

Ежедневный обзор долговых рынков от 29 марта 2011 г.

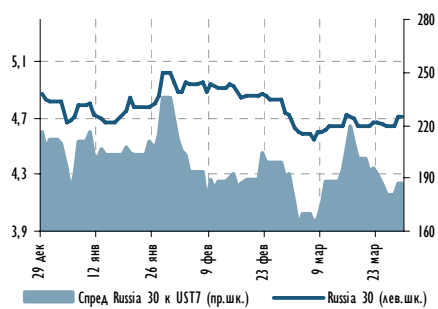


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1.409	▼ 0.0%		5.3%
USD/RUB	28.33	▲ 0.0%		-7.2%
Корзина валют/RUB	33.55	▲ 0.0%		-4.6%
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	537.0	▼ -163.1		-351.3
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	693.6	▼ -67.3		124.0
MOSPRIME o/n	3.2	■ 0.0		1.4
3M-MOSPRIME	4.0	■ 0.0		-0.1
3M-LIBOR	0.31	▼ 0.0		0.0
Долговой рынок				
UST-2	0.75	▲ 0.0		0.2
UST-10	3.43	▼ 0.0		0.1
Russia 30	4.71	▲ 0.1		-0.1
Russia 5Y CDS	128	▼ -0.7		-17.8
EMBI+	260	■ 0		12
EMBI+ Russia	170	▲ 2		-29
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	110.77	▼ -1.1%		20.3%
Золото, долл./унц.	1420.4	▼ -0.7%		0.0%
Фондовый рынок				
PTC	2,045	▲ 0.2%		15.5%
Dow Jones	12,198	▼ -0.2%		5.4%
Nikkei	9,478	▼ 0.0%		-7.3%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

► **Рынок российских еврооблигаций.** Вчера в «Тридцатке» наблюдалась некоторая волатильность из-за очередной амортизации в конце марта; тем не менее по итогам дня котировки изменились незначительно, оставшись в районе 116,4375%.

► Складывается впечатление, что рост в корпоративных и банковских евробондах начал постепенно выдыхаться, хотя общий настрой все еще остается оптимистичным, и котировки подросли в пределах 1/8-1/4 п. п.

► Мы рекомендуем покупать длинные бонды Вымпелкома, которые сильно отстали от рынка и теперь торгуются с премией к долгам металлургических компаний.

► **Рублевый долговой рынок** в понедельник стагнировал, а курс рубля сохранял стабильность в районе 33,58 RUB/Bkt. Инвесторы пытались осмыслить обширное интервью зампреда ЦБ Сергея Швецова (подробнее см. Темы российского рынка).

► Особого потенциала для роста котировок рублевых облигаций не видно, но после пятничного решения ЦБ по ставкам немедленных угроз для рынка также нет. Кроме того, глобальные инвесторы начинают больше интересоваться рублевым долгом, делая ставку на укрепление рубля (см. Темы глобального рынка). Так что в целом наше отношение к рублевым облигациям пока что довольно позитивное.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- По-прежнему сильный аппетит к риску
- Американская статистика остается сильной, инфляция – умеренной
- Пересмотр отношения глобальных инвесторов к России продолжается

ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Интервью Сергея Швецова: штрихи к портрету ЦБ; рубль стал менее свободным в марте

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Промсвязьбанк (–/Ba2/BV–): нейтральные итоги 2010 г. по МСФО
- Мосэнерго (BV–/–/–) отчиталось за 2010 г. по МСФО и поделилось прогнозами на 2011 г.
- Черкизово (–/B2/–): нейтральные результаты 2010 года по US GAAP
- Мечел (–/B1/–) ведет переговоры о покупке Распадской, оценивая ее с дисконтом – нейтрально на данном этапе

НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

Рейтинг ТКС Банка (–/B3/B) от агентства Fitch повышен на 1 ступень до уровня «В/стабильный»



ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

По-прежнему сильный аппетит к риску

Никакие плохие новости – ни из Европы, ни из Африки, ни из Японии – пока не могут остановить «быков». Аппетит к риску на глобальных рынках в начале новой недели остался сильным, в результате ключевые фондовые индексы за прошедшие сутки показали разнонаправленные изменения, а сегодня с утра Азия и фьючерсы снова торговались в зеленой зоне. Также сохраняют стабильность цены на нефть (Brent в районе 114,5 долл. за барр.) и курс европейской валюты.

С учетом того, сколько негатива рынки игнорируют сейчас, мы затрудняемся сказать, что должно произойти, чтобы рынки вдруг развернулись вниз.

Американская статистика остается сильной, инфляция – умеренной

Данные по доходам и расходам потребителей США за февраль (+0,3%; +0,7% м/м) оказались довольно сильными и продемонстрировали, что экономическое восстановление продолжается. Тем не менее инфляционное давление остается умеренным. Базовый индекс PCE к соответствующему периоду прошлого года вырос всего лишь на 0,9%, что все еще существенно ниже уровней, на которых инфляцию хотела бы видеть ФРС.

Кривая доходности Treasuries вчера приняла более плоский вид за счет одновременного роста доходности UST2 и снижения доходности UST10 (с 3,46% до 3,43%). В центре внимания первичные размещения (вчера – UST2, далее на этой неделе – UST5 и UST7).

Пересмотр отношения глобальных инвесторов к России продолжается

Все-таки как сильно поменялось отношение инвесторов к России, после того как цены на нефть закрепились выше отметки 100 долл. за баррель!

Еще осенью прошлого года и рубль, и российские евробонды были аутсайдерами EM, сейчас же все больше фондов и инвестиционных домов рекомендуют вкладываться в Россию. Напомним: совсем недавно российские бонды попали в число фаворитов PIMCO, о привлекательности России высказывался Джим О'Нейл из Goldman Sachs (цитирует Bloomberg). Кроме того, сегодня Bloomberg передает, что крупнейший управляющий фондами Южной Кореи Mirae Asset Global Investments Co. покупает рублевые облигации, делая ставку на высокие цены на нефть и укрепление курса рубля.

В последнее время рост интереса инвесторов к российским активам ощущается на всех рынках и в особенности на рынке евробондов. В рублевых облигациях он заметен в меньшей степени.

Мы полагаем, что этот интерес будет сохраняться еще некоторое время, способствуя дальнейшему сужению кредитных спредов и предоставляя российским евробондам некоторую степень иммунитета на случай возобновления роста доходности Treasuries.

Павел Пикулев
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)



Интервью Сергея Швецова: штрихи к портрету ЦБ; рубль стал менее свободным в марте

Вчера агентство Reuters опубликовало развернутое интервью с зампредом ЦБ Сергеем Швецовым по широкому кругу проблем, включая курс рубля, механизм интервенций, процентные ставки, инфляцию, ликвидность и т.д. Не будем даже пытаться пересказывать все прозвучавшее, заинтересованные лица могут ознакомиться с интервью в первоисточнике. Озвучим лишь самые интересные моменты и те выводы, к которым мы пришли, прочитав интервью.

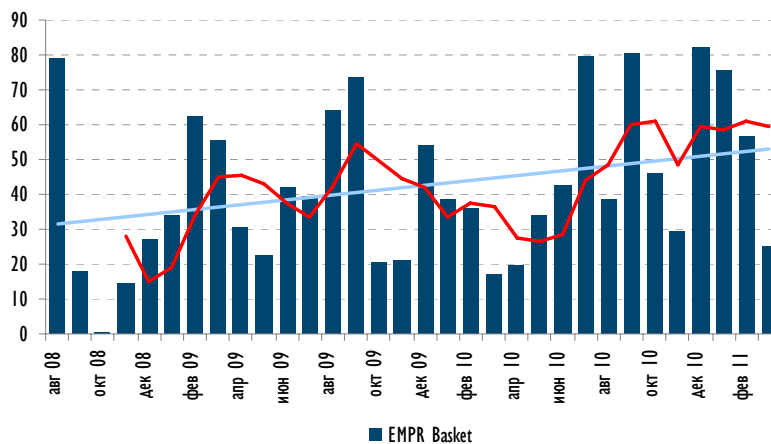
- ▶ Наше мнение о том, что кумулятивные нецелевые интервенции и границы коридора колебаний бивалютной корзины играют второстепенную роль для курсообразования рубля, укрепилось. Как мы и предполагали ранее, ключевую роль играют целевые интервенции, объем которых ЦБ определяет ежемесячно на основании какого-то сложного алгоритма, который не может быть ни увязан в единую формулу, ни опубликован, так как напоминает скорее некую систему экспертных оценок, чем жесткое правило.
- ▶ Мы по-прежнему считаем, что подобное положение дел не позволяет прогнозировать объемы интервенций ЦБ на основании того, где сейчас торгуется рубль. Все эти картинки, где 5-рублевый коридор колебаний корзины расчерчен на мелкие «коридорчики» с указанием объема интервенций, изначально лишены всякого смысла. Что действительно имеет смысл, так это попытки понять алгоритм установления объема целевых интервенций, который, насколько мы поняли, еще несколько месяцев назад определялся постфактум, но с недавних пор стал устанавливаться раз в месяц заранее.
- ▶ Существующий механизм работы ЦБ на валютном рынке позволяет ему сохранить любую желаемую степень контроля над валютным курсом. Степень гибкости курса рубля можно установить только постфактум, когда становится известен объем валютных интервенций.
- ▶ Интересную информацию дает и высказывание Швецова о том, что в марте ЦБ уже купил валюты на 4,6 млрд. долл. Эта цифра хорошо увязывается с его заявлением о переходе ЦБ к ежемесячному определению объема целевых интервенций. На наш взгляд, спекулятивный спрос на рубль в марте упал в связи с событиями на глобальном рынке, которые ЦБ не мог предвидеть; тем не менее общий объем интервенций в марте остался близок к февральским уровням. Следовательно, большая часть этих интервенций были целевыми и их объем, вероятно, был установлен заранее.
- ▶ Сочетание меньшего давления на рубль со стороны продавцов валюты и значительных объемов интервенций ЦБ в марте привело к тому, что ЦБ в этом месяце гораздо крепче контролировал валютный курс, чем в феврале. Этим объясняется стабилизация рубля к корзине, несмотря на повсеместные ожидания его роста.
- ▶ В марте гибкость курсообразования рубля упала по сравнению с ситуацией в феврале. Предварительные расчеты (на основании информации С. Швецова об объеме валютных интервенций) показывают, что наш индекс свободы рубля EMPR Basket в марте упал с 56 до 25 пунктов, достигнув 11-месячного минимума (100 – пунктов абсолютная свобода рубля; 0 – жесткая привязка к корзине). Таким образом, даже с помощью очередного расширения коридора колебаний бивалютной корзины (с 1 марта) ЦБ не удалось переломить трехмесячную тенденцию падения гибкости курсообразования рубля, спровоцированную ростом цен на нефть. В этой связи пятничное решение ЦБ оставить процентные ставки неизменными, чтобы не пришлось еще больше покупать валюты, выглядит логичным.
- ▶ Сергей Швецов подтвердил наше подозрение, что отток капитала устраивает ЦБ, снижая дисбаланс на валютном рынке и уменьшая необходимость вмешиваться в ход торгов. С учетом того, где находятся процентные ставки, отток капитала даже можно считать элементом направленной денежно-кредитной политики.



- ▶ ЦБ не видит дефицита ликвидности на горизонте ближайших нескольких месяцев. Аналогичную точку зрения мы высказали в нашем вчерашнем ежедневном обзоре.
- ▶ ЦБ не устанавливает траекторию движения ставок заранее, а принимает каждый раз отдельное решение. В этой связи любые долгосрочные прогнозы по его ставкам лишены смысла. Смысл имеют попытки понять логику реакций Банка России на происходящие изменения.

Как нам кажется, интервью С. Швецова подтверждает наш вывод о том, что в ближайшие месяцы со стороны ЦБ и уровня ликвидности рублевому долговому рынку ничто не угрожает.

Индекс гибкости курса рубля EMPR Basket



Источник: Газпромбанк

Павел Пикuleв
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)



КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Промсвязьбанк
S&P/Moody's/Fitch –/Ba2/BB-

Промсвязьбанк: нейтральные итоги 2010 года по МСФО

Новость: Вчера Промсвязьбанк опубликовал консолидированные финансовые результаты деятельности за 2010 год по международным стандартам, а также провел телеконференцию для аналитиков и инвесторов.

Основные финансовые показатели банка демонстрируют явные признаки восстановления: в частности, доля NPL в портфеле продолжила снижаться (до 10,9% на конец 2010 г.), а чистая процентная маржа в 4К10 выросла до хороших по меркам прошлого года 5,7% (для сравнения: за 9М10 было 4,3%). В то же время нам хотелось бы увидеть как минимум стабильность достигнутых в 4К10 уровней маржи и улучшение качества управления кредитными рисками (особенно в розничном сегменте), прежде чем сделать вывод о полноценном восстановлении бизнес-модели банка.

Наиболее ликвидный выпуск рублевых облигаций банка – недавно размещенный Промсвязьбанк БО-03 (УТМ 8,24% @ февраль 2014 г.) – торгуется с премией около 30 б. п. к бумагам Альфа-Банк 01 (УТР 7,95% @ февраль 2014 г.), что в условиях узости спредов внутреннего долгового рынка представляется нам более-менее закономерным. Наше отношение к еврооблигациям банка на текущих уровнях доходности также нейтрально.

Комментарий: Мы считаем необходимым обратить внимание инвесторов на следующие моменты отчетности:

- ▶ **Резкий рост чистой процентной маржи** ПСБ в 4К10 до отметки в 5,7% (+1,8 п. п. кв/кв) был достигнут за счет как продолжившегося снижения стоимости фондирования организации, так и за счет экспансии в относительно более высокомаржинальные сегменты кредитного рынка (в частности, факторинга и МСБ). В то же время в 2П10, по нашим подсчетам, стоимость клиентских средств – основной статьи фондирования ПСБ – опустилась уже до 5,1% годовых, что оставляет не такой большой потенциал для дальнейшей экономии на процентных расходах. По всей видимости, в ближайшем будущем поддержание маржи банка может достигаться главным образом за счет продвижения в более рискованные сегменты (в частности, МСБ и розница).
- ▶ **Снижение доли NPL** – с 13,1% на конец 2009 г. до 10,9% на конец 2010 г. – во многом стало следствием списаний и продаж кредитов в течение года (общим объемом 11,8 млрд руб., или 3,7% от среднегодовой величины портфеля). Стоит заметить, что при этом объем NPL за 2010 г. сократился на существенно более скромные 2,1 млрд руб., что, по всей видимости, указывает на сохраняющиеся проблемы с обслуживанием выданных банком кредитов. Добавим, что продажа кредитов принесла ПСБ в 2010 г. 1,2 млрд руб. прибыли, или почти половину от общей величины годовой чистой прибыли (2,5 млрд руб.).
- ▶ **Увеличение капитала банка 1-го уровня** в объеме 4,0 млрд руб., запланированное первоначально на 1П11, по всей видимости, будет отложено (согласно вчерашним заявлениям руководства) до 3К11 в связи с поддержанием показателя совокупной достаточности капитала за счет генерируемой чистой прибыли (TCAR на конец 2010 г. – 14,4% против 14,3% годом ранее).
- ▶ Учитывая тот факт, что существующие ковенанты определяют минимально допустимый показатель TCAR банка на уровне 12,0%, а российский норматив достаточности капитала Н1 уже несколько месяцев близок к минимально разрешенному ЦБ уровню (11,35% на 1 марта 2011 г.), мы приветствовали бы более скорое вливание в капитал банка. В частности, оно позволило бы нивелировать вероятный сдерживающий эффект, который невысокий уровень показателя может оказывать на перспективы кредитной экспансии.



Финансовые результаты Промсвязьбанка по МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	2010	г/г
Чистые процентные доходы	12,1	22,0	25,7	20,6	-19,9%
Чистые комиссионные доходы	2,4	4,7	5,6	6,0	7,7%
Операционные расходы	(8,0)	(12,4)	(13,1)	(14,9)	13,7%
Резервы под обесценение кредитов	(2,6)	(13,2)	(20,8)	(10,3)	-50,4%
Чистая прибыль (убыток)	3,7	1,6	(0,6)	2,5	-495,8%
Денежные средства и эквиваленты	38,1	105,7	108,3	45,2	-58,3%
Ценные бумаги	25,9	23,4	49,0	52,2	6,5%
Чистый кредитный портфель	208,4	300,4	266,4	310,9	16,7%
Средства кредитных организаций (вкл. ЦБ)	50,7	111,3	64,8	59,7	-7,9%
Средства клиентов	141,0	229,6	289,5	297,0	2,6%
Долговые ценные бумаги	37,7	39,4	43,7	32,1	-26,4%
Субординированный долг	9,6	12,6	17,7	21,8	22,9%
Собственный капитал	27,7	40,0	38,2	44,8	17,2%
Всего активов	293,2	461,8	471,2	475,1	0,8%
Ключевые коэффициенты					
Рентабельность капитала (ROAE)	—	4,6%	-1,6%	5,9%	—
Рентабельность активов (ROAA)	—	0,4%	-0,1%	0,5%	—
Стоимость риска	—	12,4%	6,7%	3,2%	—
Чистая процентная маржа (NIM)	—	6,5%	6,5%	4,7%	—
Расходы/Доходы	51,3%	43,8%	38,6%	52,6%	—
Чистые кредиты/Депозиты	147,8%	130,8%	92,0%	104,7%	—
Доля 10 крупнейших вкладчиков, %	21,6%	38,3%	31,9%	28,1%	—
NPL/Кредиты, %	0,7%	2,8%	13,1%	10,9%	—
Резервы/Кредиты, %	2,4%	5,8%	12,7%	10,8%	—
Крупные кредитные риски/Капитал I-го уровня, %	95,9%	131,5%	137,7%	130,6%	—
Совокупная достаточность капитала (TCAR), %	13,5%	13,1%	14,3%	14,4%	—
Достаточность капитала I-го уровня (Tier I), %	9,4%	9,7%	9,9%	10,0%	—
Денежные средства/Активы, %	13,0%	22,9%	23,0%	9,5%	—

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)Мосэнерго
S&P/Moody's/Fitch BB-/B-

Мосэнерго отчиталось за 2010 г. по МСФО и поделилось прогнозами на 2011 г.

Новость: Компания «Мосэнерго» опубликовала отчетность за 2010 г. по МСФО. Выручка увеличилась на 29,0% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила 145,3 млрд руб. Рост выручки, в частности, обусловлен увеличением тарифа на тепло, ростом цен на рынке на сутки вперед, а также увеличением объема реализации электроэнергии и мощности на свободном рынке в целом.

Наибольшую долю (54,3%) в общем объеме выручки составила выручка от реализации электроэнергии и мощности – 78,9 млрд руб. (+28,1%), выручка от продажи тепла – 62,3 млрд руб. (+31,2%).

Показатель EBITDA за 12 месяцев 2010 года продемонстрировал рост на 26,6% – до 20,1 млрд руб. (+41,2%). Операционный денежный поток составил рекордные 22,4 млрд руб. (+86,2%), свободный денежный поток – 14,0 млрд руб. против отрицательного 1,9 млрд руб. годом ранее.

Величина совокупного долга (с учетом резервов и пр.) снизилась на 11,1% и составила 17,3 млрд руб. на конец декабря 2010 г., величина чистого долга была отрицательной и составила 11 млрд руб.

В 2011 году Мосэнерго ожидает умеренный рост выручки – на 8% до 157 млрд руб. и более существенный по EBITDA – на 14% до 23 млрд руб. Это превышает прогнозы, озвученные в декабре 2010 г.

Комментарий: Отметим, что результаты компании оказались выше ожиданий рынка и собственных ее прогнозов (см. комментарий от 22 декабря 2010 г.) в связи с более благоприятной конъюнктурой рынка электроэнергии, чем ожидалось. Так, в 4К10 компания показала рост выработки на 10,9% к уровню 4К09, тогда как за первые три квартала темпы прироста составили только 2,9% к уровню годичной давности. По данным компании, в 2010 г. в среднем цены на электроэнергию выросли на 34%, тарифы на тепло поднялись на 23%.

Ставки на новую мощность поднялись на 38%, а доля от продажи новой мощности в структуре доходов от продажи всей мощности Мосэнерго выросла с 26% до 35%. Мосэнерго наиболее активно проводит в жизнь программу строительства новых мощностей в рамках ДПМ, которые гарантируют возврат капиталовложений. В частности, в конце декабря был запущен один из самых современных энергоблоков на ТЭЦ-26 – ПГУ мощностью 420 МВт. Мы ожидаем, что это позитивно скажется на динамике рентабельности компании.

Переменные расходы Мосэнерго выросли на 36% по сравнению с показателем 4К09, что в значительной мере обусловлено резким удорожанием топлива (вкпе с ростом его потребления в связи с увеличением выработки) и ростом расходов на транспорт тепла. При этом постоянные расходы выросли всего на 9%, в т.ч. по оплате труда – на 3%. Таким образом, Мосэнерго показала неплохой контроль над затратами в той части, которая зависит от компании.

Компании удалось заметно снизить долговую нагрузку благодаря как сильному операционному денежному потоку, так и аккумулярованию денежного потока в результате погашения займа компанией «Газэнергопром-Инвест» (12,6 млрд руб.). В результате на конец 2010 г. компания характеризовалась отрицательным чистым долгом. Соотношение «Долг/ЕБИТДА» составило 0,86х. Мы не исключаем положительных рейтинговых действий со стороны S&P.

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

	2007	2008	2009	2010	г/г
Выручка	78 324	94 819	112 636	145 298	29,0%
ЕБИТДА	7 036	11 783	14 234	20 092	41,2%
Рентабельность ЕБИТДА, %	9,0%	12,4%	12,6%	13,8%	+1,2 п.п.
Операционный денежный поток	1 961	5 022	12 054	22 445	86,2%
Капитальные вложения	31 517	27 720	13 994	8 417	-39,9%
Свободный денежный поток	-29 556	-22 698	-1 940	14 028	–
Всего активов	171 938	248 839	250 432	255 701	2,1%
Собственный капитал	125 417	185 870	185 708	193 769	4,3%
Совокупный долг, в том числе	19 899	23 437	19 502	17 344	-11,1%
доля краткосрочного долга, %	92,9%	54,4%	12,6%	29,8%	136,0%
Денежные средства и эквиваленты	11 161	3 315	2 267	28 334	1149,8%
Показатели долговой нагрузки					
Долг/Собственный капитал, х	0,16	0,13	0,11	0,09	–
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	33,2	9,1	13,0	141,5	–
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,24	1,71	1,21	Отр.	–

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

В целом финансовая отчетность компании нейтральна для сравнительно коротких выпусков рублевых облигаций, которые котируются с минимальными спредами к кривой доходности Газпрома (20–30 б. п.)

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 495 980 43 10
Дмитрий Котляров
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru
+7 495 913 7826

Черкизово: нейтральные результаты 2010 года по US GAAP

Черкизово
S&P/Moody's/Fitch –/B2/–

Новость: Вчера группа компаний «Черкизово» опубликовала консолидированные финансовые результаты деятельности в 2010 году по международным стандартам и провела конференц-звонок для инвесторов. Выпущенные ранее результаты группы за 2009 год были пересмотрены с учетом показателей консолидированных в 2010 году компаний.

Комментарий: В общем и целом представленные группой «Черкизово» данные выглядят для нас ожидаемыми. Уверенный прирост объемов выручки (+16,6% г/г до 1,2 млрд долл.) был продиктован как операционной экспансией (наиболее впечатляющий рост был продемонстрирован сегментом свиноводства), так и умеренно позитивной динамикой цен на конечную продукцию. В то же время давление на рентабельность компании по EBITDA в силу роста цен на сельскохозяйственное сырье было ограниченным: по нашим подсчетам, в 2010 году показатель составил 18,3% (по итогам 1Г10 было 18,8%).

В текущем году масштабы деятельности группы продолжают расширяться, прежде всего, за счет наращивания мощностей в птицеводстве и свиноводстве. При этом рост издержек на сельхозсырье по-прежнему будет оказывать давление на рентабельность Черкизово (менеджмент ожидает, что переложить данный рост на конечных потребителей удастся лишь частично).

Финансирование инвестиций в 2010 году (170,6 млн долл.) происходило главным образом за счет генерируемых группой операционных денежных потоков, вследствие чего ее долговая нагрузка осталась примерно на уровнях конца 2009 года – 2,7х для соотношения «Чистый долг/EBITDA» (годом ранее было 2,8х, согласно пересмотренным данным). Учитывая желание компании произвести в 2011 году инвестиции в объеме до 250 млн долл., инвесторам вряд ли стоит ожидать снижения долговой нагрузки с нынешних уровней. Напомним, что внутреннее ограничение Черкизово составляет 3,0х для соотношения «Чистый долг/EBITDA».

Основные финансовые показатели Группы «Черкизово» по US GAAP, млн долл.

	2008	2009, первоначал.	2009, пересмотр.*	2010	г/г
Выручка	1 166,4	1 022,5	1 019,2	1 188,2	16,6%
Валовая прибыль	279,4	281,3	281,6	323,9	15,0%
Валовая рентабельность, %	24,0%	27,5%	27,6%	27,3%	-0,3 п. п.
EBITDA	151,1	180,3	181,0	217,5	20,2%
Рентабельность по EBITDA, %	13,0%	17,6%	17,8%	18,3%	+0,5 п. п.
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	81,1	124,3	123,6	148,7	20,4%
Денежные средства в операционной деятельности	128,2	176,2	182,0	166,4	-8,6%
Приобретение внеоборотных активов	(165,2)	(130,3)	(162,4)	(170,6)	5,1%
Свободный денежный поток	(37,0)	45,9	19,6	(4,3)	-121,8%
Всего активов	1 132,6	1 170,1	1 239,0	1 471,4	18,8%
Собственный капитал	425,1	545,4	537,6	670,2	24,6%
Совокупный долг, в том числе	562,0	484,1	557,3	648,4	16,3%
доля краткосрочного долга, %	42,1%	22,4%	19,6%	28,1%	+8,5 п. п.
Денежные средства и эквиваленты	49,7	39,0	39,8	68,2	71,1%
Ключевые показатели					
EBITDA/Проценты, х	6,7	9,2	9,1	13,6	
EBITDA/Проценты (без учета субсидий), х	3,7	3,8	3,5	3,7	
Чистый долг/EBITDA, х	3,4	2,5	2,8	2,7	
Долг/Собственный капитал, х	1,3	0,9	1,0	1,0	
Чистый долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	отриц.	9,6	26,2	отриц.	

* данные отчетности за 2009 год были пересмотрены ретроспективно с учетом результатов приобретенных в течение 2010 года активов
Источник: компания, расчеты Газпромбанка



Согласно отчетности Черкизово, в ноябре 2010 года из 3,0 млрд руб. номинального объема эмиссии облигаций **Черкизово БО-03** в рынок были размещены лишь 1,5 млрд руб. (остальные бумаги были выкуплены одной из компаний группы). Насколько мы понимаем, данный факт может отчасти объяснять не слишком высокую ликвидность бумаги на вторичном рынке. На текущих уровнях доходности УТМ 8,3% @ ноябрь 2013 г. мы не видим особого потенциала у облигаций **Черкизово БО-03**.

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

Мечел
S&P/Moody's/Fitch –/B1/–

Мечел ведет переговоры о покупке Распадской, оценивая ее с дисконтом – нейтрально на данном этапе

Новость: По информации РИА Новости, ссылающегося на неназванные источники, Мечел ведет переговоры о покупке Распадской, однако процесс продвигается медленно из-за расхождений в цене. Трое источников в отрасли отмечают, что, хотя актив и хорош, цена за него завышена, исходя из текущего состояния Распадской. В том числе из-за этого акционеры и вынуждены продавать компанию, полагает один из собеседников агентства РИА Новости. По информации еще одного источника агентства, «...Переговоры идут тяжело. Распадская хочет оценку в 6 млрд дол., а Мечел не будет давать больше 1,8–2,3 млрд дол.». На данный момент рыночная капитализация Распадской составляет 5,4 млрд дол. Таким образом, стоимость 80%-ного пакета составляет 4,35 млрд дол., а премия к рыночной цене, которую запрашивают акционеры – порядка 40%.

По словам двух собеседников Коммерсанта, предложение по Распадской изучали НЛМК и ММК, но в итоге отказались от него. По информации источника РИА Новости, «заинтересованных компаний много, поэтому какую-то ясность стоит ожидать лишь через два–три месяца».

Комментарий: На наш взгляд, оценка Мечела, которую приводят СМИ, крайне низка и акционеры Распадской вряд ли согласятся продать пакет по такой цене. Если предположить, что по более высокой оценке сделка все-таки состоится, Мечелу, очевидно, придется увеличивать долг – недавно финансовый директор Мечела в интервью Reuters говорил о планах компании занять дополнительно 1 млрд дол. в 2011 г., однако эта цифра, как мы понимаем, не учитывала возможных крупных приобретений.

В целом на данном этапе новость скорее нейтральна для кредитного профиля Мечела, равно как и Евраза (владелец 40% акций Распадской), учитывая, что процесс продажи доли в компании сейчас, очевидно, находится на начальном этапе и далек от завершения. При этом более конкретные новости по поводу продажи пакета, на наш взгляд, были бы позитивны с точки зрения кредитного профиля Евраза.

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 495 988 24 92

Сергей Канин
Sergei.Kanin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 06



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
29.03.2011	Оферта Татфондбанк, 5	2 000
	Размещение БНП Париба Банк, 1	2 000
	Размещение ОТП Банк, 2	2 500
	Размещение Почта России, 1	7 000
	Депозитный аукцион Минфина на полгода Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	40 000
30.03.2011	Оферта Метрострой Инвест, 1	1 500
	Размещение Ютэйр-Финанс БО-4, БО-5	3 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	3 600
	Размещение ОФЗ-25075 и ОФЗ-26203 Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов	20 000
31.03.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
	Размещение ВЭБ, 9	15 000
01.04.2011	Закрытие книги АИЖК, 18 Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	7 000
04.04.2011	Оферта МБРР, 2	3 000
05.04.2011	Размещение АИЖК, 18	7 000
06.04.2011	Аукцион 7-летних ОФЗ	20 000
	Возврат ЦБР недельных ломбардных кредитов Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	5 500
	Оферта Банк Зенит БО-1	5 000
08.04.2011	Закрытие книги Иркутскэнерго БО-1 Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	3 000
12.04.2011	Размещение Иркутскэнерго БО-1	3 000
13.04.2011	Аукцион 3-летних ОФЗ	20 000
	Возврат ЦБР 3-месячных ломбардных кредитов	
15.04.2011	Погашение ОБР-17 Уплата страховых взносов в фонды	36 700
	Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	
	Погашение Московская область, 25006 Погашение Ярославская область, 34006	12 000 2 000
20.04.2011	Аукцион 5-летних ОФЗ Уплата 1/3 НДС за 1-й квартал 2011 г.	20 000
21.04.2011	Погашение ЕБРР, 2	5 000
	Погашение Связь-Банк, 1	2 000
22.04.2011	Оферта Объединенные кондитеры-Финанс, 2 Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР	3 000
	Оферта Газпром нефть, 4	10 000
25.04.2011	Оферта Мой Банк, 5	5 000
	Уплата акцизов, НДС	

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
29.03.2011	Vimpelcom: финансовые результаты по US GAAP	4K10
30.03.2011	НЛМК: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
31.03.2011	РУСАЛ: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
31.03.2011	Евраз: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
01.04.2011	ТМК: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
13.04.2011	Распадская: финансовые результаты по МСФО	2010 г.
27.04.2011	ТНК-ВР: финансовые результаты по US GAAP	1K11
29.04.2011	Газпром: финансовые результаты по МСФО	4K10 и 2010 г.
29.04.2011	Татнефть: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель	Башнефть: финансовые результаты по US GAAP	2010 г.
апрель	МТС: финансовые результаты по US GAAP	4K10 и 2010 г.
апрель	ММК: финансовые результаты по МСФО	4K10 и 2010 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

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

Редакторская группа

Татьяна Курносенко

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

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

Юлия Мельникова

+7 (495) 980 43 81

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+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 Дёмкин, CFA

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Павел Пикулев

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

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 Голодикина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Денис Войниконис

+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 Миронов

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 719 17 74

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 428 49 80

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин

директор

+7 (495) 988 24 48

Алексей Семенов

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

Трејдинг

Денис Филлипов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев

+7 (495) 913 78 57

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

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