиентов	3 112,1	3 787,3	4 834,5	5 089,7	21,9%
Долговые ценные бумаги	191,0	170,7	272,7	269,4	24,4%
Прочие заемные средства	107,0	69,1	171,3	178,3	183,7%
Субординированный долг	536,2	519,1	303,5	313,1	-0,9%
Собственный капитал	750,2	778,9	987,2	1 132,9	30,7%
КЛЮЧЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ					
Рентабельность капитала (ROAE)	14,2%	3,2%	20,6%	33,0%	+17,6 п.п.
Рентабельность активов (ROAA)	1,7%	0,4%	2,4%	4,0%	+2,2 п.п.
Чистая процентная маржа (NIM)	7,1%	7,8%	6,6%	6,4%	-0,4 п.п.
Стоимость риска	2,1%	7,1%	2,7%	-0,7%	-4,8 п.п.
Расходы/Доходы	48,4%	34,5%	41,9%	45,5%	+5,6 п.п.
Нетто кредитный портфель/Депозиты	105,9%	89,4%	82,5%	86,7%	+5,4 п.п.
20 крупнейших вкладчиков, % от средств клиентов	12,2%	8,4%	8,4%	9,1%	+0,3 п.п.
NPL/Кредиты	1,8%	8,5%	7,3%	6,6%	-2,5 п.п.
Реструктуризация/Кредиты	1,5%	11,9%	12,1%	9,9%	-1,0 п.п.
Резервы/Кредиты	3,8%	10,7%	11,3%	9,8%	-2,6 п.п.
NPL за вычетом резервов под них, % от капитала I-го уровня	—	15,3%	6,1%	6,1%	-2,7 п.п.
20 крупнейших заемщиков, % от капитала I-го уровня	166,6%	171,4%	156,1%	138,7%	-5,0 п.п.
Достаточность капитала I уровня (Tier I)	12,1%	11,5%	11,9%	13,3%	+1,6 п.п.
Достаточность капитала (TCAR)	18,9%	18,1%	16,8%	17,9%	+0,6 п.п.
Денежные средства/Активы	11,9%	10,2%	8,3%	9,7%	+2,5 п.п.

Источник: Сбербанк, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)**Хоум Кредит Банк: сильные результаты за 2K11 по МСФО; нейтрально для облигаций банка****Новость:** Вчера российский Хоум Кредит энд Финанс Банк (ХКФБ) опубликовал отчетность за 2K11 по МСФО и провел телеконференцию для аналитиков.**Комментарий:** Финансовые результаты банка в очередной раз впечатлили нас. По нашим оценкам, эффективная процентная ставка по кредитам, выданным банком, по-прежнему близка к 40% годовых, что позволяет ХКФБ получать стабильные доходы при чистой процентной марже на

уровне 21,9% и рентабельности капитала (ROAE) около 40% (в годовом исчислении). Высокая операционная эффективность также способствует хорошим показателям прибыли. Коэффициент «Расходы/Доходы» (CIR) по итогам 1П11 составил 33,0%.

Доля проблемных кредитов в портфеле банка продолжает снижаться: по состоянию на 30 июня 2011 г. этот показатель составлял 6,6%, тогда как общий объем кредитного портфеля за 1П11 вырос на 10%, что лишь незначительно ниже среднерыночных темпов. Отметим постепенное перепрофилирование бизнеса банка: доля кредитов наличными к концу 1П11 выросла до 34,8% розничного портфеля (с 22,7% по состоянию на конец 2010 г.); между тем портфель POS-кредитов банка – сегмента, в котором его позиции традиционно были наиболее сильны, – сократился. Однако мы не считаем, что эта тенденция представляет риск для банка, так как в обоих сегментах поддерживается высокая рентабельность и строгий контроль над кредитными рисками.

Необходимо отметить, что показатель «стоимости риска» (объемы отчислений в резервы по отношению к валовому кредитному портфелю) во 2К11 вырос до 6,6% с 5,7% в 1К11. Тем не менее, как мы поняли вчера в ходе телеконференции, руководство банка полагает, что его риски под контролем – и не считает подобный рост пугающим.

Хотя результаты банка за 2К11 по МСФО сами по себе неплохие, они едва ли сильно повлияют на котировки его долговых инструментов в силу их невысокой ликвидности.

ХКФ Банк: ключевые финансовые результаты по МСФО, млрд руб.

	2008	2009	2010	1П11	г/г
ОТЧЕТ О СОВОКУПНОМ ДОХОДЕ					
Чистый процентный доход	19.4	18.4	19.1	10.9	23.1%
Чистый комиссионный доход	6.5	6.5	7.3	4.2	34.1%
Операционные расходы	(12.1)	(8.9)	(9.3)	(4.9)	15.0%
Резервы	(8.7)	(8.9)	(3.6)	(2.6)	90.6%
Чистая прибыль	3.7	5.2	9.4	5.8	18.6%
АКТИВЫ					
Денежные средства и эквиваленты	22.6	13.3	7.4	12.1	11.8%
Чистый кредитный портфель	73.8	58.9	75.3	82.9	41.2%
Совокупные активы	113.4	96.5	101.1	110.2	25.3%
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ					
Средства банков (включая ЦБ)	19.6	16.1	7.5	5.8	9.1%
Счета и депозиты юрлиц	3.6	1.7	2.1	3.3	90.7%
Вклады физлиц	6.0	11.9	21.6	25.2	60.0%
Выпущенные долговые обязательства	56.4	37.0	34.2	47.7	41.0%
Совокупный капитал	20.6	26.8	33.0	25.6	-11.1%
КЛЮЧЕВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ					
Рентабельность капитала (ROAE)	21.6%	22.2%	31.7%	42.4%	+8.1 п.п.
Рентабельность активов (ROAA)	4.0%	5.1%	10.1%	10.9%	+0.1 п.п.
Чистая процентная маржа (NIM)	20.5%	18.4%	21.3%	21.9%	+1.7 п.п.
Стоимость риска	11.3%	11.9%	5.0%	6.2%	+2.0 п.п.
Расходы/Доходы	46.5%	36.6%	37.6%	33.0%	-3.1 п.п.
Чистые кредиты/Депозиты	765.4%	434.0%	316.5%	291.2%	-44.9 п.п.
NPL/Валовые кредиты	9.5%	12.9%	6.9%	6.6%	-3.1 п.п.
Резервы/Валовые кредиты	10.7%	13.1%	7.3%	7.3%	-2.2 п.п.
Достаточность капитала I-го уровня (Базель)	19.6%	35.2%	33.5%	24.3%	-13.6 п.п.
Достаточность совокупного капитала (Базель)	20.6%	36.4%	33.5%	24.3%	-13.6 п.п.
Денежные средства/Активы	19.9%	13.8%	7.3%	11.0%	-1.3 п.п.

Источник: Хоум Кредит Банк, расчеты Газпромбанка

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

Globaltrans
S&P/Moody's/Fitch

-Ba3/-

Globaltrans отчитался за 1П11 по МСФО

Новость: Вчера крупнейший российский частный железнодорожный оператор отчитался за 1-е полугодие 2011 г. (по международным стандартам).

Консолидированная выручка компании выросла на 40,5% до 905,6 млн долл. Скорректированная на инфраструктурные платежи и платежи за локомотивную тягу, уплачиваемые РЖД (302,3 млн долл.), чистая выручка выросла на 48% до 603,6 млн долл. Показатель «ЕБИТДА» увеличился на 38% до 256 млн долл.

Долг сократился на 19,4% до 418 млн долл., чистый долг – на 15,6% и до 322 млн долл. соответственно.

Комментарий: Прирост выручки был обеспечен как увеличением валового грузооборота, так и ростом тарифов. В отчетном периоде грузооборот Globaltrans'a прибавил 37%, достигнув 57,5 млрд ткм, в то время как в целом российская отрасль ж/д перевозок выросла всего на 7%. Во втором полугодии 2010 г. компания практически утроила арендуемый парк подвижного состава, используя благоприятную рыночную конъюнктуру (в том числе и относительно низкие ставки лизинговых платежей), что позволило продемонстрировать динамику существенно лучше рынка как во 2П10, так и в 1П11. В итоге рыночная доля оператора увеличилась до 6% против 5,3% по итогам 2010 г. и 4,9% по итогам 1П10.

Несмотря на двузначные темпы роста, Globaltrans удержал собственную рентабельность на уровне прошлого года, что явилось следствием достаточно жесткого контроля над затратами. Практически все расходы (за исключением лизинговых платежей и расходов на услуги сторонних организаций) компания смогла удержать в пределах роста выручки. Опережающий рост расходов по операционному лизингу был обусловлен расширением арендуемого парка, а услуги сторонних организаций находятся вне периметра контроля самой компании. В итоге рентабельность ЕБИТДА Globaltrans'a по итогам 1П11 снизилась всего на 1 п.п. до 43%.

Основные финансовые показатели Globaltrans Investment PLC по МСФО, млн долл.

	2008	2009	2010	1П2011	П/П
Выручка	1 445	1 163	1 383	906	40,5%
ЕБИТДА	348	287	396	256	39,8%
Рентабельность ЕБИТДА, %	24,1%	24,6%	28,7%	28,3%	-0,1 п.п.
Операционный денежный поток	192	223	245	236	204,0%
Капитальные вложения	145	107	300	50	-66,1%
Свободный денежный поток	48	116	-54	186	-
Всего активов	1 231	1 265	1 515	1 579	4,2%
Собственный капитал	559	712	884	1 042	17,9%
Совокупный долг, в том числе	498	449	519	418	-19,4%
Доля краткосрочного долга, %	32,1%	34,2%	36,8%	35,9%	-0,7 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	137	160	138	96	-30,0%
ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КРЕДИТОСПОСОБНОСТИ					
Долг/Собственный капитал, х	0,89	0,63	0,59	0,40	
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	6,2	6,0	9,1	12,3	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,04	1,01	0,96	0,69	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанк

Отметим также, что в первом полугодии компания значительно увеличила перевозку грузов первой категории (в частности, перевозка угля выросла на 46% до 3,1 млрд ткм), а на большинство грузов данной категории, согласно «Тарифу 10-01», начисляется 100% порожний пробег. Следовательно, при прочих равных, компания должна была столкнуться с ростом показателя порожнего пробега и опережающим ростом расходов по данной статье. Globaltrans'у же в отчетном периоде удалось снизить как показатель порожнего пробега с 65% до 62%, так и удержать рост расходов по данной статье в пределах роста выручки, что



явилось следствием эффективной работы с клиентской базой и продолжающегося усовершенствования логистических решений.

Высокая операционная эффективность и сокращение оборотного капитала позволили компании практически утроить денежный поток от операционной деятельности, что вкупе с достаточно консервативным СареХ'ом позволило снизить чистый долг на 16% до 321,8 млн долл., а показатель долговой нагрузки (в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА») с 0,96х до 0,69х. В первом полугодии компании удалось сократить среднюю процентную ставку своего кредитного портфеля до 7,96% с 8,51% на конец 2010 г.

Целевой показатель долговой нагрузки компании находится в пределах 1–2х в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА», что, согласно высказываниям менеджмента, позволит сохранять финансовую устойчивость и демонстрировать темпы роста выше рыночных.

В случае если компания окажется победителем аукциона по продаже «Первой грузовой» (Globaltrans является одним из трех наиболее вероятных претендентов на данный актив), показатель долговой нагрузки существенно вырастет, однако менеджмент ожидает возвращения его в комфортный диапазон в течение 1–2 лет. В то же время отметим, что менеджмент Globaltrans'a достаточно взвешенно относится к приобретению Первой грузовой компании, подчеркивая, что основным критерием будет цена, а не желание увеличения рыночной доли.

В настоящее время компания прорабатывает вопрос привлечения денежных средств как у российских, так и западных кредиторов. Компания планирует занять порядка 5 млрд долл.

Мы позитивно оцениваем представленные результаты, тем не менее не ожидаем, что они могут оказать влияние на долговые бумаги «Новой перевозочной компании». Напомним, что Globaltrans Investments (–/Ва3/–) является поручителем по рублевому облигационному выпуску «Новая перевозочная компания» (–/В1/–) с амортизационной структурой, который торгуется с доходностью к колу в январе 2013 г. в районе 8% и к погашению в 2015 г. составляет порядка YTM 8,75%.

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

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



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
31.08.2011	Возврат Минфину средств с депозитов банков	19 000
01.09.2011	Оферта МРСК Юга, 2	6 000
06.09.2011	Погашение МОЭСК, 1	6 000
	Погашение Юнимилк Финанс, 1	2 000
07.09.2011	Аукцион 7-летних ОФЗ	35 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	3 589
	Погашение ЕБРР, 3	7 500
08.09.2011	Оферта СБ Банк, 3	1 500
12.09.2011	Оферта РЖД, 13	15 000
14.09.2011	Аукцион 10-летних ОФЗ	35 000
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	9 150
	Погашение НК Альянс, 1	3 000
15.09.2011	Размещение ОБР-21	500 000
	Оферта ТехноНИКОЛЬ-Финанс, 2	3 000
	Погашение Запсибкомбанк, 1	1 500
	Купонные выплаты по ОФЗ	4 288
	Уплата страховых взносов в фонды	
19.09.2011	Оферта СИБУР Холдинг, 2	30 000
20.09.2011	Уплата 1/3 НДС за 2-й квартал 2011 г.	
21.09.2011	Аукцион 6-летних ОФЗ	40 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	3 489
	Возврат Минфину средств с депозитов банков	40 000
22.09.2011	Оферта Северсталь, БО-1	15 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
31.08.2011	ОГК-2: финансовая отчетность по МСФО	1П11
конец августа	Газпром нефть: финансовая отчетность по US GAAP	2К11 и 1П11
01.09.2011	ВТБ: финансовые результаты по МСФО	2К11 и 1П11
02.09.2011	ТМК: финансовые результаты по МСФО	1П11
06.09.2011	МТС: финансовые результаты по US GAAP	2К11
07.09.2011	Vimpelcom Ltd: финансовые результаты по US GAAP	2К11
08.09.2011	Номос Банк: финансовые результаты по МСФО	2К11
08.09.2011	Ситроникс: финансовые результаты по US GAAP	2К11
14.11.2011	РУСАЛ: финансовая отчетность по МСФО	3К11 и 9М11

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

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Металлургия

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00 доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котаяров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Денис Войничков

+7 (495) 983 74 19

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

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

директор

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

Максим Малетин

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Никита Иванов

+7 (495) 989 91 29

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00 доб. 21455

Трейдинг

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

Региональные продажи

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Copyright © 2003 – 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (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 ГПБ (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 ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (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.