

РУБЛЕВЫЕ ВЫПУСКИ

YTM, %	знач.	Изм., б.п.		YTD
		за день	за мес.	
ОФЗ 46020	8,8	(47)	(43)	(37)
Газпром-4	6,0	(71)	(128)	(541)
ОГК-2	8,9	(80)	(176)	(1 801)

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ

	знач.	Изм., %		YTD
		за день	за мес.	
Золото, \$/унция	1196,6	1,4	14,5	36,1
Urals, \$/барр.	77,6	0,8	4,6	85,4
S&P Металлы, инд.	1623,1	2,1	7,1	73,5
S&P C/x прод., инд.	611,2	(0,4)	7,3	3,1

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

RUB млрд.	знач.	Изм.		YTD
		за день	за мес.	
РЕПО в ЦБ	82,7	(1,8)	53,9	(391,2)
Корсчета	655,7	(8,4)	12,5	(371,2)
Депозиты в ЦБ	298,2	22,6	(17,7)	161,6

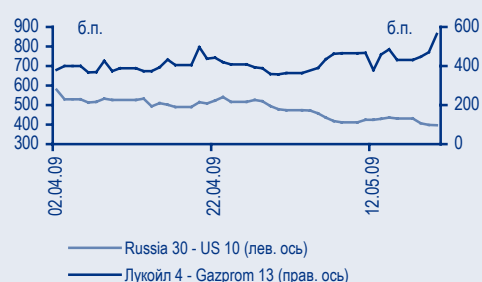
	знач.	Изм., б.п.		YTD
		за день	за мес.	
NDF 1Y, %	7,01	(24)	(78)	(2 149)
MOSPrime O/N, %	5,53	(14)	(79)	(167)

USD/RUB	знач.	Изм., %		YTD
		за день	за мес.	
USD/RUB	29,06	(0,7)	1,1	(0,3)

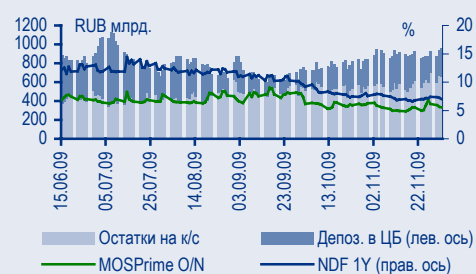
ИНДЕКСЫ

б.п.	знач.	Изм., б.п.		YTD
		за день	за мес.	
Russia 30 - UST 10	206,0	(16)	(22)	(586)
EMBI + Spread	331,6	(10,3)	(1,7)	(392,9)
ITRAXX HY	693,5	-	-	(778,3)

ИНДИКАТИВНЫЕ СПРЕДЫ



ИНДИКАТОРЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА



СТРАТЕГИЯ

Внешний рынок

Ралли продолжилось на позитивной статистике по США стр. 2

Российский сегмент все еще сохраняет «дубайский» дисконт стр. 2

Внутренний рынок

Нефть поддержала рубль стр. 3

АФК «Система» нашла высокий спрос стр. 3

Коррекционные настроения покинули рынок стр. 3

Аукцион по ОФЗ может пройти без дисконта стр. 4

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Сегодняшний отток может поднять ставки стр. 5

КОРПОРАТИВНЫЕ СОБЫТИЯ

Еврохим (ВВ/ВВ)
Отчетность за 9 месяцев 2009 г. стр. 6

Газпром нефть (ВВВ-/Ваа3/NR)
Подтверждено высокое кредитное качество. Результаты 9 месяцев 2009 г. по US GAAP стр. 7

ЦентрТелеком (ВВ-/NR/В+)
Выше рентабельность, меньше долгов. Результаты 9 месяцев 2009 г. по МСФО стр. 8

МОЭСК (Moody's: Ва2)
Отчетность за I полугодие по МСФО – отличная динамика результатов стр. 9

НОВОСТИ ВКРАТЦЕ

Синтерра (NR) опубликовала некоторые финансовые показатели по МСФО за I полугодие 2009 г. (полной версии отчетности в свободном доступе мы не нашли). Выручка составила 6,3 млрд. руб., EBITDA достигла 2,6 млрд. руб. Сегодня RBC Daily со ссылкой на представителей компании сообщает, что совокупный долг Синтерры составляет порядка 11,75 млрд. руб., соответственно, отношение Долг/EBITDA, по нашей оценке, находится на приемлемом уровне и не превышает 3,0. Вместе с тем некоторое опасение может вызвать недавнее заявление компании о намерении выплатить дивиденды в размере 1,56 млрд. руб. Реализация этих планов окажет скорее негативное влияние на кредитный профиль Синтерры. Доходность короткого выпуска **Синтерра-1** (УТР 12%) уже учитывает потенциальную продажу компании сильному игроку (наиболее вероятный претендент – Мегафон), однако в сложившихся условиях мы бы рекомендовали не торопиться с выводами, особенно учитывая, что конкретная договоренность между акционерами компаний пока не достигнута.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- ✦ Рублевые облигации качественных эмитентов привлекательны для покупки при спреде к ставкам РЕПО более 250 б.п. Среди таких облигаций – **среднесрочные выпуски ОФЗ, Газпром-13, Газпром-11, РЖД-10**, а также **АФК Система-3, СЗТ-6, Акрон-3, ЛК Уралсиб-2**.
- ✦ Новые облигации Росбанка выглядят недооцененными в сегменте бумаг инвестиционной категории, предлагая доходность выше УТР10% к полуторагодовой оферте.
- ✦ Выпуски TNK-BP выглядят наиболее недооцененными среди бумаг инвестиционной категории GEM. **Gazprom'18** дешевле относительно **Petrobras'17**.
- ✦ Банковские выпуски **Russian Standard Bank'10, AlfaBank'13, Promsvyazbank'13** отстали от рынка в сегменте бумаг с рейтингом категории «ВВ/Ва».
- ✦ Покупать еврооблигации **Sinek'15**, выглядящие дешево для своих рейтингов (-/Ва1/BBB-) с доходностью более УТР9,5%.
- ✦ Бумаги **NKNH'12** с доходностью выше УТМ11,5% недооценены относительно бумаг металлургических эмитентов с рейтингом на уровне «В» (Евраз и ТМК).

Стратегия

Внешний рынок

Ралли продолжилось на позитивной статистике по США

Вышедшие данные по экономике США (индекс деловой активности в обрабатывающем секторе США, рассчитываемый Чикагским институтом менеджеров по закупкам, и продажи домов на вторичном рынке) оказались лучше ожиданий, что позволило инвесторам сохранить высокий аппетит на риск. В результате доллар вновь подешевел к основным резервным валютам (например, евро подорожал до 1,51 долл./евро), а на рынках акций как в США, так и Европе продолжилось ралли, при этом индекс Dow обновил многомесячный максимум. Облигации **10Y UST** продемонстрировали рост доходностей на 8 б.п. до УТМ3,28%, при этом их спред к двухлетним нотам расширился до 261 б.п.

Поскольку азиатские торговые площадки открылись в плюсе, а доллар находится выше 1,50 долл./евро, повышенный аппетит на рискованные активы сегодня, скорее всего, сохранится.

Из сегодняшних событий, которые могут оказать влияние на отношения инвесторов к риску, мы выделяем данные по рынку труда, а также публикацию так называемой «Бежевой книги». Вчера некоторые представители ФРС высказали свое мнение о том, что процентные ставки могут быть повышены еще до того, как ситуация на рынке труда начнет улучшение. На наш взгляд, те признаки улучшения в экономике, которые сейчас демонстрируют данные по США, являются лишь прямым следствием стимулирующих программ правительства (таких как cash for clunkers), в то время как уровень дефолтов по ипотечным закладным остается высоким даже в сегменте «prime».

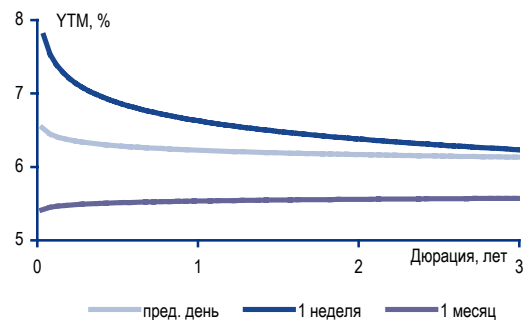
Российский сегмент все еще сохраняет «дубайский» дисконт

Сегмент долгов развивающихся стран продолжил восстановление после недавних распродаж, вызванных ситуацией с долгами Дубаи. На российский сегмент позитивно повлияли котировки нефти, которые подросли на 2 долл./барр. Суверенные облигации **Russia'30** полностью отыграли недавние потери, поднявшись до отметки 113,25% от номинала, при этом суверенный спред (**Russia'30 – 10Y UST**) сузился на 33 б.п. до 208 б.п. В то же время цены корпоративных выпусков первого эшелона все еще сохраняют «дубайский» дисконт. В частности, длинные облигации Газпрома и Лукойла котируются на 1–2 п.п. ниже уровней, существовавших до появления негативных новостей из Дубаи.

В сегменте бумаг первого эшелона основная торговая активность вчера наблюдалась в среднесрочном выпуске **Gazprom'34** (УТМ5,37%), который подорожал почти на 1 п.п. Под давлением продавцов находился выпуск **LUKOIL'19**, который выглядит дорого, торгуясь на кривой доходностей Газпрома. Во втором эшелоне продолжился ценовой спад, в частности, бумаги Северстали подешевели на 85 б.п. Мы рекомендуем к покупке выпуск **NKNH'12** (УТМ11,5%), который выглядит дешево в сравнении с выпусками металлургических эмитентов с рейтингом «В» (например, Евраз и ТМК).

Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru

Изменение кривой NDF долл./руб. – LIBOR



Источники: Bloomberg

Внутренний рынок

Нефть поддержала рубль

Торги на валютном рынке не принесли вчера значительных изменений. Стоимость бивалютной корзины ЦБ осталась на отметке 35,8 руб., а доллар отступил на уровень 29,1 руб./долл. Объем сделок купли-продажи валюты составил 3,7 млрд долл., что свидетельствует об умеренной активности участников. Основную поддержку курсу рубля оказали цены на нефть, которые вновь достигли отметки 80 долл./барр. Вмененные ставки по валютным форвардным контрактам продолжили снижение на фоне разрешения ситуации вокруг Дубаи.

АФК «Система» нашла высокий спрос

Ставка купона по выпуску **АФК Система-3** номиналом 19 млрд руб. была определена на уровне 12,5% годовых, что соответствует доходности УТР12,89% к оферте через три года. Ориентируясь на близкий по дюрации выпуск **АФК Система-2** (УТМ12,3%), премия к рынку составила порядка 40–50 б.п. На форвардном рынке бумаги **АФК Система-3** котируются по цене 100,75% от номинала. Мы рекомендуем новые бумаги **АФК Система-3** к покупке, поскольку они выглядят недооцененными относительно как более коротких бумаг эмитента, так и выпусков МТС.

Книга заявок по покупке облигаций **БО МДМ-1** номиналом 5 млрд руб. была закрыта со ставкой купона на уровне 12,75% годовых, что соответствует доходности УТМ13,15% к погашению через три года. Высокий спрос со стороны инвесторов позволил эмитенту установить ставку купона ниже первоначального ориентира 13,07–13,54% годовых. Мы считаем спред **БО МДМ-1** в размере 200 б.п. к нефинансовым выпускам с близкими рейтингами неоправданно широким. Мы ожидаем выхода бумаг **БО МДМ-1** на вторичные торги по цене выше номинала.

Коррекционные настроения покинули рынок

Новости с первичного рынка, свидетельствующие о сохраняющейся повышенной активности локальных покупателей, оказали позитивное влияние на вторичный рынок облигаций. Также позитивным настроениям способствовали слова первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева о том, что до конца года ЦБ может еще раз снизить ключевые процентные ставки. По-видимому, денежные власти всерьез обеспокоены низкой доступностью банковских кредитов для компаний среднего и малого бизнеса.

Ценовой рост среди выпусков первого эшелона продемонстрировали бумаги **Газпромнефть-3** (+30 б.п.), **Газпромнефть-4** (+ 40 б.п.), **Газпром-13** (+35 б.п.). Хуже рынка выглядели выпуски ОФЗ. Так, бумаги **ОФЗ 25068** (УТМ8,22%) и **ОФЗ 46018** (УТМ8,86%) потеряли в цене более 1 п.п.

Во втором эшелоне интерес покупателей наблюдался в энергетических бумагах **ОГК-6** (+40 б.п.) и **ТГК1-2** (+ 10 б.п.), также ростом котировок закрылись выпуски Мосэнерго (которые, впрочем, не отличаются высокой ликвидностью). В металлургическом секторе на более высоких ценовых уровнях, чем днем ранее, котировались биржевые облигации **НЛМК-5** и **СеверСталь-1**. Под давлением продавцов оказались бумаги **Мечел-5**, которые потеряли в цене около 45 б.п., а также облигации Сибметинвеста, которые торгуются на 30 б.п. ниже номинала. Дальнейшая динамика вторичного рынка облигаций будет определяться результатами сегодняшних аукционов по размещению ОФЗ.

Аукцион по ОФЗ может пройти без дисконта

Судя по всему, на сегодняшнем аукционе по размещению выпуска **ОФЗ 25071** номиналом 20 млрд руб. дисконта (по доходности) к рынку ждать не стоит, если, конечно, Минфин не пожертвует объемом реализованных бумаг. Учитывая, что по дюрации новый выпуск ОФЗ близок к обращающимся бумагам **ОФЗ 25068**, мы оцениваем справедливую доходность **ОФЗ 25071** на уровне YTM8,25%.

Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru

Денежный рынок

Сегодняшний отток может поднять ставки

Вчера ЦБ РФ разместило 9,6 млрд руб. в пятидневных необеспеченных кредитах из предлагавшихся 35 млрд. Заявки банков были полностью удовлетворены, однако средняя ставка размещения достигла максимального с июля 2009 г. значения, 11,81%, что может свидетельствовать об определенном росте спроса со стороны кредитных организаций на дополнительную ликвидность. Сегодня отток средств из сектора составит 124 млрд руб., так как предстоит возврат средств Министерству финансов и Центральному банку, и это может привести к некоторому росту ставок.

Вчера ставки на рынке межбанковского кредитования демонстрировали отрицательную динамику: базовая однодневная ставка MosPrime снизилась на 14 п.п. до 5,53%.

Остатки на корреспондентских счетах кредитных организаций в ЦБ уменьшились на 8,4 млрд руб. до 655,7 млрд руб., а депозиты банков увеличились на 22,6 млрд руб. до 298,2 млрд руб.

Рубль вчера укрепился до отметки 29,06 руб./долл., прибавив 15 копеек по сравнению с предыдущей сессией. Основными факторами роста стали ослабление доллара и рост цен на нефть. Сегодня ситуация останется примерно такой же – стремящаяся к 80 долл./барр. нефть марки Brent и доллар выше 1,5 долл./евро. Мы ожидаем сегодня дальнейшего укрепления рубля.

Динамика требований ЦБ к банкам

Задолженность банков перед ЦБ, млрд руб.

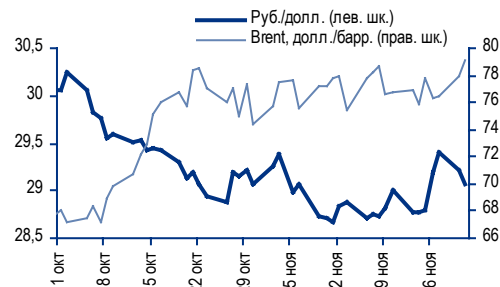
	Текущий уровень 01.12.2009	Максимальный уровень 27.01.2009	Изменение
Однодневные кредиты	0,04	5,31	(5,27)
Ломбардные кредиты	24,5	34,7	(10,2)
Прочие кредиты	408	448	(40)
Беззалоговые кредиты	199	1 835	(1 636)
РЕПО	95	763	(668)
Итого	728	3 087	(2 359)

Источники: Банк России

Владимир Тухомиров, tih_vi@uralsib.ru
 Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
 Наталья Майорова, mayorovang@uralsib.ru

Дорогая нефть поддерживает рубль

Курс руб./долл. и цена на Brent, долл./барр.



Источники: ММББ, Bloomberg

Корпоративные события

Еврохим (ВВ/ВВ)

Отчетность за 9 месяцев 2009 г.

Позавчера ведущий российский производитель удобрений Еврохим опубликовал консолидированную отчетность за 9 месяцев 2009 г. Мы считаем результаты неплохими, но не настолько, чтобы заметно изменить наше отношение к бондам компании.

- ✦ Продажи Еврохима в III квартале составили 599 млн долл., превысив уровень II квартала приблизительно на 11%. EBITDA увеличилась на 18% и составила чуть менее 95 млн долл. Соответственно, рентабельность по EBITDA достигла 15,8% против 14,5% во II квартале и 27% в I квартале 2009 г. Таким образом, показатель прибыли лишь незначительно улучшился относительно II квартала, хотя результаты ухудшились по сравнению с удачным для производителей азотных удобрений началом 2009 г., когда цены на продукцию резко выросли после провального конца 2008 г.
- ✦ Хотя свободный денежный поток Еврохима по итогам 9 месяцев 2009 г. остается отрицательным на уровне минус 303 млн долл., в III квартале компания заработала больше, чем потратила: операционный денежный поток за квартал составил 109 млн долл., а капвложения – около 32 млн долл. Это позволило увеличить денежные средства более чем на 125 млн долл. – до 483 млн долл.
- ✦ Суммарный долг Еврохима на конец октября 2009 г. составлял 1 425 млн долл., из них 31% приходилось на краткосрочную задолженность. Коэффициент текущей ликвидности был равен 1,9 против 1,8 в середине года. Благополучное положение с ликвидностью – основное отличие Еврохима от конкурентов, например, Акрона («В+»), объясняющее разницу в две ступени в кредитном рейтинге.
- ✦ Поскольку из расчета EBITDA компании за 12 месяцев выпал хороший III квартал 2008 года, годовая EBITDA Еврохима снизилась с 1 млрд до 393 млн долл., в результате чего отношение Чистый долг/EBITDA выросло в III квартале с 1,03 до 2,39.
- ✦ Мы оцениваем возможный объем капитальных вложений Еврохима по итогам 2009 г. в 700 млн долл. Эта программа выполнена пока на 422 млн долл. Основным направлением инвестиций группы является разработка Гремячинского калийного месторождения. Помимо этого, Еврохим сообщил, что немецкая химическая компания K+S, владельцем 16,3% акций которой Еврохим является вместе со своими акционерами, объявила допэмиссию на сумму 686 млн долл., в которой Еврохим планирует принять участие. Для этого потребуется еще около 100 млн долл.
- ✦ Таким образом, мы считаем, что к концу 2009 г. сумма долга Еврохима составит около 1 650 млн долл., EBITDA по итогам года достигнет порядка 430 млн долл., отношение Долг/EBITDA может составить 3,85, Чистый долг/EBITDA – 2,8, что несколько выше предела 2,5, установленного для себя как менеджментом компании, так и ковенантами синдицированного кредита Еврохима.
- ✦ Помимо этого, при оценке ликвидной позиции Еврохима необходимо учитывать, что основная причина увеличения долга компании – инвестиция в акции K+S имеет неплохую рыночную цену. На ба-

лансе Еврохима находится 11,1% акций K+S, что по состоянию на вчерашний день можно было оценить приблизительно в 1350 млн долл., а это почти равно суммарному долгу Еврохима.

Суммируя сказанное, можно утверждать, что Еврохим остается одной из самых устойчивых частных компаний на российском облигационном рынке с кредитной точки зрения. Мы продолжаем считать, что в сложившейся рыночной ситуации выпуск евробондов **EUCHEM'12**, торгующийся с доходностью 8,5%, предлагает весьма неплохое соотношение риска и доходности и рекомендуем покупать его. Тем не менее инвесторы должны иметь в виду возможный негативный информационный фон, связанный с изменением ковенантов по результатам 2009 г.

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

ГАЗПРОМ НЕФТЬ (BBB-/Baa3/NR)

Подтверждено высокое кредитное качество Результаты 9 месяцев 2009 г. по US GAAP

Снижение нормы EBITDA под налоговой нагрузкой. Вчера Газпром нефть опубликовала, на наш взгляд, нейтральные с точки зрения кредитного качества результаты за III квартал и 9 месяцев 2009 г. по US GAAP. В III квартале компания показала рост выручки на 36,8%, а EBITDA на 17,4% относительно результатов II квартала (см. таблицу), чему способствовало повышение цен на нефть в отчетном периоде (в среднем на 15–16%), рост маржи нефтепереработки, а также консолидация результатов Sibir Energy. Снижение рентабельности по EBITDA в III квартале на 3.4 п.п. по сравнению с предыдущим кварталом – до 20,7% отражает ожидаемое увеличение налогового бремени компании в отчетном периоде – ее налоговые выплаты (без учета налога на прибыль) возросли на 57%, опередив по темпам прироста выручку.

Кредитоспособность сохраняется на высоком уровне. По сравнению с концом I полугодия 2009 г. долговая ситуация эмитента в целом не претерпела существенных изменений. Чистый долг в III квартале увеличился на 6,6% до 5,5 млрд долл.; коэффициент Чистый долг/EBITDA (рассчитанное за последние 12 месяцев) увеличился до 1,4 с 1,0, что представляется нам комфортным для эмитента уровнем. Отметим, что уже после отчетной даты Газпром нефть привлекла новый клубный кредит консорциума западных банков в размере 500 млн долл. по ставке LIBOR+ 5 п.п. годовых, что, однако, не оказывает существенного влияния на долговую нагрузку компании. В целом, мы сохраняем позитивный взгляд на отдельно взятый кредитный профиль «существенной» дочерней компанией Газпрома (principal subsidiary). В числе прочих позитивных моментов отчетности подчеркнем, что компания продолжает финансировать капитальные затраты за счет доходов от операционной деятельности – по итогам 9 месяцев 2009 г. операционный денежный поток Газпром нефти составил 2,4 млрд долл. при капзатратах на уровне 1,7 млрд долл.

Облигации Газпром нефти выглядят дорогими. Среднесрочные облигации Газпром нефти (YTP 9,1–9,3%) которые сейчас торгуются с премией к кривой доходности Газпрома в размере порядка 20 б.п., представляются нам достаточно дорогими – исходя из разницы в кредитных рейтингах между материнской и дочерней компании, размер справедливой премии по доходности мы оцениваем приблизительно в 50 б.п.

См. таблицу на следующей странице.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти, млн. долл.

МСФО	2008	I кв. 2009	II кв. 2009	III кв. 2009	9М 2009	9М 2008	% изм. 9М09 / 9М08
Выручка	33 075	4 329	5 180	7 087	16 596	28 717	(42,2)
ЕБИТДА	7 558	890	1 250	1 468	3 608	7 198	(49,9)
Чистая прибыль	4658	329	1 200	846	2 375	5 201	(54,3)
							% изм. 9М09 / II кв. 2009
Совокупный долг	3 693	5 015	6 618	-	6 438	-	(2,7)
Краткосрочный долг	2 085	2 703	4 443	-	4 340	-	(2,3)
Денежный средства	2 075	1 658	1 498	-	981	-	(34,5)
Чистый долг	1 618	3 357	5 120	-	5 457	-	6,6
Собственный капитал	14 100	14 935	17 182	-	18 062	-	5,1
Активы	20 205	22 194	27 870	-	29 483	-	5,8
Коэффициенты							
Норма ЕБИТДА	22,9	21,3	24,1	20,7	21,7	25,1	
ЕБИТДА/Проц. Расходы	45,3	18,2	13,4	11,9	13,6	59,0	
Долг/ЕБИТДА*	0,5	0,8	1,4	-	1,6	-	
Чистый долг/ЕБИТДА*	0,2	0,5	1,0	-	1,4	-	
Долг/Собственный капитал	0,3	0,3	0,4	-	0,4	-	

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru

ЦЕНТРТЕЛЕКОМ (BB-/NR/B+)**Выше рентабельность, меньше долгов****Результаты 9 месяцев 2009 г. по МСФО**

Рентабельность по ЕБИТДА на уровне 48% – отчасти следствие учетной политики. Вчера ЦентрТелеком опубликовал высокие финансовые результаты за 9 месяцев 2009 г. по МСФО, отразившие улучшение кредитного профиля эмитента. Компания впервые представила квартальную отчетность по МСФО, так что на ее основании нельзя судить о динамике результатов относительно уровней годичной давности и предыдущего квартала. В III квартале норма ЕБИТДА ЦентрТелекома достигла 48,5%. Высокая рентабельность – отчасти следствие учетной политики, в соответствии с которой выплаченная государством компенсация в размере 2,2 млрд руб. за оказание универсальных услуг связи отражена не в выручке, а в статье «прочие операционные доходы». Однако рост рентабельности также стал следствием эффективного контроля над издержками. Выручка от оказания новых услуг по итогам 9 месяцев 2009 г. достигла 4,5 млрд руб. или 16% от совокупного показателя, не изменившись в процентном отношении к совокупной выручке с I полугодия 2009 г. По итогам квартала ЦентрТелеком существенно увеличил численность абонентов широкополосного доступа – на 38% относительно II квартала 2009 г.

Долговая ситуация продолжала улучшаться. Снижение долговой нагрузки ЦентрТелекома в III квартале продолжилось, что послужило причиной недавнего повышения рейтинга компании по версии S&P на одну ступень с «B+» до «BB-» («стабильный»). В отчетном периоде эмитент сократил объем чистого долга на 13,8% до 18,4 млрд руб., коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА компании по состоянию на 30 сентября 2009 г., по нашим расчетам, снизился до консервативного уровня 1,0. Сокращение долга эмитента объясняется погашением выпуска облигаций **Центртелеком-4** (объем 5,6 млрд руб.) в августе. Как отмечало в своем комментарии S&P, для погашения облигаций ЦентрТелеком привлек долгосрочный кредит Сбербанка в размере 4,3 млрд долл. и использовал накопленную ликвидность. Отметим, что компания продолжает генерировать значительный операционный денежный поток (9,1 млрд руб. за 9 месяцев 2009 г.), существенно превышающий размер ее капитальных затрат за период (2,6 млрд руб.).

Мы предпочитаем наиболее доходные облигации МРК. Мы по-прежнему придерживаемся весьма позитивного взгляда на кредитный профиль компаний МРК. Среди их облигаций, не отличающихся слишком высокой ликвидностью, мы рекомендуем покупать наиболее доходные. В настоящий момент в числе таковых – несколько выбившийся из кривой выпуск **ЮТК БО-1** (УТР11% @ 21 октября 2011 г.). Мы ожидаем, что спреды между облигациями компаний МРК в дальнейшем полностью сойдут на нет по мере продолжающейся реорганизации Связьинвеста. Говоря о телекоммуникационном сегменте в целом, на рынке рублевых облигаций нашим фаворитом остаются долговые обязательства АФК «Система».

Ключевые финансовые показатели ЦентрТелеком, млн руб.

МСФО	2008	I п/г 09	9 мес. 2009
Выручка	34 794	18 212	27 427
ЕБИТДА	14 270	8 686	13 159
Чистая прибыль	4 220	2 927	4 756
Совокупный долг	24 335	25 114	19 462
Краткосрочный долг	11 577	10 653	6 710
Денежные средства	570	3 750	1 051
Чистый долг	23 765	21 364	18 411
Собственный капитал	20 561	22 842	24 670
Активы	55 091	59 917	54 515
Кoeffициенты			
Норма ЕБИТДА (%)	41,0	47,7	47,9
ЕБИТДА/проц. расходы	5,3	5,8	5,7
Долг/ЕБИТДА*	1,7	1,4	1,1
Чистый долг/ЕБИТДА	1,7	1,2	1,0
Долг/собств. капитал	0,2	0,1	0,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru

МОЭСК (Moody's: ВА2)

Отчетность за I полугодие по МСФО – отличная динамика результатов

Существенный рост рентабельности... Вчера МОЭСК, энергораспределительная компания, работающая в Московском регионе, опубликовала достаточно высокие результаты по МСФО за I полугодие 2009 г. Выручка компании увеличилась на 31% относительно I полугодия 2008 г. до 41,6 млрд руб. Рост был обусловлен повышением как тарифов, так и платы за подключение. Операционные расходы увеличились менее существенно – на 18,5% (рост был более чем на треть обусловлен увеличением расходов на амортизацию), благодаря чему ЕБИТДА МОЭСК на 60% превысила показатель того же периода 2008 г., достигнув 16,8 млрд руб. Как следствие, норма ЕБИТДА возросла на 7,3 п.п. до 40,4%. Таким образом, компании удалось избежать падения рентабельности в период снижения экономической активности, когда падает потребление электроэнергии и количество новых подключений. Чистая прибыль МОЭСК в отчетном периоде увеличилась на 75,5%, составив 7,5 млрд руб.

...и снижение долговой нагрузки. Совокупный долг сократился с начала года на 8,9% и на 30 июня составлял 51,3 млрд руб. Краткосрочный долг (на 53% состоит из необеспеченных банковских кредитов) снизился на 16% до 16,6 млрд руб. и составлял 32% от общей задолженности. При этом в I полугодии компания произвела выплаты по краткосрочному долгу в размере 11,3 млрд руб. Капитальные затраты в отчетном периоде составили 9,7 млрд руб. при величине операционного денежного потока, равной 17,9 млрд руб. На II полугодие капитальные затраты запланированы в

размере 11,8 млрд руб., и, несмотря на то что в прошлом компания обычно генерировала в этот период меньшие по объему денежные потоки, чем в I полугодии, МОЭСК, скорее всего, сможет профинансировать инвестиции за счет собственных средств, не увеличивая долговую нагрузку. Показатель Долг/ЕБИТДА компании на 30 июня составлял 1,5 против 2,8 на конец 2008 г. Снижение было обусловлено главным образом ростом ЕБИТДА, и на конец 2009 г. мы не ожидаем заметного изменения долговой нагрузки по сравнению с текущим уровнем. Однако в рамках долгосрочной инвестиционной программы, компании, судя по данным отчетности, предстоит профинансировать капитальные затраты в объеме 60,4 млрд руб. Таким образом, в ближайшие годы не исключено увеличение долговой нагрузки, но, на наш взгляд, оно ни в коем случае не окажет негативного влияния на способность компании обслуживать задолженность.

Выпуск МРСК Юга-2 наиболее привлекателен в сегменте энергетики. Выпуск облигаций **МОЭСК-1** низколиквиден и котируется на уровне УТМ 10,8%. Торги облигациями сегмента энергетики в целом отличаются низкой активностью. Одним из редких исключений является близкий по дюрации к **МОЭСК-1** выпуск **МРСК Юга-2** (УТР 13,5%), который предлагает наибольшую доходность в данном сегменте. Несмотря на отсутствие у него рейтингов и, как следствие, его отсутствие в списке РЕПО ЦБ, выпуск, на наш взгляд, остается привлекательным на текущих уровнях.

Ключевые финансовые показатели МОЭСК, млн руб.

МСФО	2007	2008	ІП 2009	ІП 2008	% изм. ІП09/ІП08
Выручка	48 373	65 332	41 584	31 730	31.1
ЕБИТДА	16 075	20 273	16 786	10 488	60.0
Чистая прибыль	6 378	6 738	7 492	4 269	75.5
					% изм. ІП09/2008
Совокупный долг	32 179	56 261	51 265		(8.9)
Краткосрочный долг	9 921	19 797	16 627		(16.0)
Денежные средства	4 938	6 153	6 681		8.6
Чистый долг	27 241	50 108	44 584		(11.0)
Собственный капитал	78 925	86 793	94 291		8.6
Активы	166 998	219 513	222 977		1.6
<i>Коэффициенты</i>					
Норма ЕБИТДА, %	33.2	31.0	40.4	33.1	
ЕБИТДА/проц. расходы	21.1	10.6	7.1	12.2	
Долг/ЕБИТДА	2.0	2.8	1.5		
Чистый долг/ЕБИТДА	1.7	2.5	1.3		
Долг/Собственный капитал	0.4	0.6	0.5		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Надежда Мырскова, myrsikovanv@uralsib.ru

Календарь предстоящих событий

2 декабря	Оферта Аладушкин Финанс-2 (1 млрд руб.). Погашение РЖД-3 (4 млрд руб.). Погашение Сахатранснефтегаз-1 (1,12 млрд руб.).
3 декабря	Размещение АФК Система-3 (19 млрд руб.). Размещение МДМ-Банк БО-01 (5 млрд руб.). Оферта Волга-Телеком-2 (3 млрд руб.). Оферта Интегра Финанс-2 (3 млрд руб.).
4 декабря	Размещение Мосэнерго-03 (5 млрд руб.). Оферта Группа Черкизово-1 (2 млрд руб.).
7 декабря	Оферта КМБ-Банк-2 (3,4 млрд руб.). Погашение Марта-Финанс-2 (1 млрд руб.). Погашение ВТБ 24 '2009 (500 млн долл.).
8 декабря	Оферта Иркутскэнерго-1 (5 млрд руб.). Оферта Татфондбанк-4 (1,5 млрд руб.). Погашение ЛСР-Инвест-1 (2 млрд руб.). Погашение Алькор и Ко (Л'Этуаль)-1 (1,5 млрд руб.). Погашение ОЗНА-Финанс-1 (0,5 млрд руб.).
9 декабря	Оферта Сатурн-3 (3,5 млрд руб.). Погашение ЮТК-4 (5 млрд руб.). Погашение Ретал-1 (1 млрд руб.). Погашение Холдинг Капитал-1 (0,35 млрд руб.).

Календарь событий денежного рынка

2 декабря	Банки вернут Минфину 120 млрд руб. Банки вернут Центробанку 18,2 млрд руб.
9 декабря	Банки вернут 40 млрд руб. Минфину Банки вернут 11,7 млрд руб. Центробанку
15 декабря	Выплата ЕСН, страховых взносов и половины акцизов
16 декабря	Банки вернут 12,8 млрд руб. Центробанку
21 декабря	Выплата одной трети НДС за III кв. 2009 г.
25 декабря	Выплата половины акцизов и НДС
28 декабря	Выплата налога на прибыль

Календарь оферт

Дата оферты	Выпуск	Объем выпуска, млн руб.	Цена оферты, %	Ставка предыдущего купона, %	Новая ставка купона, %	Дата следующей оферты / погашения
02.12.09	Аладушкин Финанс-2	1000	100	12,3	17,7	23 ноября 2011
03.12.09	ВолгаТелеком-2	3000	100	13,0	9,5	30 ноября 2010
	Интегра Финанс-2	3000	100	10,7	16,75	29 ноября 2011
04.12.09	Группа Черкизово-1	2000	100	17,0	12,75	31 мая 2011
07.12.09	КМБ-Банк-2	3400	100	15,0	-	-
08.12.09	Иркутскэнерго-1	5000	100	15,0	15,5	30 июня 2010
	Татфондбанк-4	1500	100	11,4	13,0	1 июня 2011
09.12.09	Сатурн-3	3500	100	16,25	-	-
10.12.09	Зенит-5	5000	100	10,0	-	-
11.12.09	Мастер-Банк-3	1200	100	17,0	17,0	11 июня 2010
	ОМЗ-6	1600	100	10,25	-	-

Рынок еврооблигаций

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Дата			Месяцев до		Цена	Изм.	Торговый объем, шт	Котировки		Доходность, %			Дюр, лет	Рейтинг F/M/S	Сектор
			купона	оферты	погаш	офрт	погаш				покупка	продажа	офрт	погаш	текущ			
VTB 24-09	500 \$	3.82	07.12.09		07.12.09		0.2	99.92					8.20	0.96	0.02	BBB+/A2/BBB+	банки	
VTB N-W-15	400 \$	6.20	29.03.10		29.09.15		71.0	97.11	0.60				6.81	3.19	4.75	BBB-/Baa2/	банки	
VTB-10 GBP	300 G	6.33	15.03.10		15.03.10		3.5	100.71	-0.08				3.71	6.29	0.29	BBB/Baa1/BBB	банки	
VTB-11	450 \$	7.50	12.04.10		12.10.11		22.7	104.35	0.18				5.02	3.59	1.72	BBB/Baa1/BBB	банки	
VTB-11-2	1 000 €	8.25	30.06.10		30.06.11		19.2	104.54	0.34				5.09	7.89	1.47	BBB/Baa1/BBB	банки	
VTB-12	1 200 €	6.61	30.04.10		30.10.12		35.5	101.60	0.37				6.00	3.25	2.61	BBB/Baa1/BBB	банки	
VTB-12-2 RUB	30 000 R	12.00	28.05.10		28.11.12		36.5									BBB/Baa1/BBB	банки	
VTB-15	750 \$	6.32	04.02.10	04.02.10	04.02.15	2.0	63.1	98.75	2.11				17.94	3.96	0.16	BBB/Baa1/BBB	банки	
VTB-16	500 €	4.25	15.02.10		15.02.16		75.6	99.44	-0.05				4.31	4.27	5.29	BBB/Baa1/BBB	банки	
VTB-18	2 000 \$	6.88	28.05.10	28.05.13	29.05.16	42.0	103.4	100.03	0.50				6.86	3.44	3.06	BBB/Baa1/BBB	банки	
VTB-35	1 000 \$	6.25	02.01.10	02.07.15	02.07.35	68.0	311.5	94.43	0.53				7.49	3.31	4.48	BBB/Baa1/BBB	банки	

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента
Борис Гинзбург, GinzburgBI@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока
Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, директор, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, ст. вице-президент, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, ст. вице-президент, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, вице-президент, popovdv@uralsib.ru
Камилла Шарафутдинова, клиентский менеджер, sharafutdika@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bog_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovvg@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, вице-президент, samojlova@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, вед. специалист, grischenkovane@uralsib.ru
Галина Гудыма, гл. специалист, gud_gi@uralsib.ru
Анна Комова, гл. специалист, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, вице-президент, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, аналитик, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, duckindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myr_nv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, sweafer@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Михаил Занозин, zanzozinmy@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru,
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru,
Евгений Гринкрук, grinkruges@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2009