



## Аналитический обзор

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб. 12, 7 под., 18 этаж

23 ноября 2010 г.

Тел: 7 (495) 258 1988

Факс: 7 (495) 258 1989

### Еврохим — неликвидные удобрения Комментарий к размещению

Аналитики: Иван Манаенко,  
Анна Соболева  
Эл. почта: IManaenko@veles-capital.ru

## Ключевые моменты

- ☑ Еврохим является крупнейшим в России производителем минеральных удобрений и входит 10-ку крупнейших в мире. В сегменте азотных удобрений компания занимает 5-е место по объему производства; 4-е в сегменте фосфорных удобрений; 5-е место по объему запасов калия.
- ☑ Ключевым акционером (около 95% акций через кипрский оффшор) принадлежит председателю совета директоров компании Андрею Мельниченко. В его активах также значатся 50% СУЭКа; до конца 2006 г. владел долей в МДМ-Банке.
- ☑ В течение 5-ти лет Еврохим может выйти на IPO.
- ☑ Ковенанты по еврооблигациям и синдицированному кредиту ограничивают рост долговой нагрузки на весь срок обращения нового выпуска. По привлеченному 10-ти летнему синдицированному кредиту было установлено ограничение на рост показателя Чистый долг/ЕБИТДА выше 2,5х. По ковенантам находящихся в обращении еврооблигаций до марта 2012 г. совокупный долг не должен превышать 3х ЕБИТДА. В настоящий момент согласно полугодовой отчетности показатель Долг/ЕБИТДА составляет 1,9х, Чистый долг/ЕБИТДА – 1,6х.
- ☑ Запас дополнительной ликвидности компании сосредоточен в акциях K+S AG. Их стоимость по итогам 1 пол. 2010 г. оценивалась в 27,7 млрд руб. По данным компании, пакет акций может быть реализован в случае недостаточности свободных средств, однако, пока вложения рассматривается менеджментом как портфельные инвестиции.
- ☑ В течение 5 лет компания планирует проинвестировать развитие перспективного калийного направления бизнеса, а также улучшить логистическую инфраструктуру. Общий объем инвестиций оценивается в 140 млрд руб. В 1 пол. 2010 г. капложения были полностью обеспечены операционным денежным потоком. С учетом продолжающегося восстановления рынка удобрений, мы полагаем, что компания и в дальнейшем сможет самостоятельно финансировать инвестпрограмму. Привлечение же долговых средств будет преимущественно осуществляться для рефинансирования имеющихся займов.
- ☑ Мы считаем справедливой доходность нового выпуска облигаций не ниже предложенных 8,68% годовых и видим потенциал ее роста до значения в 8,43% годовых (соответствует росту цены не менее 100 б.п.). При этом ликвидность займа вызывает опасения, поскольку предыдущий выпуск Еврохимом серии 2 в последнее время не пользуется популярностью. Исходя из этого, считаем интересным участие в размещении облигаций Еврохимом серии 3 при ставке купона не ниже 8,5% годовых. На наш взгляд, выпуск может быть интересен исключительно для долгосрочного инвестирования.

## Основные показатели

### Финансовые результаты по МСФО, млн руб.

МСФО, млн руб.	1П2008	Изм., %	1П2009	Изм., %	1П2010
Активы	80 345	157,72	126 722	98,18	124 418
Основные средства	40 293	138,80	55 928	123,27	68 945
Денежные средства	13 564	89,28	12 110	57,93	7 015
Собственный капитал	52 207	127,99	66 822	108,51	72 511
Финансовый долг	12 670	411,81	52 177	80,65	42 079
Выручка	55 836	65,32	36 473	124,45	45 389
ЕБИТДА	23 568	20,05	4 725	269,48	12 732
Проценты уплаченные	-570	183,04	-1 043	85,24	-889
Чистая прибыль	18 009	31,40	5 655	123,04	6 958
Рентабельность ЕБИТДА	42%		13%		28%
Чистая рентабельность	32%		16%		15%
Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)	0,5		2,1		1,9
ЕБИТДА/Проценты	41,4		4,5		14,3
Финансовый долг/собственные средства	0,6		0,4		0,1
Финансовый долг/активы	0,2		0,4		0,3
Доля краткосрочного долга	0,2		0,1		0,2

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

### Сравнение с конкурентами, млн руб.

	Еврохим	Агрос	МТС	Акрон
<b>I Коэффициенты отношения притока ден. средств к задолженности:</b>				
Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)	1,60	0,86	0,91	0,99
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	1,96	1,03	1,40	1,35
Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)	1,94	3,11	1,56	3,97
ЕБИТДА/Проценты к уплате	11,86	1,76	5,98	14,17
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задт. (LTM)	0,78	0,33	0,69	1,28
<b>II Коэффициенты рентабельности:</b>				
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	10%	7%	8%	16%
Рентабельность продаж	19%	24%	28%	15%
Рентабельность по чистой прибыли	15%	13%	12%	33%
<b>III Коэффициенты структуры капитала:</b>				
Доля собственного капитала в балансе	0,58	0,37	0,20	0,45
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,18	0,28	0,32	0,20
Коэффициент обеспеченности оборотных средств СК	0,13	-0,08	-0,06	0,02
Доля внеоборотных средств в структуре баланса	0,79	0,74	0,70	0,79
<b>IV Коэффициенты ликвидности:</b>				
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,31	0,20	0,59	0,17
Коэффициент текущей ликвидности	1,15	0,93	0,94	1,02
Коэффициент покрытия обязательств оборотными средствами	0,51	0,42	0,41	0,42
<b>V Коэффициенты оборачиваемости (все группы):</b>				
Оборачиваемость активов	0,66	0,54	0,67	0,49
Оборачиваемость оборотных средств	3,14	1,97	2,20	2,34
<b>ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ</b>	<b>2,49</b>	<b>2,96</b>	<b>2,67</b>	<b>3,16</b>
Уровень кредитного риска	низкий	средний	средний	средний
Международный рейтинг (MS&P/F)	-BB/BB	Ba3/BB-/BB-	Ba2/BB/BB+	B1+/B-

### Параметры займа

Тип займа	Классические
Серия	3
Сумма займа	5 млрд руб.
Способ размещения	аукцион
Дата размещения	24 ноября 2010 г.
Оферта	5 лет
Срок обращения	8 лет
Купонный период	182 дня
Ставка купона	8,5-9% годовых
УТР	8,68%-9,2%
Дюрация	4,2 года
Кредитный рейтинг	-BB/BB

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

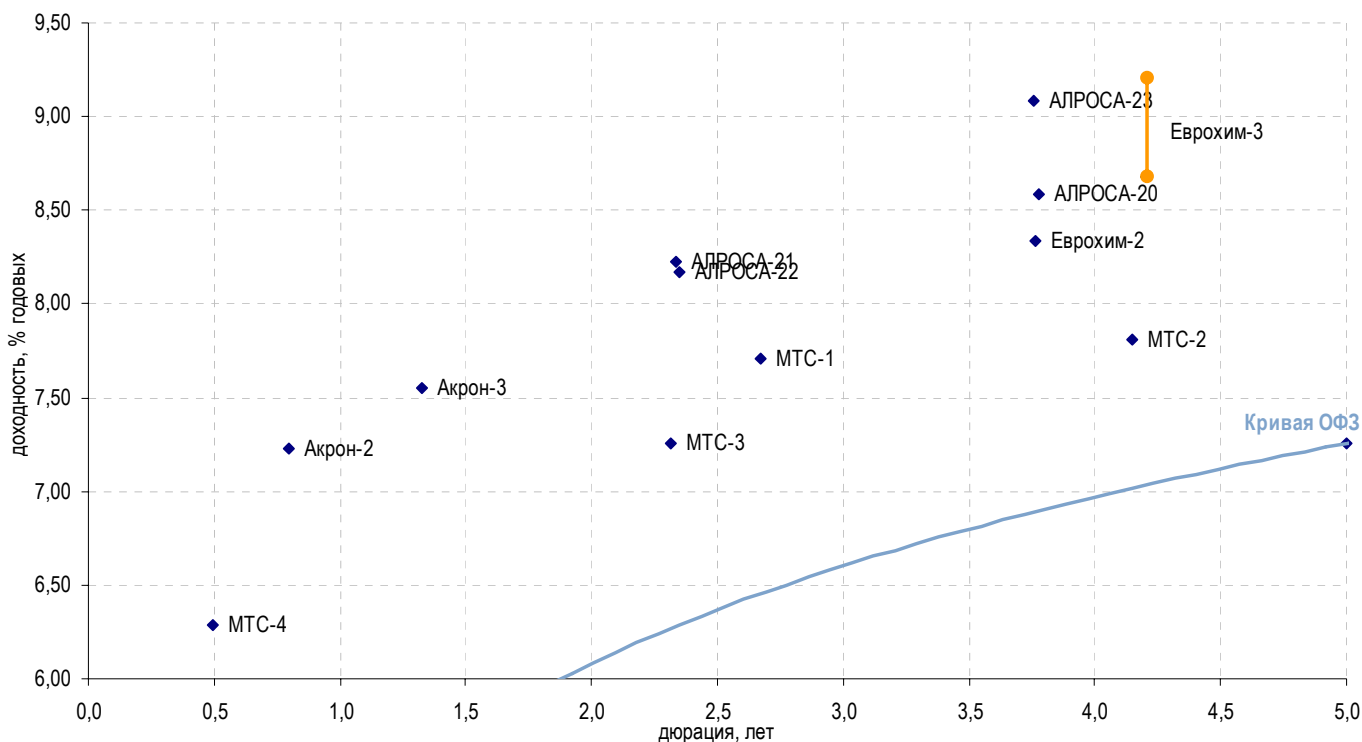
## Позиционирование займа

### Параметры займа

Тип займа	Классические
Серия	3
Сумма займа	5 млрд руб.
Способ размещения	аукцион
Дата размещения	24 ноября 2010 г.
Оферта	5 лет
Срок обращения	8 лет
Купонный период	182 дня
Ставка купона	8,5-9% годовых
УТР	8,68%-9,2%
Дюрация	4,2 года
Кредитный рейтинг	-ВВ/ВВ

Еврохим 24-го ноября проведет размещение облигаций серии 3 объемом 5 млрд руб. Срок обращения облигаций составит 8 лет, по выпуску предусмотрена 5-ти летняя оферта. Ориентир ставки купона составляет 8,5-9% годовых, что соответствует доходности к оферте в 8,68-9,2% годовых.

Среди представителей отрасли удобрений на рублевом долговом рынке помимо Еврохима представлен только Акрон, однако его выпуски имеют несравнимо более короткую дюрацию. На длинном же конце кривой среди сравнимых по уровню международного кредитного рейтинга эмитентов представлены выпуски МТС и Алросы. По сравнению с МТС доходность облигаций Еврохима, бесспорно, должна давать большую премию за существенно меньший масштаб бизнеса и умеренную ликвидность публичных обязательств. В сравнении же с Алросой позиции Еврохима не так однозначны. С одной стороны, Алроса является монополистом на российском рынке, ключевым акционером является государство, а все 4-е выпуска ликвидны. А с другой стороны, по ряду показателей финансовое положение Алросы хуже, чем у Еврохима, что подтверждается нашей рейтинговой моделью (уровень кредитного риска Алроса по итогам 1 пол. 2010 г. составил 2,96х, Еврохима – 2,49х). Поэтому мы считаем, что облигации Еврохима должны торговаться с некоторым дисконтом в доходности по сравнению с выпусками Алросы. Таким образом, с учетом невысокой ликвидности 2-й выпуск Еврохима уже справедливо оценен рынком. Новый же выпуск при ставке купона в 8,5% предлагает премию к ОФЗ на 23 б.п. больше, чем выпуск 2-й серии. В целом, на наш взгляд, такая премия за новое размещение классических облигаций может быть вполне интересна, поскольку потенциал роста цены приближается к 100 б.п. Однако не стоит забывать, что выпуск, вероятно, не будет ликвидным. Поэтому мы рекомендуем покупать облигации Еврохима для портфельных инвестиций при доходности не ниже 8,68% годовых.



Источник: ММВБ; оценка: Велес Капитал

## Финансовые результаты

МСФО, млн руб.	1П2008	2П2008	1П2009	2П2009	1П2010
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>41 475</b>	<b>64 384</b>	<b>94 615</b>	<b>99 483</b>	<b>98 135</b>
Основные средства	40 293	48 361	55 928	63 654	68 945
Долгосрочные финансовые вложения	15	13 899	36 213	33 620	27 681
<b>Оборотные активы</b>	<b>38 870</b>	<b>57 892</b>	<b>32 107</b>	<b>29 293</b>	<b>26 283</b>
Запасы	9 709	11 183	8 963	8 105	8 433
Дебиторская задолженность	4 251	3 184	1 836	2 151	3 650
Денежные средства	13 564	26 737	12 110	11 407	7 015
<b>Итого активы</b>	<b>80 345</b>	<b>122 275</b>	<b>126 722</b>	<b>128 776</b>	<b>124 418</b>
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>54 618</b>	<b>61 037</b>	<b>67 585</b>	<b>73 195</b>	<b>73 013</b>
Уставный капитал	6 800	6 800	6 800	6 800	6 800
Нераспределенная прибыль	45 415	53 435	60 030	65 644	65 719
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>8 381</b>	<b>45 020</b>	<b>41 437</b>	<b>37 684</b>	<b>28 582</b>
Долгосрочные кредиты и займы	6 960	42 872	39 228	35 281	26 196
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>17 346</b>	<b>16 218</b>	<b>17 700</b>	<b>17 897</b>	<b>22 823</b>
Краткосрочные займы и кредиты	5 710	9 093	12 949	12 491	15 883
Кредиторская задолженность	4 505	5 754	3 652	4 948	6 120
<b>Итого пассивы</b>	<b>80 345</b>	<b>122 275</b>	<b>126 722</b>	<b>128 776</b>	<b>124 418</b>
<b>МСФО, млн руб.</b>	<b>1П2008</b>	<b>2П2008</b>	<b>1П2009</b>	<b>2П2009</b>	<b>1П2010</b>
<b>Выручка</b>	<b>55 836</b>	<b>56 338</b>	<b>36 473</b>	<b>37 105</b>	<b>45 389</b>
Себестоимость	(20 278)	(24 188)	(20 185)	(21 255)	(23 157)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>35 557</b>	<b>32 150</b>	<b>16 287</b>	<b>15 850</b>	<b>22 232</b>
<b>SG&amp;A</b>	<b>(12 645)</b>	<b>(13 846)</b>	<b>(10 770)</b>	<b>(10 880)</b>	<b>(11 631)</b>
<b>Операционная прибыль (ЕБИТ)</b>	<b>22 186</b>	<b>18 705</b>	<b>6 223</b>	<b>4 490</b>	<b>11 114</b>
Амортизация	(1 382)	(1 560)	1 498	(4 474)	(1 618)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>23 568</b>	<b>20 265</b>	<b>4 725</b>	<b>8 964</b>	<b>12 732</b>
<b>Норма ЕБИТ, %</b>	<b>39,73</b>	<b>33,20</b>	<b>17,06</b>	<b>12,10</b>	<b>24,49</b>
<b>Норма ЕБИТДА, %</b>	<b>42,21</b>	<b>35,97</b>	<b>12,95</b>	<b>24,16</b>	<b>28,05</b>
Чистые финансовые доходы	432	(1 037)	(853)	(730)	(802)
<b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b>	<b>23 143</b>	<b>13 637</b>	<b>6 847</b>	<b>6 858</b>	<b>9 006</b>
<b>Норма ЕВТ, %</b>	<b>41,45</b>	<b>24,21</b>	<b>18,77</b>	<b>18,48</b>	<b>19,84</b>
Текущий налог на прибыль	(5 134)	(3 758)	(1 192)	(1 437)	(2 049)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>18 009</b>	<b>9 880</b>	<b>5 655</b>	<b>5 421</b>	<b>6 958</b>
<b>Норма чистой прибыли</b>	<b>32,25</b>	<b>17,54</b>	<b>15,50</b>	<b>14,61</b>	<b>15,33</b>

**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ**

	1П2008	2П2008	1П2009	2П2009	1П2010
<b>I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:</b>					
Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)	2,17	1,83	1,57	1,32	1,60
Отношение выручки к финансово му долгу (LTM)	4,41	2,16	1,78	1,54	1,96
Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)	0,54	1,19	2,09	3,49	1,94
ЕБИТДА/Проценты к уплате	41,35	29,42	4,53	9,53	14,32
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности (LTM)	3,15	3,07	1,20	0,89	0,78
<b>II Коэффициенты рентабельности:</b>					
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	22%	23%	12%	9%	10%
Рентабельность продаж	40%	33%	17%	12%	24%
Рентабельность по чистой прибыли	32%	18%	16%	15%	15%
<b>III Коэффициенты структуры капитала:</b>					
Доля собственного капитала в балансе	0,65	0,49	0,53	0,56	0,58
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,22	0,13	0,14	0,14	0,18
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом	0,55	0,72	0,45	0,39	0,13
Доля внеоборотных средств в структуре баланса	0,52	0,53	0,75	0,77	0,79
<b>IV Коэффициенты ликвидности:</b>					
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,83	2,02	0,69	0,64	0,31
Коэффициент текущей ликвидности	2,24	3,58	1,81	1,64	1,15
Коэффициент покрытия обязательств оборотными средствами	1,51	0,95	0,54	0,53	0,51
<b>V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):</b>					
Оборачиваемость активов	0,69	0,92	0,73	0,57	0,66
Оборачиваемость оборотных средств	1,44	1,94	2,89	2,51	3,14

**РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ**

	1П2008	2П2008	1П2009	2П2009	1П2010
<b>I Соотношение притока ден.средств и долга</b>					
Отношение выручки к суммарной задолженности	1,33	1,60	2,20	2,83	2,05
Отношение выручки к финансово му долгу	2,02	2,44	2,88	3,31	2,81
Отношение выручки к финансово му долгу	1,08	1,43	1,65	1,89	1,53
Долг/ЕБИТДА	1,69	2,08	3,12	4,32	2,92
ЕБИТДА/проценты к уплате	0,90	0,90	1,07	0,96	0,93
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,90	0,90	0,94	0,97	0,98
<b>II Рентабельность бизнеса</b>					
Рентабельность активов по прибыли от продаж	1,50	1,79	2,97	3,34	2,63
Рентабельность продаж	1,70	1,67	3,15	3,80	3,59
Рентабельность продаж	1,63	1,93	3,57	3,99	2,70
Рентабельность по чистой прибыли	1,17	1,64	1,84	1,95	1,86
<b>III Структура капитала</b>					
Доля собственного капитала в балансе	1,71	1,89	1,86	1,82	2,19
Доля собственного капитала в балансе	2,27	3,04	2,85	2,67	2,57
Доля краткосрочной задолженности в балансе	1,85	1,69	1,70	1,70	1,78
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом	1,03	0,99	1,07	1,11	2,24
<b>IV Ликвидность</b>					
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	1,68	1,82	2,57	2,69	3,35
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	1,17	0,97	1,25	1,30	2,42
Коэффициент текущей ликвидности	1,95	1,35	2,46	2,76	3,59
Коэффициент покрытия суммарного долга	1,93	3,15	4,00	4,02	4,04
<b>V Экспертная оценка (1-5):</b>					
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Статус компании	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Размер компании	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
<b>ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ</b>	<b>1,67</b>	<b>1,86</b>	<b>2,40</b>	<b>2,69</b>	<b>2,40</b>
<b>Уровень кредитного риска</b>	<b>низкий</b>	<b>низкий</b>	<b>низкий</b>	<b>средний</b>	<b>низкий</b>

## Сравнение с конкурентами

МСФО, млн руб., накопленным итогом на 1.07.2010	Еврохим	Алроса	МТС	Акрон
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>98 135</b>	<b>168 926</b>	<b>339 601</b>	<b>65 196</b>
Основные средства	68 945	165 774	228 107	44 663
Долгосрочные финансовые вложения	27 681	1 713	35 209	18 085
<b>Оборотные активы</b>	<b>26 283</b>	<b>63 415</b>	<b>146 940</b>	<b>17 294</b>
Запасы	8 433	33 069	7 948	6 840
Дебиторская задолженность	3 650	17 148	22 002	7 348
Денежные средства	7 015	13 107	77 304	2 894
Краткосрочные финансовые вложения	-	-	14 427	38
<b>Итого активы</b>	<b>124 418</b>	<b>232 341</b>	<b>486 541</b>	<b>82 490</b>
<b>Акционерный капитал и резервы</b>	<b>73 013</b>	<b>86 581</b>	<b>129 790</b>	<b>41 634</b>
Уставный капитал	6 800	12 473	1 606	3 125
Нераспределенная прибыль	65 719	63 719	153 237	22 822
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>28 582</b>	<b>80 328</b>	<b>201 255</b>	<b>24 019</b>
Долгосрочные кредиты и займы	26 196	73 459	176 293	19 693
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>22 823</b>	<b>65 432</b>	<b>155 496</b>	<b>16 837</b>
Краткосрочные займы и кредиты	15 883	48 276	54 572	10 430
Кредиторская задолженность	6 120	13 364	16 490	6 158
<b>Итого пассивы</b>	<b>124 418</b>	<b>232 341</b>	<b>486 541</b>	<b>82 490</b>
МСФО, млн руб., накопленным итогом на 1.07.2010	Еврохим	Алроса	МТС	Акрон
<b>Выручка</b>	<b>82 494</b>	<b>124 798</b>	<b>323 557</b>	<b>40 518</b>
Себестоимость	(44 412)	(73 639)	(138 021)	(25 661)
<b>Операционная прибыль (ЕБИТ)</b>	<b>15 604</b>	<b>29 410</b>	<b>89 729</b>	<b>6 210</b>
Амортизация	(6 092)	(9 684)	(58 238)	(1 382)
<b>ЕБИТДА</b>	<b>21 696</b>	<b>39 094</b>	<b>147 967</b>	<b>7 593</b>
<b>Норма ЕБИТ, %</b>	<b>18,92</b>	<b>23,57</b>	<b>27,73</b>	<b>15,33</b>
<b>Норма ЕБИТДА, %</b>	<b>26,30</b>	<b>31,33</b>	<b>45,73</b>	<b>18,74</b>
Чистые финансовые доходы	(1 532)	(17 469)	(21 258)	(343)
<b>Прибыль до налогообложения (ЕВТ)</b>	<b>15 865</b>	<b>19 835</b>	<b>54 709</b>	<b>14 830</b>
<b>Норма ЕВТ, %</b>	<b>19,23</b>	<b>15,89</b>	<b>16,91</b>	<b>36,60</b>
<b>Чистая прибыль</b>	<b>12 379</b>	<b>15 830</b>	<b>37 581</b>	<b>13 336</b>
<b>Норма чистой прибыли</b>	<b>15,01</b>	<b>12,68</b>	<b>11,62</b>	<b>32,91</b>

**ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ**

	Еврохим	Алроса	МТС	Акрон
<b>I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:</b>				
Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)	1,60	0,86	0,91	0,99
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	1,96	1,03	1,40	1,35
Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)	1,94	3,11	1,56	3,97
ЕБИТДА/Проценты к уплате	11,86	1,76	5,98	14,17
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности (LTM)	0,78	0,33	0,69	1,28
<b>II Коэффициенты рентабельности:</b>				
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	10%	7%	8%	16%
Рентабельность продаж	19%	24%	28%	15%
Рентабельность по чистой прибыли	15%	13%	12%	33%
<b>III Коэффициенты структуры капитала:</b>				
Доля собственного капитала в балансе	0,58	0,37	0,20	0,45
Доля краткосрочно задолженности в балансе	0,18	0,28	0,32	0,20
Коэффициент обеспеченности оборотных средств СК	0,13	-0,08	-0,06	0,02
Доля внеоборотных средств в структуре баланса	0,79	0,74	0,70	0,79
<b>IV Коэффициенты ликвидности:</b>				
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,31	0,20	0,59	0,17
Коэффициент текущей ликвидности	1,15	0,93	0,94	1,02
Коэффициент покрытия обязательств оборотными средствами	0,51	0,42	0,41	0,42
<b>V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):</b>				
Оборачиваемость активов	0,66	0,54	0,67	0,49
Оборачиваемость оборотных средств	3,14	1,97	2,20	2,34

**РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ**

	Еврохим	Алроса	МТС	Акрон
<b>I Соотношение притока ден.средств и долга</b>				
Отношение выручки к финансовому долгу	2,05	3,10	1,94	2,96
Долг/ЕБИТДА	1,53	2,93	2,09	2,18
ЕБИТДА/проценты к уплате	2,92	4,13	2,44	4,49
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,94	1,66	1,01	0,93
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,98	1,17	0,99	0,94
<b>II Рентабельность бизнеса*</b>				
Рентабельность активов по прибыли от продаж	2,99	3,42	3,28	2,72
Рентабельность продаж	3,65	3,24	3,84	2,49
Рентабельность по чистой прибыли	3,39	3,33	2,75	3,75
Рентабельность по чистой прибыли	1,89	3,69	3,81	1,16
<b>III Структура капитала</b>				
Доля собственного капитала в балансе	2,19	3,46	3,67	3,14
Доля краткосрочно задолженности в балансе	2,57	3,64	4,19	3,27
Доля краткосрочно задолженности в балансе	1,78	2,03	2,16	1,83
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом	2,24	4,75	4,71	4,35
<b>IV Ликвидность</b>				
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	3,35	3,85	3,13	3,89
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	2,42	3,51	1,36	3,74
Коэффициент текущей ликвидности	3,59	3,88	3,86	3,76
Коэффициент покрытия суммарного долга	4,04	4,16	4,17	4,16
<b>V Экспертная оценка (1-5):</b>				
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	2,33	1,33	2,00	3,67
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	2,00	2,00	2,00	4,00
Статус компании	3,00	1,00	3,00	4,00
Размер компании	2,00	1,00	1,00	3,00
<b>ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ</b>				
	2,49	2,96	2,67	3,16
<b>Уровень кредитного риска</b>	<i>низкий</i>	<i>средний</i>	<i>средний</i>	<i>средний</i>
<b>Международный рейтинг (M/S&amp;P/F)</b>	-BB/BB	Ba3/BB-/BB-	Ba2/BB/BB+	B 1/B +/-

\* сравнение проводилось со среднеотраслевыми показателями мировых лидеров

## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

**Управление по работе с долговыми обязательствами****bills@veles-capital.ru**

**Оксана Теличко**  
Начальник управления  
OSolonchenko@veles-capital.ru

**Евгений Шиленков**  
Зам. начальника управления  
EShilenkov@veles-capital.ru

**Оксана Степанова**  
Зам. начальника управления  
OStepanova@veles-capital.ru

**Михаил Мамонов**  
Начальник отдела по работе с  
векселями  
MMamonov@veles-capital.ru

**Ольга Боголюбова**  
Специалист  
OBogolubova@veles-capital.ru

**Юлия Шабалина**  
Специалист  
YShabalina@veles-capital.ru

**Олег Медведев**  
Начальник отдела по работе с  
облигациями  
OMedvedev@veles-capital.ru

**Александр Аникин**  
Главный специалист  
AAnikin@veles-capital.ru

**Управление анализа долговых рынков****bonds@veles-capital.ru**

**Иван Манаенко**  
Начальник управления,  
макрэкономист  
IManaenko@veles-capital.ru

**Анна Соболева**  
Долговые рынки  
ASoboleva@veles-capital.ru

**Юрий Кравченко**  
Банковский сектор  
YKravchenko@veles-capital.ru

**Иван Лубков**  
Программист  
ILubkov@veles-capital.ru

**Управление по анализу рынка акций****research@veles-capital.ru**

**Илья Федотов**  
Начальник управления,  
телекоммуникации  
IFedotov@veles-capital.ru

**Айрат Халиков**  
Металлургия  
AKhalikov@veles-capital.ru

**Алексей Мартьянов**  
Электроэнергетика  
AMartyanov@veles-capital.ru

**Доверительное управление****am@veles-capital.ru**

**Бейшен Исаев**  
Начальник Управления  
BIsaev@veles-capital.ru

**Станислав Бродский**  
Инвестиционные продукты  
SBrodsky@veles-capital.ru

**Вадим Лабед**  
Работа с инвесторами  
VLabed@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,  
7 подъезд, 18 этаж  
Телефон: 7 (495) 258 1988  
Факс: 7 (495) 258 1989  
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 04070, ул. Набережно-Крещатицкая,  
д. 37/55  
Телефон: 38 (044) 459 0250  
Факс: 38 (044) 459 0251