

Долговые и денежные рынки
19 апреля 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Итоги аукциона по размещению двухлетних бумаг удивили рынок. Однако это был не единственный вчерашний сюрприз: статистика об ухудшении состояния кредитных портфелей банков Испании оказал противоположное влияние.

Российские еврооблигации

Для российских еврооблигаций торговая сессия среды, в целом, сложилась достаточно комфортно с небольшими «ремарками» на то, что для отдельных бумаг наличие торговой активности не оказало серьезного влияния на цены.

Рублевые облигации

В сегменте рублевого долга сохранялись неоднородные настроения. Результаты аукциона по размещению ОФЗ 26208 оказались предсказуемы и, в целом, достаточно слабыми. В части негосударственных бумаг инвесторы весьма консервативны на вторичных торгах, в то же время в части первичного предложения принимают активно продвигаемые эмитентами идеи размещаться ниже первоначально озвучиваемых ориентиров.

FX/Rates

Очередная волна снижения стоимости нефти вкупе с высокими коммерческими запасам «черного золота» в США не дали рублю шансов продемонстрировать укрепление позиций в полном объеме.

Наши ожидания

Сегодня, на наш взгляд, внимание инвесторов будет сконцентрировано на предстоящих аукционах госбумаг Испании с датой погашения в 2014 и 2022 годах и Франции, итоги которых могут в большей степени повлиять ход торгов на международных площадках.

Не смотря на то, что цены на нефть демонстрируют снижение, мы полагаем, что у рубля сегодня есть все шансы воспользоваться фактором ожидания дефицита ликвидности.

Главные новости

Акрон опубликовал сильные результаты по МСФО за 2011 год.

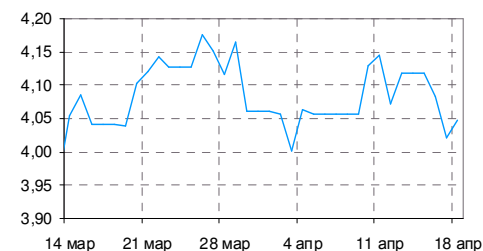
Полученная за 2011 год прибыль компании за прошедший год отмечена менеджментом, как «рекордно высокая за всю историю компании». При этом значительный вклад в ее формирование внесла продажа непрофильных активов. Среди «слабых моментов» отчетности отмечаем рост кредитного портфеля и планы наращивать инвестиционных расходы. Но пока конъюнктура товарных рынков позволяет сдерживать

Россия - основные индикаторы

| | значение | изм, б.п |
|--------------|----------|----------|
| Russia-30 | 4,05 | 2 |
| CDS России | 196 | -7 |
| MOSPRIME o/n | 5,54 | -28 |
| NDF 3M | 5,72 | 1 |

| | значение | изм |
|-----------------------------------|----------|------|
| Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб. | 802,8 | 56 |
| Остатки на депозитах, млрд руб. | 90,5 | -6 |
| Доллар / рубль (ЦБ), руб | 29,53 | 0,02 |
| Корзина (ЦБ), руб | 33,67 | 0,03 |

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

| | значение | изм, б.п |
|-------------------|----------|----------|
| LIBOR 3M | 0,47 | 0,0 |
| ERIBOR 3M | 0,74 | -0,5 |
| EUR/USD | 1,31 | |
| UST-10 | 1,98 | -2 |
| Германия-10 | 1,72 | -3 |
| EFSF-10 | 2,84 | 0 |
| Италия - 10 | 5,47 | 0 |
| Испания - 10 | 5,79 | -7 |
| Португалия-10 | 12,14 | -2 |
| CDS 5Y Ирландия | 580 | -1 |
| CDS 5Y Португалия | 1114 | 13 |
| CDS 5Y Италия | 441 | 9 |
| CDS 5Y Испания | 495 | 5 |

Индикаторы отношения к риску

| | значение | изм |
|---------------------|----------|-----|
| iTRAXX Crossover 5Y | 674,6 | 19 |
| iTRAXX CEEMEA 5Y | 290,0 | 4 |
| iTRAXX SOVX WE 5Y | 278,5 | 0 |

Рублевые облигации

| | доходность | изм, б.п |
|----------------|------------|----------|
| ОФЗ 25075 | 7,06 | 1 |
| ОФЗ 26205 | 7,94 | -2 |
| ОФЗ 26207 | 8,24 | 1 |
| Газпром-11 | 7,34 | 8 |
| РЖД-10 | 7,34 | -7 |
| ФСК-6 | 7,48 | 2 |
| РусГидро-1 | 8,36 | 1 |
| МТС-04 | 7,98 | 0 |
| Вк-Инвест6 | 8,92 | -14 |
| Северсталь-БО1 | 7,64 | 2 |
| ВЭБ-09 | 8,81 | -14 |
| Альфа-Банк01 | 8,74 | 1 |

Российские еврооблигации

| | доходность | изм, б.п |
|---------------|------------|----------|
| Russia-18 RUB | 7,02 | 0 |
| Gazprom-37 | 6,24 | -1 |
| Sberbank-21 | 5,64 | -2 |
| AlfaBank-21 | 8,12 | -3 |
| Evraz-18 | 7,34 | -13 |
| Vimpel-22 | 8,08 | 3 |
| TNK-BP-18 | 4,71 | -9 |

давления кредитного плеча. Резонанса в облигациях компании на опубликованные не ждем.

Итоги Группы ОАО «Кокс» за 2011 год по МСФО – риски усиления долговой нагрузки увеличиваются.

Опубликованная отчетность отражает, что в целом, 2011 год добавил к кредитному профилю компании ряд негативных аспектов, среди которых высокая вероятность дальнейшего усиления долговой нагрузки является одним из ключевых. Еврооблигации оперативнее отыгрывают ухудшение финансовых характеристик – доходность растет с начала марта, рублевые бумаги все еще переоценены.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Итоги аукциона по размещению двухлетних бумаг удивили рынок. Однако это был не единственный вчерашний сюрприз: статистика об ухудшении состояния кредитных портфелей банков Испании оказал противоположное влияние.

Международные площадки вчера находились в ожидании итогов аукциона по размещению Германией двухлетних облигаций. Следует отметить, что в целом данный аукцион стал индикатором, отношения инвесторов к европейскому региону. Согласно представленным данным, доходность размещаемых бумаг снизилась до минимального значения 0,14%, при этом спрос сохранился по-прежнему высоким. На наш взгляд, подобная ситуация выглядит вполне логичной, на фоне того, что в Европе вновь начинает появляться признаки активной фазы долгового кризиса, в частности рост доходностей госбумаг Испании на прошлой неделе, инвесторы начинают предпочитать более надежные инструменты. Опубликованный отчет о росте доли «плохих» кредитов в портфелях испанских банков в феврале до 18 летнего максимума – 8,16%, также не лучшим образом отразился на отношении инвесторов. Вместе с тем, по итогам европейской сессии доходности десятилетних бумаг стран ЕС в целом продемонстрировали снижение: Германия – YTM 1,719% («-0,03»), Франция – YTM 3,005% («0,0»), Испания – YTM 5,792% («-0,067»), Италия – YTM 5,468% («0,0»).

Американские казначейские векселя так же вчера демонстрировали позитивную динамику. Так доходность UST 10, еще во вторник вплотную приближавшаяся к отметке 2%, вчера снизилась до 1,976%.

Вчера международные валютные площадки продемонстрировали высокую волатильность в рамках европейской сессии. Пара EUR/USD, накануне находившаяся выше уровня 1,31x, вновь снизилась ниже этой отметки. Одной из причин для формирования у инвесторов негативных настроений стали опасения связанные с предстоящим аукционом по размещению Германией государственных обязательств, являющегося индикатором отношения участников рынка у европейскому региону. Кроме того, слова Н. Саркози о том, что сильная национальная валюта вредит европейским экспортерам, и необходимо ввести регулирование валютного курса, также не лучшим образом повлияло на позиции евро. Вместе с тем, по итогам дня пара EUR/USD все же смогла вернуться к утренним значениям (1,3119x).

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

Для российских еврооблигаций торговая сессия среды, в целом, сложилась достаточно комфортно с небольшими «ремарками» на то, что для отдельных бумаг наличие торговой активности не оказало серьезного влияния на цены.

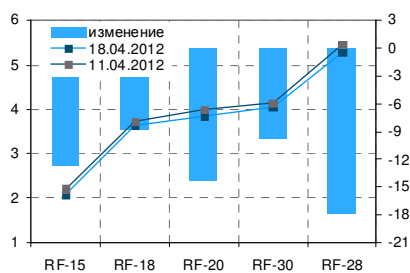
По итогам вчерашнего дня суверенный сегмент российских евробондов снова демонстрировал ощутимые положительные переоценки. Вместе с тем, удержать достигнутый рост к закрытию в большей степени удалось выпускам, которые появились на рынке в марте этого года. Так, по Russia-30 внутри дня наблюдались попытки «штурма» отметки в 120%, но локальным максимумом остались котировки на уровне 119,9375% (YTM 4,001%), а к закрытию цены закрепились в диапазоне, соответствующем закрытию вторника – 119,75% - 119,875%. В то же время по Russia-42 котировки до закрытия смогли удержать дневной апсайд на уровне 50 б.п. до 102,75% YTM 5,438%).

В негосударственных бондах эпицентром общего внимания были выпуски Евраз, причем не только новый Evraz-17, который уверенно набирал в

Кривая доходности гособлигаций США



Кривая доходности гособлигаций России



цене и к концу дня котировался на уровне 100,875%, YTM 7,189%), начав с проявившегося на grey market уровня 100,3125% YTM 7,324%). В более длинных Evraz-18 также продолжались положительные переоценки.

Объектом покупок вчера также были бумаги VEB-20, VEB-25, Rail-22, рост котировок достигал 0,375% - 0,5%. Продолжающиеся road show по банковским выпускам обеспечивают довольно высокую активность в выпусках сектора. В частности, бумаги Альфа-Банка, принимаемые в качестве бенчмарка для других частных банков, пользовались спросом, особенно senior выпуск Alfa-Bank17. Кроме того, активно было в бумагах Сбербанка и ВТБ, но если по фактически всей кривой первого можно констатировать положительные переоценки в среднем на 25 б.п., то бонды ВТБ оказались в списке на продажу, что обошлось ценовыми потерями в пределах 25 б.п.

Хуже рынка были выпуски Кокса и Альянс Ойл, при этом, если весомого обоснования для продолжающего вот уже несколько дней sale-off в бумагах нефтяной компании так и не появилось, то продажи в бумагах Кокса выглядят вполне оправдано на фоне «слабых мест» опубликованной вчера отчетности по МСФО за 2011 год (см. подробнее раздел «Главные новости»).

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

В сегменте рублевого долга сохранялись неоднородные настроения. Результаты аукциона по размещению ОФЗ 26208 оказались предсказуемы и, в целом, достаточно слабыми. В части негосударственных бумаг инвесторы весьма консервативны на вторичных торгах, в то же время в части первичного предложения принимают активно продвигаемые эмитентами идеи размещаться ниже первоначально озвучиваемых ориентиров.

Обошлось без «сюрпризов» в части аукциона по ОФЗ 26208: инвесторы не проявили ажиотажного интереса к доразмещению достаточно слабого по ликвидности выпуска госбумаг: объем выставленных заявок на покупку ограничился 13,5 млрд руб. при предложении в 10 млрд руб., при этом желающих согласиться на меньший чем «по рынку» уровень доходности – 7,78%, то есть по верхней границе индикатива Минфина, не нашлось.

Для других ОФЗ такие итоги аукциона стали поводом для снижения доходности. Так, 26208 по итогам дня прибавила в цене 14 б.п. YTM составила 7,76%.

Что касается негосударственного сектора, то вторичный сегмент по-прежнему выглядит достаточно вяло. Среди лидеров роста выделалась ФСК ЕЭС-19 и ВЭБ 09, среди бумаг, попавших под распродажу, КрЕврБ-БО1 и РосселхБ 5.

В целом, в части негосударственных бондов можно говорить о все более явно проявляющейся готовности инвесторов соглашаться на пересмотр эмитентами индикативных доходностей первичного предложения в меньшую сторону. В частности, такая ситуация складывалась по большей части завершившихся за последние дни процессов book-building. С одной стороны, подобный «ход» эмитентов можно объяснить попытками привлечь к размещению как можно больше потенциальных покупателей, а с другой – именно оперируя данными об объемах заявленного спроса, эмитентам удается «заставить» инвесторов пойти на более комфортную ставку. Достаточно часто при успешной реализации такого сценария нивелируется необходимость премии за имеющиеся риски и серьезно ограничиваются возможности бумаг для дальнейшего апсайда на вторичном рынке.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Очередная волна снижения стоимости нефти вкупе с высокими коммерческими запасам «черного золота» в США не дали рублю шансов продемонстрировать укрепление позиций в полном объеме.

Локальный валютный рынок в ходе вчерашних торгов продемонстрировал смешанную внутрисуточную динамику. Сильнейшая поддержка фактора налоговых выплат по-прежнему позволяет рублю демонстрировать укрепление. Однако негативным моментом стало дальнейшее снижение стоимости нефти на сырьевых площадках. Так, «черное золото» марки Brent в цене опустилось ниже уровня 118 долл. за барр. По итогам дня курс доллара составил 29,48 руб., а стоимость бивалютной корзины – 33,64 руб.

Мы полагаем, что сегодня, участники локального валютного рынка предпочтут стратегию умеренных продаж валюты, внимательно наблюдая за ситуацией на глобальных площадках. Вместе с тем, ожидаемое сокращение рублевой ликвидности будет оказывать национальной валюте поддержку.

Ликвидность банковской системы за вчерашний день прибавила почти 51 млрд руб., сумма остатков на счетах в ЦБ увеличилась до 893,3 млрд руб. Примечательно то, что Банк России вчера резко снизил лимит по однодневному с 220 млрд руб. до 10 млрд руб. Подобная операция, на наш взгляд, обусловлена желанием регулятора в очередной раз попытаться «пересадить» денежный рынок на недельный инструмент привлечения ликвидности. Таким образом, ожидаемый вчера приток ликвидности в объеме 273 млрд руб. практически полностью был направлен на закрытие образовавшийся «дыры». Ставки денежного рынка в условиях отсутствия спроса снизились. Так, MosPrime o/n вчера достигла 5,54%. Однако не стоит забывать, что завтра предстоит уплата трети НДС, на фоне чего спрос на ресурсы может возрасти.

Алексей Егоров

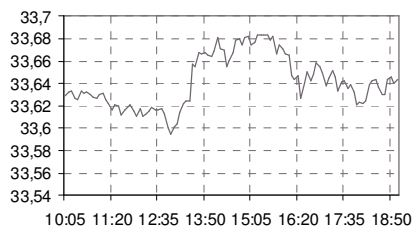
Наши ожидания

Сегодня, на наш взгляд, внимание инвесторов будет сконцентрировано на предстоящих аукционах госбумаг Испании с датой погашения в 2014 и 2022 годах и Франции, итоги которых могут в большей степени повлиять ход торгов на международных площадках.

Не смотря на то, что цены на нефть демонстрируют снижение, мы полагаем, что у рубля сегодня есть все шансы воспользоваться фактором ожидания дефицита ликвидности.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Динамика бивалютной корзины



Календарь событий

Долговой рынок

19 апреля Размещение: Связь-Банк 05
Размещение: КБ Центр-инвест БО-02
Размещение: ТКС Банк БО-04

20 апреля Размещение: Каркаде 02

Внешний долговой рынок

19 апреля Размещение гособлигаций Испании с погашением в 2014 и 2022 годах.
Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2014, 2015 и 2017 годах, а также госбумаг I/L с погашением в 2018 году.
Размещение 5-летних TIPS на 16 млрд долл.

Макроэкономические события

19 апреля Индекс потребительского доверия в ЕС за апрель от Ifo
Статистика вторичных продаж недвижимости в США за март
Индекс опережающих экономических индикаторов в США за март

Корпоративные события

19 апреля X5: финансовые результаты, 2011 г., МСФО
Северсталь: финансовые результаты, 2011 г., МСФО
СИТРОНИКС: финансовые результаты, 2011 г., US GAAP
НЛМК: производственные результаты, 1 кв. 2012 г.

20 апреля ФСК: финансовые результаты, 2011 г., МСФО

Денежный рынок

20 апреля Уплата трети НДС за I кв 2012 года

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По данным Росстата, **потребительские цены** в России с 10 по 16 апреля 2012 года выросли на 0,1%. С начала апреля инфляция составила 0,2%, с начала года цены выросли на 1,7%. Для сравнения: в апреле 2011 года инфляция на аналогичную дату составляла 0,3% с начала месяца, с начала года - 4,1%.
- По данным Росстата:
 - **Инвестиции в основной капитал** в марте 2012 года составили 601,4 млрд руб., что на 4,9% больше чем за аналогичный период прошлого года и на 7,4% больше по сравнению с февралем 2012 года. Общий объем инвестиций за 1 квартал текущего года вырос на 11,2% относительно данных за 1 кв. 2011 года. Для сравнения: снижение объема инвестиций за 1 квартал 2011 года по отношению к аналогичному периоду 2010 года составляло 0,8%.
 - **Оборот розничной торговли** в марте 2012 года составил 1631,3 млрд. руб., что на 7,3% больше по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и «+6,9%» к февралю текущего года.. За 1 квартал 2012 года оборот розничной торговли составил 4666,1 млрд руб., что на 7,5% превышает показатель 1 квартала 2011 года.
 - **Общая численность безработных в России**, по предварительным данным в соответствии с методологией Международной организации труда в марте 2012

года составила 4,874 млн человек, что составляет 6,5% экономически активного населения. По сравнению с мартом 2011 года количество безработных снизилось на 8,9%, по сравнению с февралем 2012 года показатель вырос на 1%.

- **Реальные располагаемые денежные доходы** в марте 2012 года по сравнению с соответствующим периодом предыдущего года увеличились на 2,8%, по сравнению с февралем 2012 года - сократились на 0,2%. За 1 квартал 2012 года реальные располагаемые денежные доходы населения выросли на 2,6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Корпоративные новости

- Газета «Коммерсантъ» сообщает, что ФАС РФ просит суд наложить обеспечительные меры по своему иску к мажоритарным акционерам **VimpelCom Ltd.** – норвежской Telenor и Weather Investments II египетского миллиардера Нагиба Савириса. В частности, ведомство просит суд запретить Telenor и Weather менять органы управления VimpelCom Ltd., а также лишить права голоса на общем годовом собрании российского «ВымпелКома», на котором будут приниматься решения по крупным сделкам и выплате дивидендов в пользу VimpelCom Ltd. Напомним, ФАС РФ подало иск к Telenor и Weather в арбитражный суд Москвы 17 апреля. Согласно тексту ходатайства, служба просит признать ничтожной сделку Telenor по покупке 11,26% голосующих акций VimpelCom Ltd. у Weather, а также опцион еще на 3,44% голосующих акций, который норвежцы смогут исполнить в период с августа 2012 года по апрель 2016 года. В ФАС считают, что сделки нарушают запреты ч. 2 ст. 2 закона об иностранных инвестициях в российские стратегические предприятия./Коммерсантъ/ (См. наш комментарий к ситуации: http://www.nomos.ru/upload/iblock/311/NOMOS_daily_debt_markets_17_04_2012.pdf).

Долговые рынки

- На аукционе по размещению **ОФЗ серии 26208** в объеме 10 млрд руб. спрос составил 13,573 млрд руб. Размещенный объем выпуска составил 6,819 млрд руб., выручка от размещения составила 6,831 млрд руб. Цена отсечения облигаций была установлена на уровне 99,2600% от номинала, средневзвешенная цена - 99,3090% от номинала. Доходность по цене отсечения и по средневзвешенной цене составила 7,78% годовых, что соответствует верхней границе индикативного диапазона Минфина.
- **РОСНАНО** разместило на МВББ облигации серий 04 и 05 объемом 10 млрд руб. каждый сроком 7 лет. Выпуски обеспечены государственной гарантией РФ. Ставка 1 купона по итогам сбора заявок составила ИПЦ 2011г.+2,5% (8,6% годовых). Ставки последующих купонов определяются на основе актуального годового значения ИПЦ+2,5%.
- **Чувашская Республика** в целях «оптимизации структуры государственного долга и повышения качества управления им» в мае-июне 2012 года планирует разместить облигаций в объеме 1,5 млрд руб.
- Ориентир доходности по размещаемым долларовым еврооблигациям **Промсвязьбанка** находится на уровне 8,625% годовых. Объем выпуска будет установлен по итогам сбора заявок.
- **МКБ** в период с 19 по 25 апреля откроет книгу заявок на биржевые облигации серии БО-03 объемом 4 млрд руб. Размещение на ММВБ запланировано на 27 апреля. Ориентир ставки 1 купона облигаций установлен в диапазоне 9,25-9,50% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте 9,46-9,73% годовых.

Рейтинги и прогнозы

- Рейтинговое агентство Fitch присвоило ожидаемый долгосрочный рейтинг «BB-(exp)» предстоящему выпуску 5-летних долларовых облигаций **PSB Finance S.A.**, (SPV-компания ОАО «Промсвязьбанк». Финальный рейтинг будет присвоен после получения документации по выпуску, которая должна в основном соответствовать полученной ранее информации.

Главные новости

Акрон опубликовал сильные результаты по МСФО за 2011 год.

Полученная за 2011 год прибыль компании за прошедший год отмечена менеджментом, как «рекордно высокая за всю историю компании». При этом значительный вклад в ее формирование внесла продажа непрофильных активов. Среди «слабых моментов» отчетности отмечаем рост кредитного портфеля и планы наращивать инвестиционных расходы. Но пока конъюнктура товарных рынков позволяет сдерживать давление кредитного плеча. Резонанса в облигациях компании на опубликованные не ждем.

Событие. ОАО «Акрон» опубликовало отчетность по МСФО за 2011 год.

Комментарий.

За прошедший год выручка ОАО «Акрон» выросла на 40% при фактическом удвоении EBITDA и увеличении нормы EBITDA с 22,1% до 31,7%.

Формированию столь высоких финансовых результатов за год способствовало увеличение объемов выпуска товарной продукции на фоне достаточно стабильной ценовой конъюнктуры на рынках товарной продукции (аммиака, минеральных удобрений и продуктов органического синтеза). Так, производство товарного аммиака и минеральных удобрений в 2011 году на 5% превысило результаты предыдущего года и составило 4832 тыс. т, производство продукции органического синтеза и неорганической химии по сравнению с результатом за 2010 год выросло на 10% - до 1012 тыс. т.

Вместе с тем, значительный вклад в формирование итогового результата внесла продажа нескольких непроизводственных активов, в частности, пакета акций ОАО «Апатит» и части разрешений на разведку в Канаде. Завершение сделок способствовало тому, что по итогам года был зафиксирован рекордный по объемам свободный денежный поток – на уровне более 9,7 млрд руб. Тогда как еще по итогам 3-его квартала прошлого года свободный денежный поток был отрицательным.

Среди ключевых моментов в комментариях менеджмента к отчетности отмечаем планы по увеличению инвестиционной активности. В частности, было обозначено о переходе в активную стадию реализации сырьевых инвестиционных проектов. Рост общего объема CAPEX в 2011 году до 10,8 млрд руб. против 5,5 млрд руб., годом ранее, финансируемого в том числе и за счет заемных ресурсов (абсолютный размер кредитного портфеля увеличился на 35,1% до 48,4 млрд руб.) несколько нарушает благоприятное впечатление от отчетности. Однако давления увеличившегося долгового бремени не ощущается – качество покрытия долга лучше, чем в прошлом году.

В течение 2012 года компания ожидает достаточно комфортной конъюнктуры, планируя использовать ее преимущества для расширения производственных мощностей и освоения новых технологий для укрепления конкурентных преимуществ и имеющихся рыночных позиций.

Финансовые показатели ОАО «Акрон»

| млн руб | 2010 | 2 011 | Изм., % |
|------------------------------------|--------|---------|---------|
| Выручка | 46 738 | 65 431 | 40,0 |
| Операционный денежный поток | 7 720 | 17 774 | 130,2 |
| Свободный денежный поток | -1 869 | 9 772 | - |
| ЕВITDA | 10 336 | 20 762 | 100,9 |
| Чистая прибыль | 6 279 | 20 328 | 223,7 |
| % расходы | 695 | 1 240 | 78,4 |
| Активы | 98 078 | 117 310 | 19,6 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 7 597 | 14 630 | 92,6 |
| Финансовый долг, в т.ч.: | 35 853 | 48 443 | 35,1 |
| долгосрочный | 22 719 | 32 391 | 42,6 |
| краткосрочный | 13 134 | 16 052 | 22,2 |
| Чистый долг | 28 256 | 33 813 | 19,7 |
| Рентабельность EBITDA | 22,1% | 31,7% | - |
| Рентабельность по чистой прибыли | 13,4% | 31,1% | - |
| Фин.долг/EBITDA | 3,5 | 2,3 | - |
| Чистый долг/EBITDA | 2,7 | 1,6 | - |
| EBITDA/% расходы | 14,9 | 16,7 | - |
| Фин. долг/Активы | 0,4 | 0,4 | - |

Источник: Данные компании, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

В силу ограниченной ликвидности находящихся в обращении облигаций Акрона какой-либо реакции в их доходностях на опубликованную отчетность мы не ждем. Всплеск спроса и заметный ценовой рост наблюдались в конце марта этого года, после анонса новости о появившейся у инвесторов возможности предъявить к досрочному погашению облигации по номиналу ввиду реорганизации ОАО «Акрон» (в форме присоединения к нему его дочернего общества). Теперь же, торговая активность в бондах, котировки которых фактически у номинала, минимальна. Обязательство по выкупу эмитент выполнял исправно, однако большого ажиотажа со стороны желающих продать не наблюдалось (по состоянию на 16 апреля было выкуплено бумаг на общую сумму не многим более 508 млн руб.). Вероятно, инвесторы предпочли остаться в достаточно комфортных выпусках, обеспечивающих доходность на уровне 8,2% годовых до мая 2014 года (серии 04 и 05) и 9,12% годовых до сентября 2013 года (серия 02).

Ольга Ефремова

Итоги Группы ОАО «Кокс» за 2011 год по МСФО – риски усиления долговой нагрузки увеличиваются.

Опубликованная отчетность отражает, что в целом, 2011 год добавил к кредитному профилю компании ряд негативных аспектов, среди которых высокая вероятность дальнейшего усиления долговой нагрузки является одним из ключевых. Еврооблигации оперативнее отыгрывают ухудшение финансовых характеристик – доходность растет с начала марта, рублевые бумаги все еще переоценены.

Событие. ОАО «Кокс» опубликовало отчетность по МСФО за 2011 год.

Комментарий.

Среди наиболее слабых моментов опубликованной отчетности обозначим:

- **Сокращение прибыли и маржинальности бизнеса.** Сокращение за прошедший год объемов производства ключевого товарного продукта – кокса на 4% - до 2,7 млн тонн не удалось компенсировать за счет других сегментов – производства железорудного концентрата и чугуна, где имел место 5%-ый рост до 2,2 млн тонн и 2,3 млн тонн соответственно. При абсолютном росте объема продаж на 25,6% , до 55,59 млрд руб. EBITDA увеличилась менее, чем на 5%. На фоне этого в части эффективности производства можно констатировать

сокращение нормы EBITDA до 14,9% с 17,9% в прошлом году.

- **Рост долговой нагрузки.** В течение 2011 года кредитный портфель группы увеличился более, чем на 20% до 25,57 млрд руб. И хотя долгосрочная компонента остается преобладающей – 81% от общей суммы, кажущаяся на первый взгляд довольно комфортной для баланса доля кредитов и бондов со сроком погашения менее 1 года в данном конкретном случае доставляет определенные беспокойства, по причине, которую мы выделяем следующим «пойнтом».

- **Ограниченный запас ликвидности.** Поддерживающий уверенность инвесторов в платежеспособности эмитента запас на депозитах, который сформировался летом прошлого года после продажи активов, «растаял» - к концу 2011 года запас на счетах и депозитах сократился до 162 млн руб. с 2,7 млрд руб. на конец 2010 года. Столь ограниченная денежная позиция отражает высокую зависимость от оперативного кредитования текущей деятельности. На наш взгляд, имеющаяся зависимость от банковских овердрафтов, которые на конец года составляли более 780 млн руб., должна находить определенную компенсацию в доходности долговых бумаг эмитента.

- **Планы по увеличению капитальных расходов увеличивают риски.** В целом, возросшая инвестиционная активность на фоне отрицательной динамики операционного потока во многом объясняет факт возрастающей зависимости от «кредитных инъекций». Так, за прошлый год капзатраты Кокса, согласно заявлениям менеджмента, выросли на 60% - до 6,76 млрд руб. Вместе с тем, вселяет опасения вероятность дальнейшего усиления долгового бремени компании, которая наметила дальнейший рост капзатрат – общий план на 2012 год порядка 9 млрд руб. (плюс более чем на 1/3 к прошлому году), тогда как текущую конъюнктуру товарных рынков (кокса и железнорудного сырья) сложно охарактеризовать как комфортную, способную обеспечить резкий скачок нормы прибыли, который бы позволил сгенерировать денежный поток, достаточный для безболезненного выполнения обязательств, а также финансирования весомой части запланированных инвестиционных расходов.

Отметим, что в качестве дополнительного источника ликвидности менеджмент группы Кокс рассматривает имеющуюся 17%-ную долю в Slovenska industrija jekla, которую намерена продать, в 2,9 млрд руб. Но уверенности в том, что план удастся реализовать, учитывая сохраняющуюся напряженную ситуацию в промышленном секторе в Европе, нет.

На наш взгляд, на обозначенные «пробелы» в отчетности Кокса резонансом вполне мог бы стать рост доходностей находящихся в обращении долговых бумаг, если бы они характеризовались чуть большей ликвидностью. Пока же приходится констатировать, что евробонды Koks-16, чья доходность с начала марта выросла с 8,4% до 9,32% годовых более оперативно реагируют на факт ослабления кредитного профиля эмитента. Ориентируясь на то, что с начала текущего года (до мартовских продаж в бумагах Кокса) спрэд между бумагами Кокса и Евраза составлял порядка 200 б.п., тогда как при размещении летом прошлого года не превышал 80 б.п., сложившаяся премия на уровне 245 б.п. на наш взгляд, отражает минимально необходимую компенсацию за проявившиеся в отчетности риски ухудшения кредитного профиля. Что касается рублевых бумаг по-прежнему не учитывают происхождения и остаются, как мы полагаем, переоцененными, котируясь с доходностью порядка 10,5% годовых до погашения в мае 2014 года.

Финансовые показатели по МСФО ОАО «Кокс»

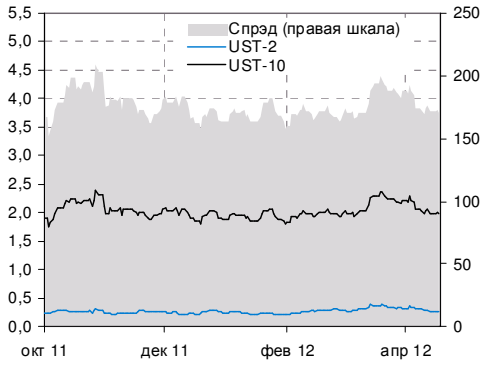
| млн руб | 2010 | 2 011 | Изм., % |
|------------------------------------|--------|--------|---------|
| Выручка | 44 259 | 55 589 | 25,6 |
| Операционный денежный поток | 7 808 | 4 856 | -37,8 |
| ЕБИТДА | 7 906 | 8 283 | 4,8 |
| Чистая прибыль | 1 501 | 1 227 | -18,3 |
| % расходы | 2 381 | 2 065 | -13,3 |
| Активы | 52 022 | 56 618 | 8,8 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 2 705 | 162 | -94,0 |
| Финансовый долг, в т.ч.: | 21 245 | 25 566 | 20,3 |
| долгосрочный | 15 970 | 20 714 | 29,7 |
| краткосрочный | 5 275 | 4 852 | -8,0 |
| Чистый долг | 18 540 | 25 404 | 37,0 |
| Рентабельность ЕБИТДА | 17,9% | 14,9% | - |
| Рентабельность по чистой прибыли | 3,4% | 2,2% | - |
| Фин.долг/ЕБИТДА | 2,7 | 3,1 | - |
| Чистый долг/ЕБИТДА | 2,3 | 3,1 | - |
| ЕБИТДА/% расходы | 3,3 | 4,0 | - |
| Фин. долг/Активы | 0,4 | 0,5 | - |

Источник: Данные компании, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

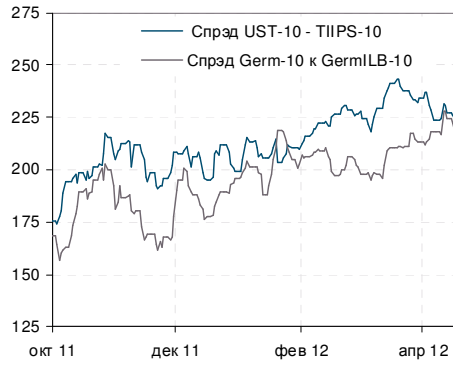
Ольга Ефремова

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

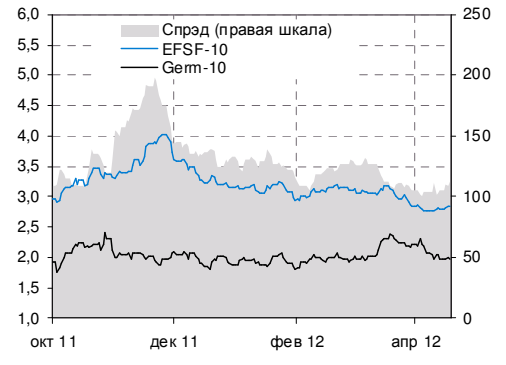
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermLB-10



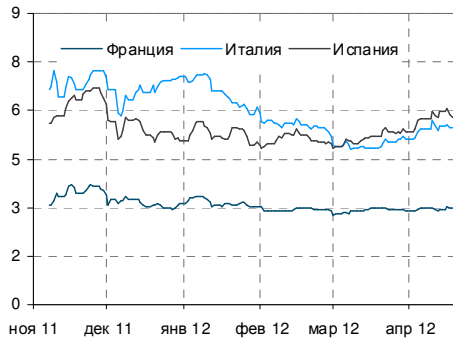
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



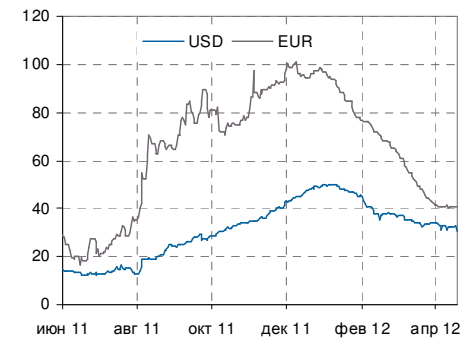
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

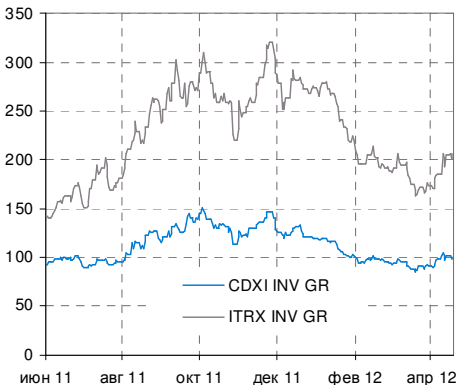


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

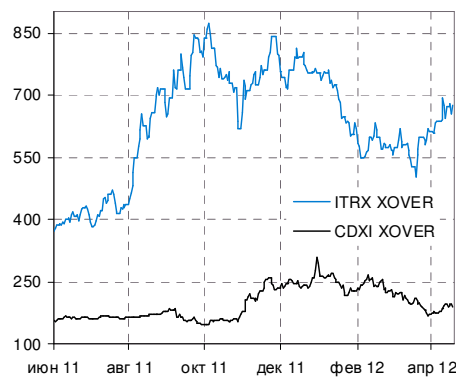


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

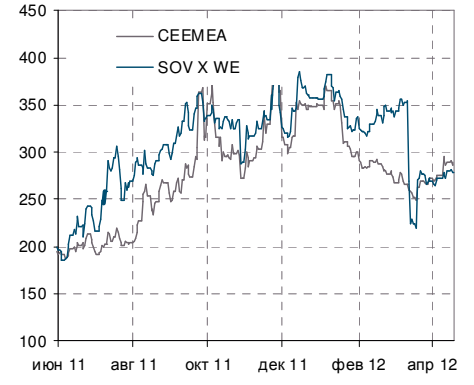
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

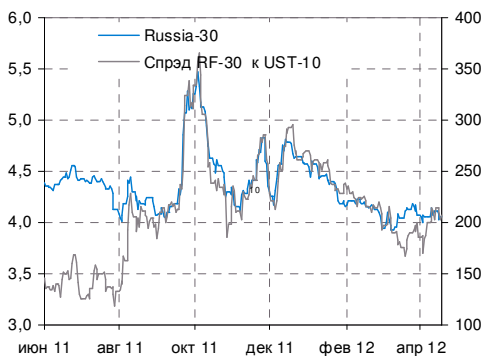


ITRX / Governments

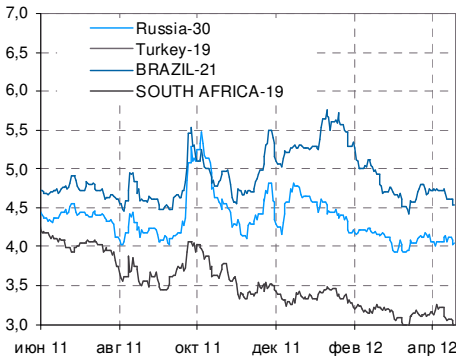


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

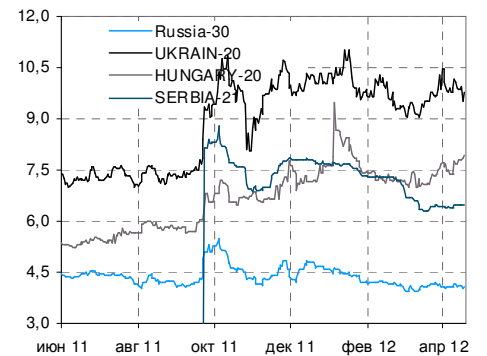
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

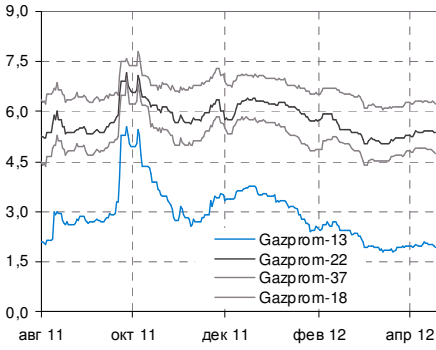


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

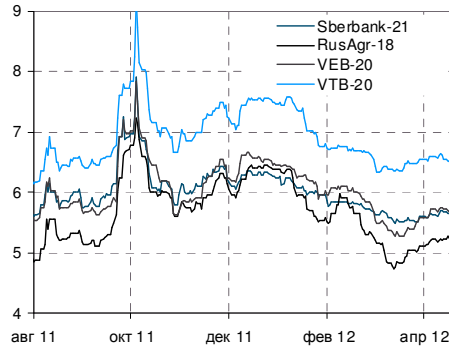


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

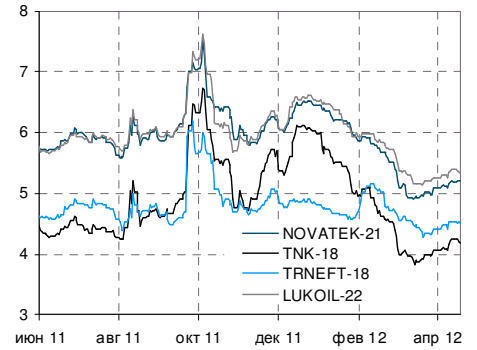
Еврооблигации Газпрома



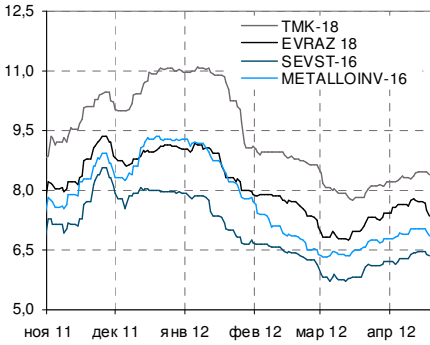
Евробонды госбанков



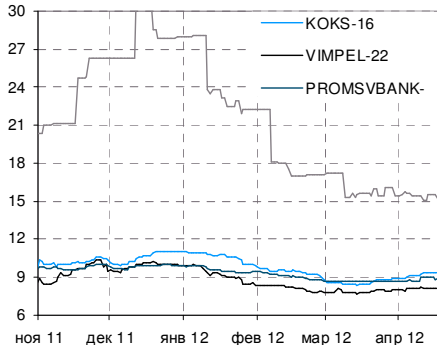
Еврооблигации нефтегазового сектора



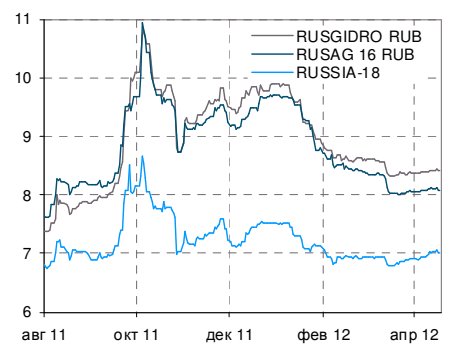
Еврооблигации металлургического сектора



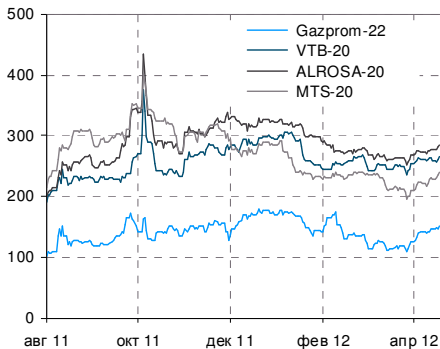
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



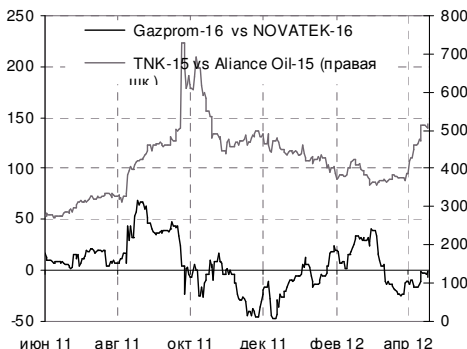
Еврооблигации, номинированные в рублях



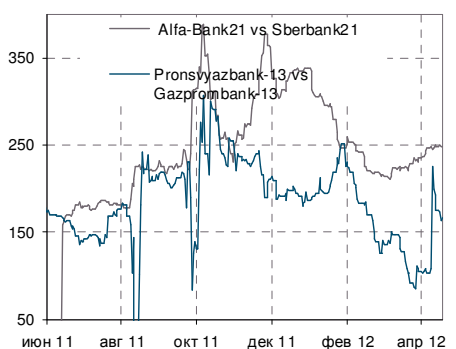
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

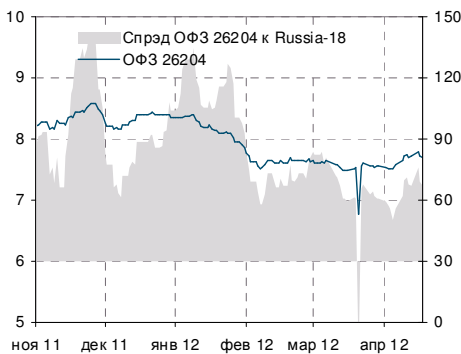


Спрэды в банковском секторе

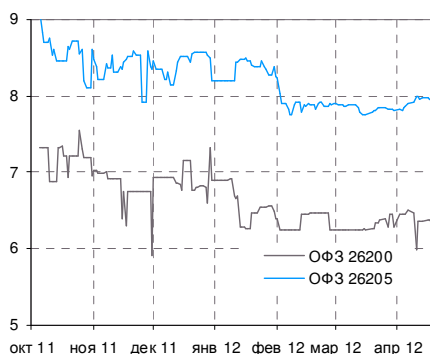


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

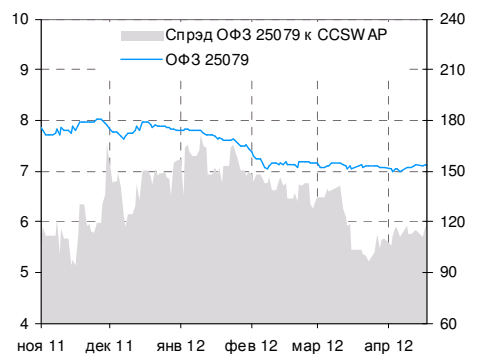
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

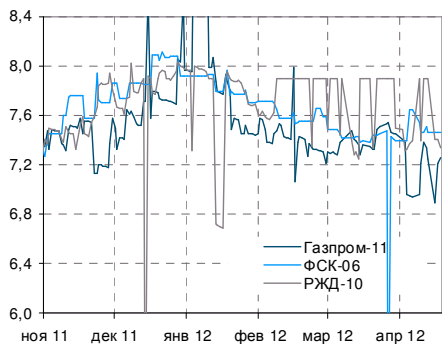


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

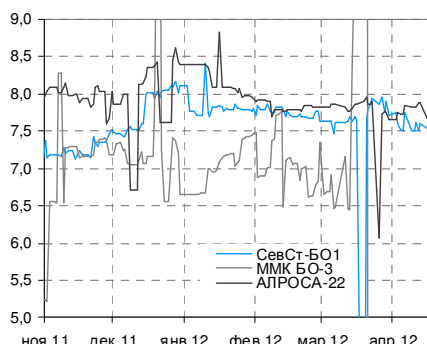


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

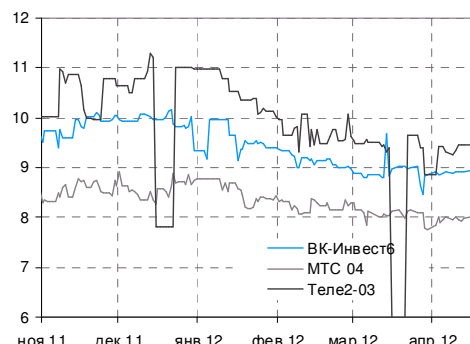
Доходности российских монополий



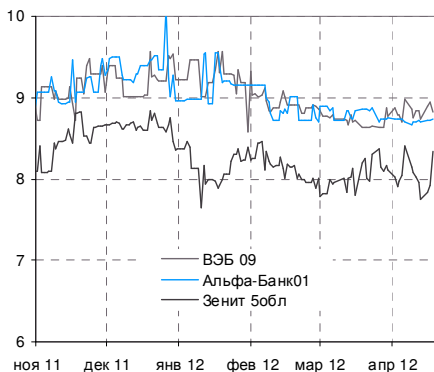
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



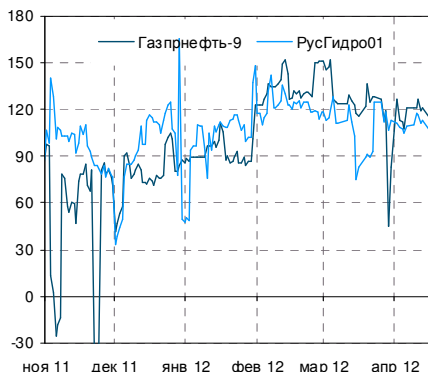
Доходности "Телекоммуникации"



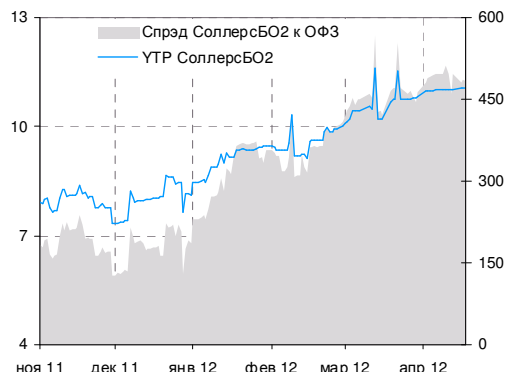
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

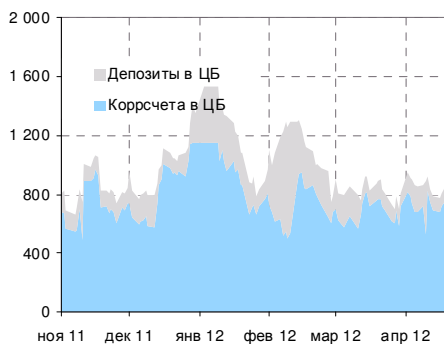


Облигации с текущей доходностью выше 10%

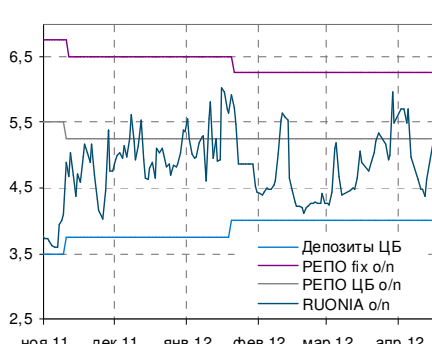


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

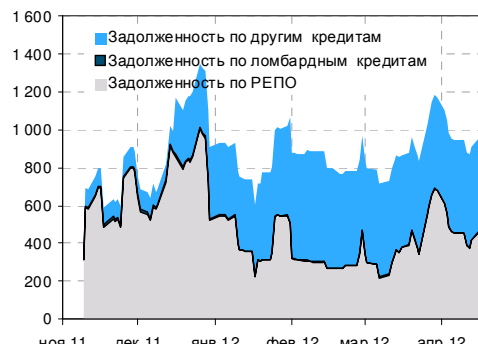
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



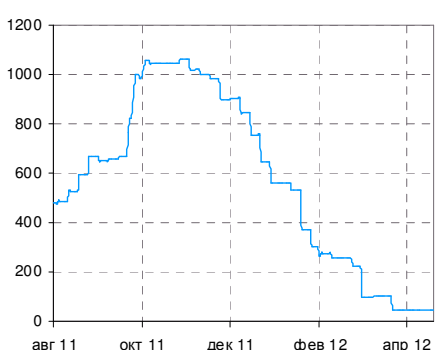
Динамика ставок денежного рынка



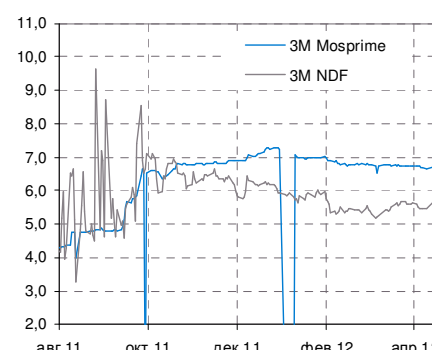
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Динамика задолженности по депозитам Минфина



3М Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Воллов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.