

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Негатив в Европе не стихает;** риск Италии оценивается на том же уровне, что и российский
- **Рублевые еврооблигации РФ:** дисконт к ОФЗ или его отсутствие? Будет ли размещение в этом году вообще?
- Массивные распродажи в **российских еврооблигациях**

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Возобновившийся **приток средств** не компенсировал дефицит ликвидности; **короткие ставки** поднялись до 5%; ЦБ РФ ограничил предоставление фондирования вчера
- **Тинькофф Кредитные Системы:** исправляем неточность; интересны и короткие и более длинные бумаги; **подход к оценке привлекательности** различается в зависимости от дюрации
- **Белоруссия** хотела бы разместиться опять; поведение эмитента может оттолкнуть рыночных инвесторов
- **Меткомбанк** установил ставку купона на интересном уровне; возможен рост котировок
- **Газпромбанк** выпустит рублевый долг; ориентиры находим справедливыми
- **АИЖК** откладывает выпуск облигаций
- **Татфондбанк** установил ставку купона по 7-му выпуску облигаций
- **Вторичный рынок:** явные распродажи заслонили привычный технический фактор конца месяца ([стр. 3-5](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Траты из **Резервного Фонда** в декабре 2010 г. USD15-20 млрд., в 2011 г. USD10 млрд. ([стр. 6](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Лукойл:** позитивная отчетность по US GAAP за 3К 2010 и новая стратегия; риски новых эмиссий бумаг низки
- **Новатэк:** покупка СеверЭнергии состоялась; привлечен **новый кредит**; все равно **ожидаем евробонда**
- **S&P** осуществило **рейтинговые действия** в отношении **5 МРК** Связьинвеста; рублевые облигации компаний не представляют интереса
- **Дикси** опубликовала неаудированные результаты по МСФО за 9М 2010; операционные результаты растут; **бонд интересен** как buy-and-hold инвестиция
- **Росинтер** опубликовал отчетность за 9М 2010 г. по МСФО; **ждем нового предложения** рублевого долга компании ([стр. 7-11](#))

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- Мы возвращаем в список наших торговых рекомендаций явно недооцененный выпуск **ПрофМедиа**, который расширил спред к прочим облигациям рейтинговой группы В+ до 250-300 бп
- Выпуск **ТД «Детский мир»** выглядит привлекательно, в выплате долга при наличии гарантий Москвы мы не сомневаемся
- Покупать **VimpelCom 16** и **VimpelCom 18**. Их спреды к свопам на 15 и 50 бп шире, чем у **MTS 20**
- Покупать рублевые облигации **Алроса**, **СУЭК** и **Evrast Group**
- Рублевый евробонд **РусГидро** имеет завышенную доходность, относимся к нему как к полноценной blue chip

СЕГОДНЯ

- Статистика США: Индекс PMI производственного сектора, затраты на строительство, состояние рынка труда по версии агентства ADP
- Размещение: **Райффайзенбанк БО-7**
- Отчетность: НЛМК, ХКФ банк, Дикси

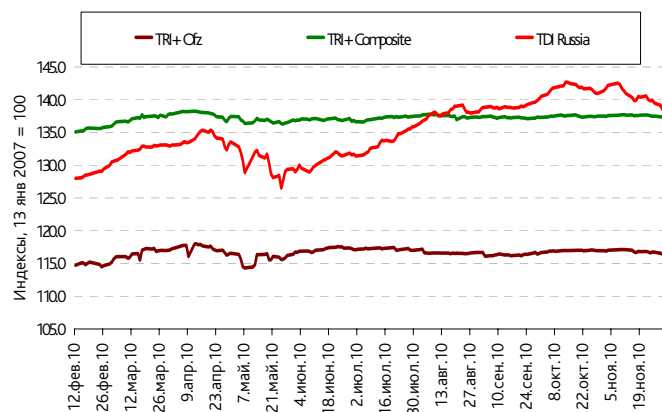
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↑ 257.00	11.00	53.00	69.00
EMBI+ spread	↑ 278.03	11.82	35.78	4.27
Russia 30 Price	↓ 115.25	- 5/8	-5 6/8	+2 3/8
Russia 30 Spread	↑ 210.40	+9.80	+59.00	+56.20
Russia 5Y CDS	↑ 175.43	+2.77	+37.21	-7.40
UST 10y Yield	↓ 2.804	-0.01	+0.22	-1.03
BUND 10y Yield	↓ 2.667	-0.09	+0.20	-0.72
UST 10y/2y Yield	↑ 233.2	+3	+9	-37
Mexico 33 Spread	↑ 264	+3	+35	+25
Brazil 40 Spread	↑ 108	+9	+5	-46
Turkey 34 Spread	↑ 287	+12	+16	+5
ОФЗ 26199	↓ 5.76	-0.09	+0.14	-2.04
Москва 50	↑ 5.70	+0.06	+0.13	-2.89
Мособласть 8	↓ 8.07	-0.02	+0.19	-2.71
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	+3.66
MTC 3	↑ 7.63	+0.11	-0.30	-0.34
Py6 / \$	↓ 31.334	-0.020	+0.560	+1.148
\$ / EUR	↓ 1.298	-0.014	-0.106	-0.135
Py6 / EUR	↓ 41.081	-0.538	-1.903	-2.379
NDF 1 год	↓ 4.700	-0.100	+0.530	-1.390
RUR Overnight	↑ 3.50	+0.3	+1.0	+3.0
Корсчета	↓ 482.6	-15.20	-49.30	-351.50
Депозиты в ЦБ	↑ 144.3	+4.10	-174.10	-296.00
Сальдо опер. ЦБ	↑ 35.00	+5.41	-5.40	+103.90
RTS Index	↓ 1594.25	-0.16%	-0.70%	+10.36%
Dow Jones Index	↓ 11006.02	-0.42%	-1.63%	+5.54%
Nasdaq	↓ 2498.23	-1.07%	-1.39%	+10.10%
Золото	↑ 1388.40	+1.57%	+2.52%	+26.53%
Нефть Urals	↓ 83.75	-2.10%	-0.30%	+9.39%

TRUST Bond Indices

	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↓ 243.53	-0.27	0.29	27.03
TRIP Composite	↓ 235.76	-0.04	-0.13	6.69
TRIP OFZ	↓ 184.95	-0.21	-0.71	7.24
TDI Russia	↓ 216.98	-1.05	-5.13	19.07
TDI Ukraine	↓ 212.88	-2.23	-4.41	41.15
TDI Kazakhs	↓ 176.23	-1.05	-4.76	28.01
TDI Banks	↓ 215.62	-0.77	-2.87	16.40
TDI Corp	↓ 227.00	-1.34	-4.04	23.75

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices





ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Негатив в Европе не стихает; риск Италии оценивается на том же уровне, что и российский

Негативное отношение инвесторов к облигациям периферийных стран Европы сохраняется. По всей видимости, принятие плана помощи Ирландии не только не успокоило рынки, но и добавило им дополнительную уверенность в том, что долговой кризис будет разрастаться, и ЕС вместе с МВФ скоро будут спасать Португалию, а за ней и другие страны группы PIIGS.

Сегодня утром S&P поместило кредитный рейтинг Португалии на пересмотр, мотивируя это значительно ухудшившимся состоянием долговых рынков.

Доходности гособлигаций периферийных стран Еврозоны продолжают расти: примечательно, что 10-летние суверенные бонды Италии торгуются уже почти на одном уровне с российскими евробондами **Russia 20**. Бонды Испании уже предлагают премию в размере более 50 бп к кривой суверенных евробондов России. Напомним, что разница в рейтингах с Россией в случае Италии составляет как минимум 4 ступени, а в случае Испании – 5 ступеней. Это может свидетельствовать как о том, что гособлигации стран PIIGS уже сильно перепроданы, или же распродажа в суверенных российских евробондах продолжится, причем ускоренными темпами.

Рублевые еврооблигации РФ: дисконт к ОФЗ или его отсутствие? Будет ли размещение в этом году вообще?

Весьма предсказуемым, но от этого небезынтересным был вчера новостной фон вокруг начало размещения Россией рублевых облигаций. Если до середины дня мы располагали информацией о том, что Минфин нацелен на размещение с дисконтом к кривой ОФЗ, то уже поздно вечером замминистра финансов Дмитрий Панкин заявил о том, что ведомство рассчитывает разместиться уже на уровне кривой ОФЗ. Вчера же на рынке стала активно «ходить» информация, что к идеи размещения рублевых евробондов Минфин вернется не раньше февраля 2011 г.

Мы считаем, что при текущей конъюнктуре на глобальных рынках идея размещения выглядит сверхнеудачно. Мы считаем, что, учитывая сравнительную неперепроданность российских еврооблигаций против европейских еврооблигаций (см. выше), спред **Russia 30 – UST 10** может с легкостью перевалить за 250 бп и приблизиться к 270-280 бп. В этих условиях рублевый риск России для иностранцев станет явно неинтересным с точки зрения relative value даже без учета стоимости межвалютных свопов.

Массивные распродажи в российских еврооблигациях

Даже несмотря на позитивную макростатистику из США, российские еврооблигации вчера подверглись жесткой распродаже: почти все выпуски подешевели вчера как минимум на 80-90 бп.

На фоне мировой волны отвращения к риску, суверенные евробонды следовали общему тренду: падение котировок составило более 60 бп. **Russia 30** торговалась вчера уже около отметки 115% от номинала, спред **Russia 30 – UST10** взлетел сразу до 213-216 бп.

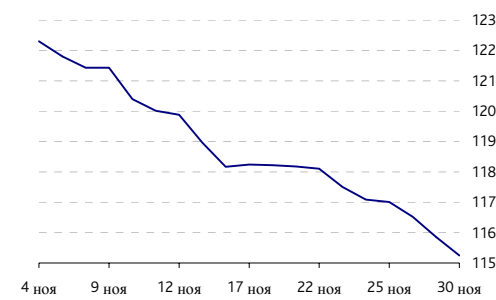
Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

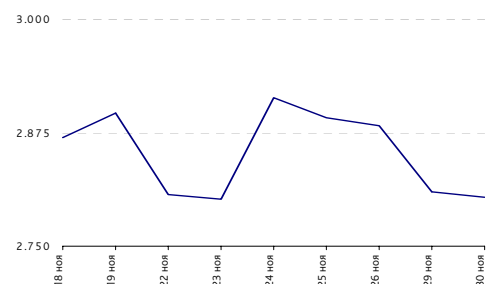
Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

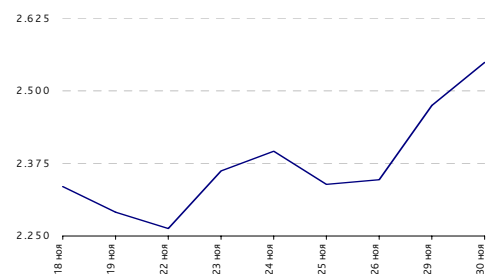
Russia 30 (Price)



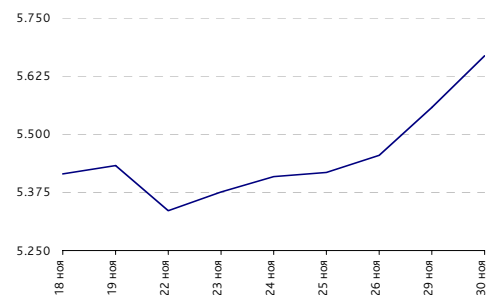
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Возобновившийся приток средств не компенсировал дефицит ликвидности; короткие ставки поднялись до 5%; ЦБ РФ ограничил предоставление фондирования вчера

С окончанием налогового периода и в отсутствие новых аукционов (аукционы ОБР-15 и ОБР-16 2 декабря суммарно на RUB10 млрд., аукционы ОФЗ 8 декабря на RUB18.22 млрд.), к сегодняшнему утру банки аккумулировали на [корсчетах](#) и [депозитах](#) дополнительные RUB115 млрд., так что совокупный объем остатков на счетах после недавнего падения до минимума с сентября 2009 г. восстановился до RUB743.8 млрд.

Причем помимо отсутствия событий, способных абсорбировать значительную часть ликвидности, притоку средств вчера во многом способствовало намеченное на вторник погашение **ГКО 35004** на RUB30 млрд.

Таким образом, уже вчера пополнение ликвидности возобновилось, однако в целом ситуация на денежном рынке складывалась не менее критично, чем днем ранее. На фоне недавнего сокращения [чистого запаса ликвидности](#) до критического уровня, даже столь существенного пополнения средств (+RUB91.8 млрд. до RUB1.41 трлн.) вчера было явно недостаточно, чтобы разрядить напряженность на денежном рынке. Вчерашний значительный подъем коротких ставок денежного рынка обусловлен несколькими обстоятельствами.

Во-первых, это дефицит ликвидности в сегменте однодневных [межбанковских кредитов](#), где утренние ставки подросли уже до 4.5%, а днем средства можно было привлечь в основном не дешевле 5.5%. И лишь вечером ставки снизились до 2.75-3.25%, - этот уровень уже на 0.25-0.75 п.п. выше ставки по депозитам овернайт ЦБ (2.5%).

Во-вторых, не найдя нужного объема средств на межбанке, участники рынка «переключились» на фондирование через 1-дневное междилерское РЕПО, в результате чего средняя стоимость средств по [сделкам под залог ОФЗ](#) и [облигаций 1 эшелона](#) подросла до 5.5% (+1.5-1.75 п.п. к среднемесячному значению за 10 месяцев).

В-третьих, несмотря на наблюдаемый повышенный спрос на рублевую ликвидность, ЦБ так и не расширил лимиты по прямому РЕПО. В результате, несмотря на подъем ставок по этим инструментам со стороны Банка России до 5.25% сроком на 7 дней и 6.7% сроком на 1 день, спрос нашелся практически на все заявленные средства. Более того, по нашим данным, спрос на фондирование от ЦБ РФ даже по предельным ставкам значительно перекрывал предложение, однако регулятор предпочел не идти на поводу рынка.

Мы полагаем, что острый дефицит предложения на денежном рынке может ощущаться несколько дольше, чем предполагалось ранее. Затем, по мере пополнения ликвидности за счет сезонного всплеска бюджетных расходов, мы ожидаем постепенного снижения ставок денежного рынка с последующей их стабилизацией на уровне, уже превышающем стоимость депозитов овернайт ЦБ (2.5%).

Несмотря на то, что с открытия по RUB35.83 за бивалютную корзину стоимость рубля к обеду подрастала до дневного максимума - RUB35.62, к закрытию курс откатился на прежний уровень и по итогам дня рубль прибавил лишь 1 копейку к предыдущему закрытию – RUB35.78.

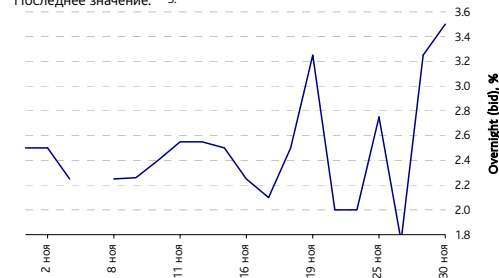
Тинькофф Кредитные Системы (ВЗ/-В-): исправляем неточность; интересны и короткие и более длинные бумаги; подход к оценке привлекательности различается в зависимости от дюрации

Вчера Банк «Тинькофф Кредитные Системы» разместил биржевые облигаций 2-й серии. Во вчерашнем Навигаторе Навигаторе долгового рынка, говоря об облигациях ТКС мы допустили неточность.

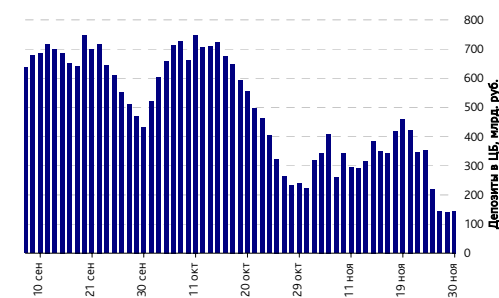
Новый выпуск **ТКС БО-2** мы склонны воспринимать как привлекательный инструмент до погашения, учитывая 1 год обращения и высокую доходность (УТР17.18%). Скорее всего, спекулятивного потенциала от бумаги получить не удастся, однако как годовая инвестиция без фактора изменения цен инструмент выглядит превосходно.

Ставка overnight (максимум, bid)

Последнее значение: 3.



Депозиты в ЦБ РФ





Более длинные выпуски банка – совсем другая торговая идея. Учитывая дюрацию более 2 лет, мы склонны ожидать как раз роста котировок на фоне завышенной доходности около 16% годовых. По нашему мнению, ТКС БО-1 и ТКС-2 могли бы сократить спреды к бондам банков с рейтингом В-/В на 250-300 бп., и их спекулятивная составляющая могла бы реализоваться во всей красе.

Таким образом, мы видим потенциал роста котировок бумаг (особенно для более ликвидного ТКС-2.) и настаиваем на фундаментально обоснованном обратном наклоне кривой облигаций ТКС банка.

Белоруссия (B1-/B+) хотела бы разместиться опять; поведение эмитента может оттолкнуть рыночных инвесторов

Министерство финансов Белоруссии вчера официально озвучило, что планирует в течение ближайших 2 месяцев разместить на российском рынке гособлигации 1-й серии на 7 млрд рублей. Возможный ориентир ставки купона – 8.3-8.5% годовых. Представитель белорусского Минфина заявил, что в переносе сроков размещения белорусских госбумаг в России нет никакой политики. Просто эмитента в конечном итоге не устроила доходность, они посчитали сложившуюся ставку купона слишком высокой.

Мы солидарны с эмитентом лишь в том, что ставка купона была высокой и интересной для инвесторов, и именно это позволило организатором быстро набрать книгу заявок под купон 8.75%. Напомним, что Белоруссия отказалась от выпуска облигаций фактически за день до сделки, то есть на самой финальной стадии. Подобное поведение эмитента, по нашему мнению, оттолкнет большинство рыночных инвесторов от кредитного риска Белоруссии. А непредсказуемость заемщика и его поведение вне рамок принятой на долговом рынке деловой этики привела бы при прочих равных к тому, что при повторном размещении инвесторы не только бы не пошли на понижение ставки купона, а, наоборот, потребовали его увеличения.

В то же время мы не исключаем, что формально Белоруссия может разместиться в рамках нового озвученного диапазона. Однако в этом случае мы ожидаем, что сделка не будет полноценно рыночной.

Меткомбанк (Moody's: B3) установил ставку купона на интересном уровне; возможен рост котировок

По данным Интерфакс, вчера Меткомбанк установил ставку купона по 1-му выпуску облигаций на уровне 9.4%. Объем выпуска составил RUB900 млн., а срок обращения – 3 года с офертой через год. Ориентир по купону составлял 9.00-9.50%.

Условия выпуска предполагают доходность к оферте на уровне УТР 9.62%. Справедливый уровень премии облигаций мы видим не выше 250 бп к кривой МДМ, поэтому считаем доходность вполне привлекательной и ожидаем сужения спреда как минимум на 30-50 бп. в случае нормализации ситуации с ликвидностью на внутреннем рынке.

Газпромбанк (Baa3/BBB/NR) выпустит рублевый долг; ориентиры находим справедливыми

Вчера Газпромбанк объявил о намерениях разместить рублевые биржевые облигации 1-й серии. Объем выпуска составит RUB10 млрд. со сроком обращения 3 года. Книга на покупку облигаций открывается сегодня до 6 декабря, а размещение назначено на 8 декабря.

Ориентировочный диапазон по купону составляет 7.65-7.85%, что предполагает эффективный уровень доходности на уровне УТМ 7.8-8.0%. Предложенные ориентиры мы находим вполне справедливыми и не считаем интересными в силу низкой доходности.

АИЖК (Baa1/BBB/NR) откладывает выпуск облигаций

По данным Интерфакс, АИЖК приняло решение отложить размещение рублевых облигаций серии А17 на неопределенный срок в связи с неблагоприятной рыночной конъюнктурой.

На наш взгляд, в текущих условиях инвесторы, вероятнее всего, обратят внимание на более короткие выпуски. К тому же новый выпуск АИЖК предполагал довольно сложную структуру (см. Навигатор Долгового Рынка от 16.11.2010).



Напомним, дюрация бумаг **АИЖК-17** на общую сумму RUB8 млрд. находится в диапазоне 3.5-6.5% в зависимости от исполнения call-опционов на частичный выкуп облигаций в 2014 и 2015 гг., к тому же предполагается амортизационная структура погашения с 2019 до 2022.

Объявленные ориентиры (8.75-9.25%, или YTC/YTM 9.04-9.58%), на наш взгляд, предполагали интерес при размещении ближе к верхней границе, обуславливая премию к кривой обращающихся бумаг даже при неисполнении call-опционов.

Татфондбанк (Moody's: B2) установил ставку купона по 7-му выпуску облигаций

Вчера Татфондбанк установил 3-4 ставки купонов по 7- серии облигаций на уровне 8.75%. Напомним, что по выпуску назначена оферта на 23 декабря 2010 года.

Предложение обеспечивает эффективный уровень доходности на уровне YTP 8.94% к оферте через год в декабре 2011 года. Мы находим установленный уровень ставки интересным и видим потенциал сужения спреда на 40-60 бп, к тому же мы не склонны ожидать значительного объема предоставления бумаг к ближайшей оферте. На текущий момент бумага торгуется в районе номинала, но не обладает высокой ликвидностью.

Вторичный рынок: явные распродажи заслонили привычный технический фактор конца месяца

То, что вчера творилось на рублевом долговом рынке, с трудом напоминает последний день типичного месяца, когда инвесторы рисуют себе комфортные ценовые уровни для положительного закрытия позиций для отчетности. Бурные распродажи в пределах 30-50 бп затронули большинство ликвидных корпоративных выпусков и сегмент ОФЗ.

Приятными исключениями из правил стали сегмент «металлургия и горнодобыча», а также облигации ФСК и МТС. В бенефициарах «черного вторника» оказались выпуски **ТМК БО-1, Евраз Холдинг-2, Евраз Холдинг-4, Мечел БО-2** (около 20-40 бп роста котировок) и особенно **СУЭК-1** (+0.5 пп.).

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 786-23-48



МАКРОЭКОНОМИКА

Траты из Резервного Фонда в декабре 2010 г. USD15-20 млрд., в 2011 г. USD10 млрд.

Сегодня замминистра финансов РФ Дмитрий Панкин на конференции в Лондоне сообщил о том, что из Резервного Фонда РФ было потрачено в декабре 2010 г. USD15-20 млрд., в 2011 г. - USD10 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Данная информация полностью соответствует нашим ожиданиям. Отметим, что улучшение конъюнктуры сырьевых рынков позволило в ноябре-декабре 2010 г. рассчитывать на значительные дополнительные доходы. В результате, в ноябре появились первые официальные сообщения о возможности экономии трат из Резервного Фонда в размере RUB100-120 млрд.

Тем не менее, даже с учетом роста цены на нефть (до USD77-78 в среднем за год) становилось очевидно, что имеющихся остатков на бюджетных счетах и возможностей по внутренним заимствованиям (включая планируемый выпуск рублевых евробондов на RUB60-90 млрд.) не достаточно для покрытия образовавшихся в бюджете «дыр».

Учитывая слабую активность на внутреннем рынке (исполнение трехмесячного плана по ОФЗ на RUB300 млрд. в октябре-ноябре лишь на 60% от заявленного объема), ранее мы оценивали потребность властей в дополнительных тратах из Резервного Фонда до конца года в размере RUB500-800 млрд. из лимита RUB1.4 трлн. на 2010 г. (подробнее см. [Навигатор долгового рынка от 13.11.10](#)). Озвученные сегодня оценки в USD15-20 млрд. (RUB470-630 млрд.), с учетом уже израсходованных в апреле-марте RUB519.5 млрд., говорят об экономии как минимум RUB250 млрд. средств Резервного Фонда в этом году, что оптимистичнее как наших, так и официальных предыдущих прогнозов.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

Лукойл (Ваа2/BBB-/BBB-): позитивная отчетность по US GAAP за 3К 2010 и новая стратегия; риски новых эмиссий бумаг низки

Вчера Лукойл предоставил позитивные итоги операционной и финансовой деятельности за 3К 2010 года по US GAAP и провел телеконференцию с участниками рынка. Кроме того, совет директоров одобрил новую среднесрочную стратегию компании.

Помимо крепких показателей доходов за счет выросших цен на нефть, в указанном периоде Лукойл прошел через крупную сделку – выкуп собственных акций у ConocoPhillips. Несмотря на то, что рейтинговые агентства высказывали свои опасения по поводу рейтинга нефтяной компании, мы считаем, что в итоге сохранение его на инвестиционном уровне справедливо отражает один из наиболее крепких кредитных профилей среди российских эмитентов.

Таблица. Основные финансовые показатели Лукойла

US GAAP, USD млрд.	2008	2009	1К 10	2К 10	3К 10	3К/2К
Выручка	107.7	81.1	23.9	25.9	26.5	3%
EBITDA	17.1	14.1	3.7	3.8	4.2	12%
Чистая прибыль	9.2	7.1	2.0	2.0	2.9	50%
Операционный денежный поток	14.3	8.9	2.8	3.5	5.4	55%
Капвложения и приобретение ДЗО	10.4	6.4	1.4	1.7	1.5	-11%
Свободный денежный поток	4.0	2.5	1.4	1.7	3.8	122%
Совокупный долг в т.ч.	9.8	11.3	11.1	9.8	10.6	9%
краткосрочный долг	3.2	2.1	2.1	1.7	3.3	90%
Денежные средства и эквиваленты	2.2	2.3	3.3	3.7	3.1	-17%
Активы	71.5	79.0	81.8	82.4	81.8	-1%
Показатели						
EBITDA margin	15.9%	17.4%	15.3%	14.5%	15.8%	
EBITDA/проценты (x)	43.7	21.1	20.6	19.2	25.9	
Долг/EBITDA (x)	0.57	0.80	0.73	0.65	0.69	
Чистый долг/EBITDA (x)	0.44	0.64	0.51	0.40	0.49	
Долг/Собственный капитал (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

Из наиболее существенных моментов отчетности мы бы хотели выделить следующие:

- **Умеренный рост выручки и EBITDA** в квартальном выражении за счет позитивной динамики на сырьевых рынках.
- **Исторически максимальные денежные потоки.** В 3 квартале операционный денежный поток составил USD5.4 млрд. – практически вдвое больше, чем в среднем с начала 2008 года. Отметим, что при этом, не повышая существенно капитальные вложения, Лукойл потратил USD4.6 млрд. денежных средств на выкуп собственных акций и конвертируемых облигаций (с правом обмена также на свои акции).
- **Долговая нагрузка комфортная.** В результате всех вышеупомянутых сделок, а также привлечения синдицированного кредита на USD1.5 млрд., компании удалось сохранить более-менее стабильным и безопасным как абсолютный объем долга (USD10.6 млрд.), так и показатель «Долг/EBITDA» (0.7x).
- **Сделки после отчетной даты.** Уже в ноябре Лукойл произвел выплаты по двум крупным кредитам – упомянутый выше синдицированный кредит (погасив USD1 млрд. из USD1.5 млрд.) и еще USD570 млн. по привлеченному в августе 2009 года кредиту. По всей видимости, под эти нужды были использованы средства от размещенных днями ранее еврообондов на USD1 млрд.

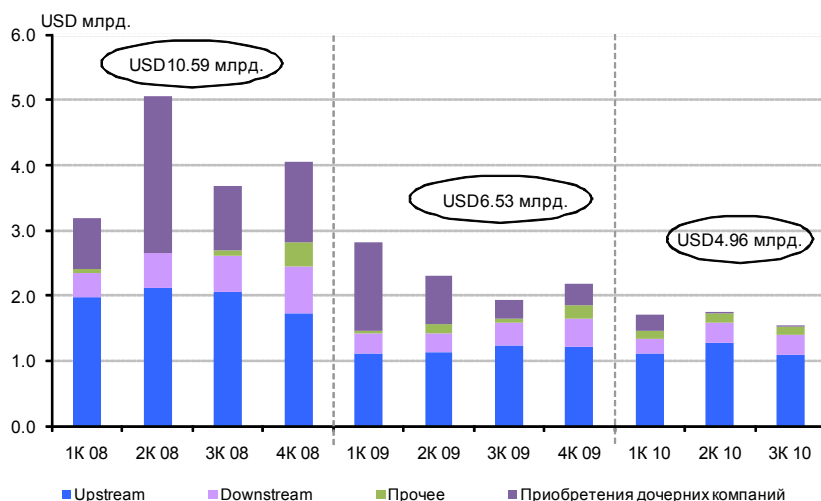
В результате, мы считаем, что 4 квартал не принесет существенных изменений в долговой нагрузке эмитента, а потому рейтинги от S&P, Moody's и Fitch не будут пересматриваться в ближайшее время.



Кроме того, вчера совет директоров Лукойла принял **среднесрочную стратегию развития компании** до 2013 года, основные положения которой также позитивны для держателей облигаций Лукойла:

- Рост добычи нефти в среднем (CAGR) до 2013 года составит 4% в год.
- Распределение капитальных вложений по сегментам сохранится на уровнях 80/20, где большая часть приходится на разведку и добычу, меньшая – на переработку и сбыт. Это согласуется с ранее озвученными планами менеджмента по сарех в даунстрим на уровне USD2 млрд. в год и совокупного – USD10 млрд. в год.
- Компания будет и далее концентрироваться на генерации денежных потоков, при этом и дивидендные выплаты будут расти, таким образом, повышая привлекательность для инвесторов.

Диаграмма. Инвестиционная программа Лукойла в 2008-2010 гг.



Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

На наш взгляд, основной вывод из этого состоит в том, что в ближайшие годы Лукойлу не понадобится выходить на рынок с крупными заимствованиями в случае отсутствия новых крупных приобретений. В связи с этим кривая Лукойла вряд ли будет находиться под давлением навеса нового предложения.

Напомним, что 3 квартал оказался «бурным» для евробондов эмитента – мы не раз рекомендовали инвесторам воспользоваться расширившимися на новостях о выкупе акций спредами. Сейчас же подобный ажиотаж закономерно прошел и даже недавно размещенный с премией к рынку **Lukoil 20** лежит на кривой Газпрома. Это означает, что у бумаг компании вряд ли имеется потенциал снижения доходности в будущем.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48

Новатэк (Baa3/BBB-/BBB-): покупка СеверЭнергии состоялась; привлечен новый кредит; все равно ожидаем евробонда

Вчера Новатэк и Газпром нефть объявили о закрытии сделки по покупке контроля в крупной нефтегазовой компании – СеверЭнергии – у Газпрома. В итоге, сумма сделки составила RUB56.3 млрд. (разделенная поровну между партнерами), что несколько выше, чем оцениваемые раньше USD1.6 млрд.

Также Новатэк вчера объявил о привлечении кредита сроком на 1 год объемом USD600 млн. от BNP Paribas, Citibank и RBS, которые ранее назывались потенциальными организаторами предстоящего выпуска еврооблигаций газовой компании на USD1.5 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что привлечение данного кредита не отменяет, а скорее даже подтверждает тот факт, что евробонд будет-таки выпущен Новатэком в ближайшее время. По всей видимости, кредитная сделка – это бридж-кредит в



ожидании более благоприятных условий для размещения еврооблигаций.

Кредитное качество Новатэка не должно, на наш взгляд, пострадать от всех планируемых сделок. Подробнее см. выпуски Навигатора долгового рынка от 09.11.2010, 13.11.2010 и 17.11.2010. Рублевые облигации эмитента сейчас торгуются на одном уровне с другими бумагами нефтегазовых компаний первого эшелона, а потому мы не видим в них торговых идей.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48

ТОРГОВЛЯ

Дикси (NR) опубликовала неаудированные результаты по МСФО за 9М 2010; операционные результаты растут; бонд интересен как buy-and-hold инвестиция

Сегодня утром ритейлер опубликовал отчетность по МСФО за 9М 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

С операционной точки зрения компания демонстрирует позитивную динамику: выручка в пересчете на доллары выросла на 25% относительно аналогичного периода прошлого года и достигла значения USD1.5 млрд. (+17% в пересчете на рубли). Наибольший вклад в позитивную динамику внесли магазины формата «Дикси» и «Мегамарт», увеличившие выручку на 17.3% и 16% соответственно.

Показатель EBITDA продемонстрировал более низкую динамику, увеличившись только на 16% в долларовом выражении (+8% в рублях), из-за чего эффективность бизнеса несколько снизилась: рентабельность по EBITDA уменьшилась по итогам 9М 2010 г. до 5.0%, тогда как по итогам 9М 2009 г. она составляла 5.4%.

Очень позитивной оказалась динамика операционных денежных потоков Дикси - рост по отношению к аналогичному периоду прошлого года составил более 150%.

Ситуация с долгом остается стабильной: совокупный долг снизился по сравнению с концом 2009 г. на 6.7% до RUB8.1 млрд. Долговая нагрузка в терминах «Чистый долг / EBITDA» сохранилась на уровне 2.6х.

На наш взгляд, рублевые облигации Дикси с погашением в марте 2011 г. интересны только в случае покупки по цене не выше 100.30% от номинала (закрытие вчерашнего дня) и в таком случае предложили бы привлекательную доходность в 8% для такой небольшой дюрации.

Мы не видим серьезных угроз для кредитного качества Дикси и не сомневаемся, что компания сможет расплатиться по своим облигациям, поэтому рекомендуем бонд Дикси в качестве инвестиции до погашения.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89

Росинтер (S&P: B-) опубликовал отчетность за 9М 2010 г. по МСФО; ждем нового предложения рублевого долга компании

Вчера Росинтер опубликовал неаудированную отчетность по МСФО за 9М 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

На операционном уровне компания демонстрирует убедительную положительную динамику: выручка выросла на 17% относительно результата за 9М предыдущего года, достигнув значения RUB7.1 млрд. Эффективность бизнеса также выросла: рентабельность по EBITDA по итогам 9М 2010 г. составила 10.5%, тогда как в течение 2009 г. она находилась на уровне 9.4%. Росинтер также отмечает рост LfL продаж на 7.4% относительно результата за 9М 2009 г.

Долговая нагрузка компании продолжает снижаться: показатель «Чистый долг / EBITDA» уменьшился в 3К 2010 г. до 1.1х с 2.7х в конце 2009 г. Этот результат был достигнут благодаря росту операционных показателей и удачно проведенному SPO, которое принесло компании денежные средства в размере более RUB1.2 млрд.



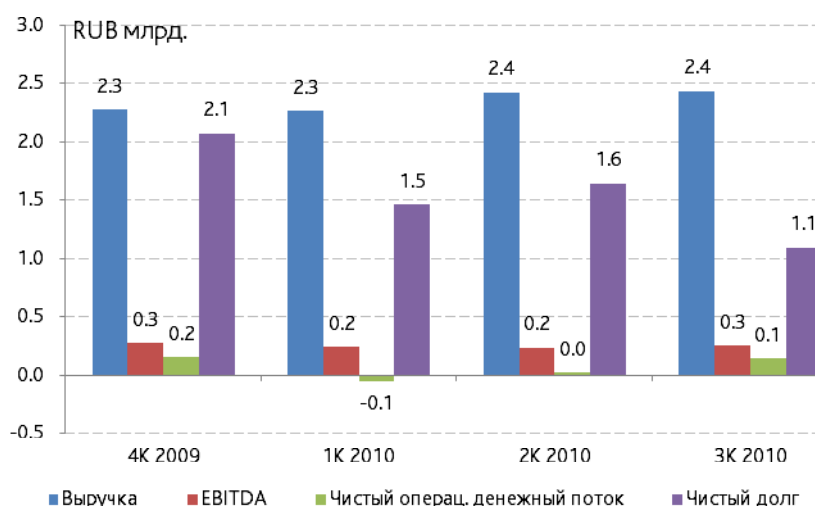
Таблица. Ключевые финансовые показатели Росинтера по МСФО

МСФО, RUB млрд.	9М 2009	2009	9М 2009	9М10/9М09	3К10/2К10
Выручка	6.08	8.36	7.13	17%	0.3%
EBITDA	0.51	0.78	0.74	46%	8.0%
Чистая прибыль	-0.23	-0.27	0.21	-194%	26%
Чистый операц. денежный поток	0.67	0.83	0.12	-82%	483%
Капвложения и M&A	0.20	0.31	0.16	-18%	-16%
Свободный денежный поток	0.47	0.52	-0.04		
Совокупный долг		2.18	1.41		-24%
Краткосрочный долг		1.16	0.73		-28%
Денежные средства и эквиваленты		0.11	0.32		49%
Активы		4.22	4.43		3%
Показатели					
EBITDA margin	8.4%	9.4%	10.5%		
EBITDA/проценты (х)	2.1	2.4	3.5		
Долг/EBITDA* (х)		2.8	1.4		
Чистый долг/EBITDA* (х)		2.7	1.1		
Долг/Собственный капитал (х)		21.2	1.0		

* Значение EBITDA за последние 12 месяцев
Источники: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

Несмотря на то, что у Росинтера нет обращающихся долговых инструментов (в конце ноября текущего года компания успешно погасила облигации совокупным объемом RUB1 млрд.), недавнее получение кредитных рейтингов от агентства S&P и благоприятная обстановка на рублевых долговых рынках могут способствовать скорому выходу Росинтера с новым предложением бондов. Тем более, что ФСФР в июле зарегистрировала новый долговой инструмент эмитента.

Диаграмма. Динамика основных показателей Росинтера за последний год



Источник: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

На наш взгляд, при текущем состоянии рынка облигаций компания смогла бы разместить 2-летние инструменты с доходностью около 9.20-9.70%, а 3-летние – с доходностью 10.00-10.50% годовых.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

S&P осуществило рейтинговые действия в отношении 5 МРК



Связьинвеста; рублевые облигации компаний не представляют интереса

Вчера рейтинговое агентство S&P опубликовало ряд пресс-релизов, в которых отразило изменение своего видения кредитных рисков в отношении 5 российских МРК: СЗТ, УрСИ, ЮТК, Центртелеком и Волгателеком.

КОММЕНТАРИЙ

Рейтинговые действия были проведены следующим образом:

МРК	Предыдущий рейтинг	Новый рейтинг
СЗТ	BB-	BB-
УрСИ	B+	BB-
ЮТК	B	B+
Центртелеком	BB-	BB
Волгателеком	BB-	BB

* - зеленый цвет означает «позитивный» прогноз по рейтингу

Источник: S&P

Решение S&P было ожидаемо рынком в преддверии реорганизации Ростелекома и объединения МРК, поэтому котировки облигаций этих компаний слабо отреагировали на опубликованную новость. Кроме того, практически все выпуски бондов УрСИ, ЮТК и Волгателекома сложно назвать ликвидными.

В последнее время неплохо торговались лишь бумаги СЗТ и Центртелекома, однако их невысокая дюрация и доходность на уровне коротких бондов МТС не позволит им продемонстрировать опережающую рынок динамику.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/ оферта	УТМ / УТР, %
Главная дорога-3	8000	5	18	5
Новикомбанк-1	2000	9	3 / 2	NA / 9.20
ЕвроХим МХК-3	5000	8.25	8 / 5	NA / 8.42
Инвестторгбанк-16о	2000	9.6	3 / 2	NA / 9.83
Удмуртия-34004	2000	8.7	5	NA / 8.79
РК Казначей-1	3000	10.5	5 / 2	NA / 10.78
Внешпромбанк-16о	3000	9.3	3 / 1	NA / 9.51
ТКС Банк-26о	1500	16.5	3 / 1	NA / 17.14
МеталлургКомБанк-1	900	9.4	3 / 1	NA / 9.61
СКБ-Банк-36о	3000	9.15	3 / 2	NA / 9.36

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 декабря	Страховые выплаты во внебюджетные фонды

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
01 дек 10	Райффайзенбанк-76о	5000	TBD	3
02 дек 10	АИЖК-17	8000	TBD	12
02 дек 10	РязанОбл-34001	2100	TBD	4
03 дек 10	ТрансФин-М-46о	500	TBD	3
03 дек 10	ТрансФин-М-56о	500	TBD	3
07 дек 10	Росдорбанк-1	1050	TBD	3 / 1

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
2 дек 10	ТрансГазСервис	3 000	9.5		1 дек 11
2 дек 10	ЮгФинСервис	900	15.25	9.1	22 май 12
3 дек 10	Трудовое	23	12		
8 дек 10	СатурнНПО-3	3 500	10		
9 дек 10	Зенит Банк-5	5 000	10.85	7.5	5 июн 12
10 дек 10	ВТБ Лизинг-7	5 000	9.7		
10 дек 10	Мастер-Банк-3	840	11		
13 дек 10	ПромНефтеСервис	3 000	9.5		12 дек 11
13 дек 10	Формат	1 000	17.5	17	13 июн 11
15 дек 10	ГАЗ Финанс	5 000	18	18	8 фев 11
15 дек 10	МосКоммерцБанк-3	5 000	1		
16 дек 10	ОГКЗ	3 000	7.75		
16 дек 10	Разгуляй-086о	2 000	0	0	23 мар 11
16 дек 10	Разгуляй-126о	1 000	0	0	23 мар 11
17 дек 10	ХКФ Банк-6	5 000	12.2		
21 дек 10	Агроком	1 500	10		
21 дек 10	Строймонтаж	1 200	0.05		
22 дек 10	ПромСвязьБанк-6	5 000	10.25		
23 дек 10	ТатФондБанк-7	1 000	13.75		22 дек 11
23 дек 10	Транскредитбанк-2	3 000	15		
24 дек 10	ДиПОС	2 000	8		
24 дек 10	Минплита Финанс	500	20	20	22 апр 11
27 дек 10	Риэл Лизинг	2 000	15		
28 дек 10	Стальфонд-Недвиж.	700	7		
30 дек 10	Ай Теко-1	630	12.5		
31 дек 10	АиФ-2	1 000	16		
31 дек 10	ИНК	3 000	16.7		
31 дек 10	МПБ	3 000	13.25		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-28-89
Дмитрий Турмышев

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко

Клиентские продажи

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46
Светлана Федоровых

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранцами инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.