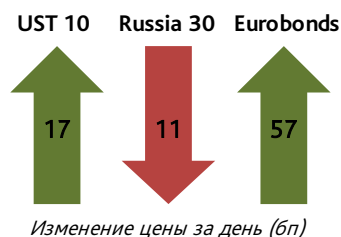


Навигатор долгового рынка

12 октября началось голосование Cbonds Awards 2011. Если Вы являетесь нашим читателем и находите аналитику «Траст» полезной, мы будем благодарны за Ваш голос в номинациях «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и «Лучшая макроаналитика». Голосование доступно по ссылке <http://www.cbonds.info/rus/vote/votes.php/params/id/85>

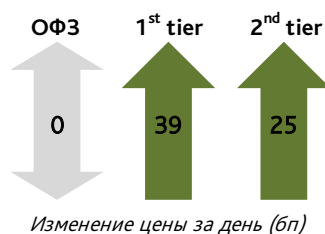
Глобальные рынки и еврооблигации

- Ⓜ **Баланс ФРС:** интерес нерезидентов к казначейским облигациям США уменьшается, однако потенциал для их роста сохраняется
- Ⓜ **Итоги торгов российскими еврооблигациями:** ослабление глобального спроса на риск в целом не остановило покупки
- Ⓜ **Открытие торгов по еврооблигациям:** динамика ключевых глобальных активов нейтральна для котировок



Рублевые облигации и денежный рынок

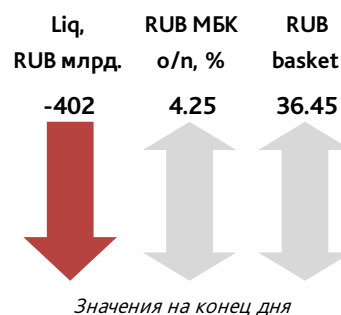
- Ⓜ **Ликвидность** на рынке корпоративных облигаций по-прежнему отсутствует и не имеет шансов со стартом налогового периода; котировки **ОФЗ** за день практически не изменились
- Ⓜ **ХКФ Банк** установил ставку купона на уровне 8.5% по 5-ой серии облигаций; условия не предполагают премии к вторичному рынку, не исключаем предъявления бумаг к оферте в октябре текущего года
- Ⓜ **Отток ликвидности** в четверг может быть связан с предстоящим завершением расчетов по страховым взносам в понедельник; аукционное РЕПО с ЦБ «держит» ставки money market на достаточно комфортных для текущих условий уровнях
- Ⓜ **Банк Русский Стандарт** разместил на вторичном рынке RUB3.5 млрд. облигаций 8-ой серии при цене 98.93% от номинала, или YTM 10.00% к погашению через полгода, т.е. по нижней границе ориентиров по доходности; учитывая цену ниже номинала, а также вхождение бумаги в список ЦБ, предложение интересно



Кредитные комментарии

- Ⓜ **ММК** прояснила некоторые детали кредитного профиля; мы склонны понизить кредитные риски, связанные с турецким активом компании; рублевые бонды по-прежнему считаем перекупленными
- Ⓜ **Группа ЧТПЗ** опубликовала отчетность по МСФО за 1П 2011; долг продолжает расти, а его структура по-прежнему некомфортна; короткий рублевый бонд – высокодоходная инвестиция до оферты
- Ⓜ **Лукойл** будет инвестировать свыше USD10 млрд. ежегодно в течение 10 лет; нейтрально для кредитного качества; еврооблигации перекуплены
- Ⓜ **Ростелеком** опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка снижается; бонды компании неликвидны и малоинтересны
- Ⓜ **Fitch** изменило прогноз по рейтингам российского **Юникредит банка** и казахстанского **АТФ Банка** с «позитивного» на «стабильный» из-за возможного понижения рейтинга материнского банка; облигации обоих банков считаем неинтересными
- Ⓜ **Moody's** лишило **Совкомфлот** (Ba1/BBB-/BBB-) рейтинга инвестиционной категории, мотивируя это существенным ухудшением финансовых показателей компании и сложной ситуации на рынке танкерных перевозок

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 12 октября ЕЦБ: денежно-кредитная политика в стиле post-Lehman
- 12 октября Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию
- 6 октября Стратегия долговых рынков: октябрь 2011 г.
- 27 сентября Банковская система в августе: кредитный бум
- 8 сентября VimpelCom Ltd. и МТС: результаты 1П 2011 г. говорят в пользу МТС

Контакты и ссылки



☎ +7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

14 окт	Первый день встречи министров финансов стран G20
13:00	Индекс потребительских цен в еврозоне за сентябрь
16:30	Розничные продажи в США за сентябрь
17:55	Индекс потребит. доверия от Мичиганского университета за октябрь (предварит.)
19:00	Переговоры главы Еврокомиссии с президентом Франции
19:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD4.25-5.0 млрд.

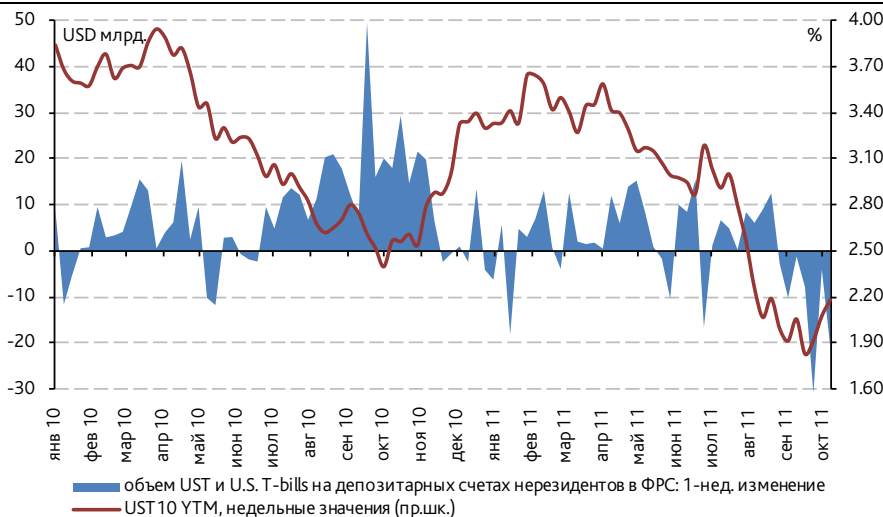
Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	311	+9
UST10	◄	2.17	-0.02
Russia 30-UST 10	▲	259	+4
EUR/USD	▼	1.3774	-0.1%
Oil (Brent)	▲	111.3	+0.2%
VIX	▼	30.7	-0.56

Баланс ФРС: интерес нерезидентов к казначейским облигациям США уменьшается, однако потенциал для их роста сохраняется

Обнародованные вчера недельные данные о состоянии баланса ФРС за неделю 6-12 октября указали на неизменность его общего объема. Вместе с тем, сопутствующие статьи показали значительное сокращение объема UST и US T-bills на депозитарных счетах нерезидентов (центральных банков других стран и пр.) в ФРС – на USD20.5 млрд., см. диаграмму 1.

ДИАГРАММА 1. 1-НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST И US T-BILLS НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ НЕРРИЗИДЕНТОВ В ФРС И ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2010 – ОКТЯБРЬ 2011



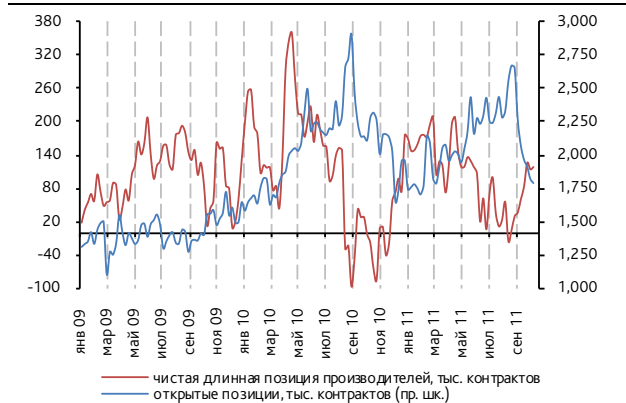
Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, НБ «Траст»

Данная ситуация всецело отражает выросший аппетит к риску и сжатие спроса на защитные активы, имевших место в последние дни на факторе снижения напряженности вокруг европейских долговых историй. Снижение спроса на UST в явной форме выражалось в слабом спросе на аукционах по казначейским облигациям, равно как и в существенном снижении котировок американского суверенного долга на вторичном рынке.

В свою очередь позиции участников в производных инструментах на корзину 10-летних американских казначейских облигаций на UST вполне указывают на возможность дальнейшего роста: в последние недели мы видим снижение цен инструмента при сокращении общего числа открытых позиций. Это происходит на фоне увеличения чистой длинной позиции производителей (операторов), т.е. разницы между длинными и короткими позициями, открытыми участниками, которые используют срочный рынок для хеджирования рисков, возникающих вследствие обладания базовым активом (см. диаграммы 2, 3). Совокупность этих факторов является бычьим признаком.

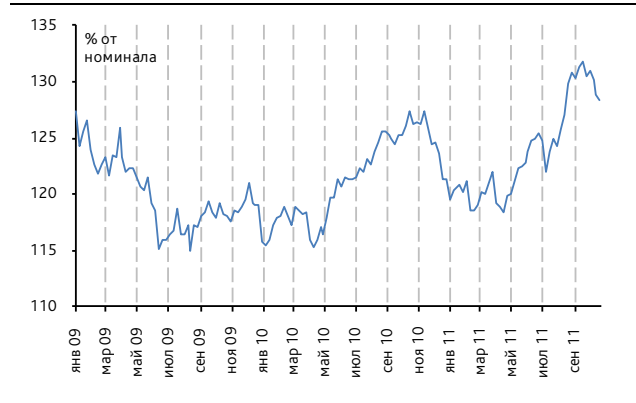
Таким образом, мы по-прежнему полагаем, что возврат доходностей казначейских облигаций в диапазон 1.80-1.95% в терминах UST10 мы увидим в текущем месяце, в соответствии с нашим видением, озвученном в «Стратегии долговых рынков: октябрь 2011 г.».

ДИАГРАММА 1. ЧИСТАЯ ДЛИННАЯ ПОЗИЦИЯ ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ И ЧИСЛО ОТКРЫТЫХ ФЬЮЧЕРСНЫХ И ОПЦИОННЫХ ПОЗИЦИЙ В КОНТРАКТАХ НА КОРЗИНУ 10-ЛЕТНИХ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ НА СМЕ



Источник: Reuters, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА БЛИЖАЙШЕГО (АКТИВНОГО) ФЬЮЧЕРСНОГО НА КОРЗИНУ 10-ЛЕТНИХ КАЗНАЧЕЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ НА СМЕ



Источник: Reuters, НБ «Траст»

Итоги торгов российскими еврооблигациями: ослабление глобального спроса на риск в целом не остановило покупки

Ослабление спроса на риск на глобальных рынках, вызванное в первую очередь фактическими цифрами внешнеторговой статистики Китая хуже ожиданий, привело к смешанной динамике российских евробондов в четверг. Так, в суверенных бумагах прошла фиксация прибыли: рублевый выпуск **Russia 18** на вчерашних торгах подешевел на 30 бп, основной суверенный выпуск **Russia 30** потерял порядка 10 бп, снизившись до 115.56% от номинала. Также прошли заметные продажи в средних по длине выпусках Газпрома (**Gazprom-18, 19**), потерявших 1.0-1.5 п.п.

Тем не менее в большинстве ликвидных корпоративных выпусков покупки продолжились. В частности, активно покупались рублевые выпуски Россельхозбанка (**RusAgrBank 13, 16**) прибавившие 30-40 бп, также покупки шли в долларовых выпусках ВТБ, Сбербанка и уже упомянутого Россельхозбанка.

Открытие торгов по еврооблигациям: динамика ключевых глобальных активов нейтральна для котировок

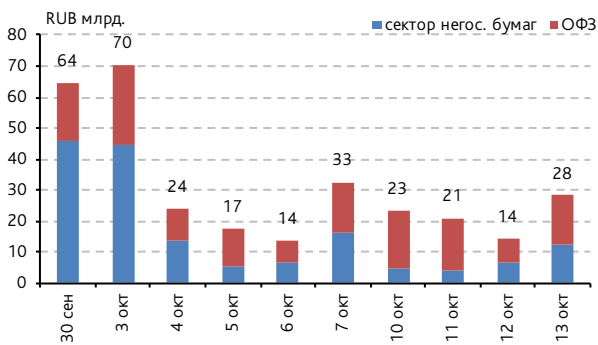
На вчерашних торгах в США мы видели снижение основных индексов акций, что определило преимущественно негативный характер торгов на азиатских рынках. Сегодня утром наблюдаются попытки возобновления покупок в рисковом активах (commodities, валюты против доллара). Совокупность данных факторов позволяет ожидать открытия торгов в российских евробондах на уровнях вчерашнего закрытия и не рассчитывать на формирование единого тренда внутри дня, как минимум до публикации статистики из США.



Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	47.5%
от 1 до 1.5 лет	4.8%
от 1.5 до 2 лет	2.9%
от 2 до 3 лет	11.6%
от 3 до 5 лет	25.4%
> 5 лет	7.8%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.37%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	8.05%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.40%	6.5
Банки	8.44%	1.5
Корп 1 эшелон	7.74%	2.5
Корп 2 эшелон	8.72%	2.0

Ликвидность на рынке корпоративных облигаций по-прежнему отсутствует и не имеет шансов со стартом налогового периода; котировки ОФЗ за день практически не изменились

В среду ситуация на рынках рублевого долга существенно не улучшилась, фактически весь объем торгов сконцентрировался в бумагах госсектора. Цены на ОФЗ практически не изменились за день, однако отмечались продажи в более длинных выпусках в лице ОФЗ 25077 (-45 бп по цене, YTM 8.23%), которые мы связываем с фиксацией прибыли участниками в преддверии расчетов по налогам.

В корпоративном секторе основной объем торгов сконцентрировался в бумагах Банк Санкт-Петербург БО-1, по которым вчера была оферта. По всей видимости, держатели выпуска «занесли» эмитенту практически весь объем выпуска. Единичные сделки отмечались в бумагах АФК Система, Башнефти, Транснефти и Сибметинвеста по ценам на 10-30 бп выше закрытия среды.

ХКФ Банк установил ставку купона на уровне 8.5% по 5-ой серии облигаций; условия не предполагают премии к вторичному рынку, не исключаем предъявления бумаг к оферте в октябре текущего года

По данным Интерфакса, ХКФ Банк установил следующую ставку купона по 5-й серии облигаций на уровне 8.5%. Напомним, что 24 октября по выпуску предстоит оферта, а купон выплачивается ежеквартально. Последний раз бумага торговалась в районе номинала, что предполагает эффективный уровень доходности YTM 8.77% к погашению в апреле 2013 г.

Предложенные условия предполагают премию к наиболее ликвидным ОФЗ 25072 и ОФЗ 25078 на уровне 190-200 бп на горизонте чуть менее полутора лет, что вполне соответствует рыночным условиям. Так, более короткие облигации ХКФ Банк-6 торгуются к суверенной кривой с премией в 190 бп на диапазоне чуть более года, а двухлетние ХКФ БО-3 котируются со спредами 210-230 бп. Тем не менее банк не предлагает премии к вторичному рынку по 5-ой серии бондов, в связи с чем предложенные параметры, на наш взгляд, нельзя назвать привлекательными для инвесторов, и мы не исключаем, что некоторые держатели облигаций предпочтут реализовать возможность досрочно погасить облигации. По нашему мнению, банку по силам осуществить выплаты по бумагам, исходя из запаса денежных средств (RUB5.8 млрд. на 1П 2011 г.).

Напомним, что структура фондирования ХКФ Банка характеризуется существенной зависимостью от публичных рынков долга. По итогам 1П 2011 г. доля выпущенных ценных бумаг составила выше половины от всех заемных средств, что может вызвать ограниченные возможности рефинансирования в случае ухудшения рыночной конъюнктуры. Впрочем, основной объем погашений по облигациям приходится на 2013-2014 гг, а в 2012 г. состоятся оферты по трем выпускам облигаций на общую сумму в RUB13 млрд.

ХКФ Банк	Ва3/В+/ВВ-
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	89.4
NIM	22.2%
NPLs (+90 дней)	6.6%

Заметим, что банк продолжает демонстрировать высокие для отрасли показатели рентабельности (ROAE выше 30%), генерируя существенный объем средств для роста бизнеса и поддержания комфортного уровня достаточности капитала (Tier 1 составляет 24.3% по итогам 1П 2011 г.). Одновременно банк обладает устойчивыми позициями на рынке розничных услуг, что позволяет привлекать существенный объем вкладов. Так, с начала 2010 г. банк нарастил депозитную базу в 2.5 раза и увеличил ее долю в пассивах до 25% к 01.09.2011 (около 10% в начале 2010 г.), по данным РСБУ.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

- 14 окт Погашение ОБР-20 (RUB10.2 млрд.)
- 17 окт Уплата страховых взносов за сентябрь
- 19 окт Аукцион ОФЗ 25079 на RUB10 млрд.
- 19 окт Возврат Минфину RUB20 млрд. бюджетных средств с депозитов
- 19 окт Выплата купонов по ОФЗ (в совокупности RUB4.15 млрд.)
- 20 окт Уплата 1/3 НДС за 3К 2011

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.75/5.25	4.00	5.25	4.00/4.50
2-й круг	5.00/5.50	4.25	5.75	4.25/4.75

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.75-5.25	5.00-5.25	4.00-4.50

Отток ликвидности в четверг может быть связан с предстоящим завершением расчетов по страховым взносам в понедельник; аукционное РЕПО с ЦБ «держит» ставки money market на достаточно комфортных для текущих условий уровнях

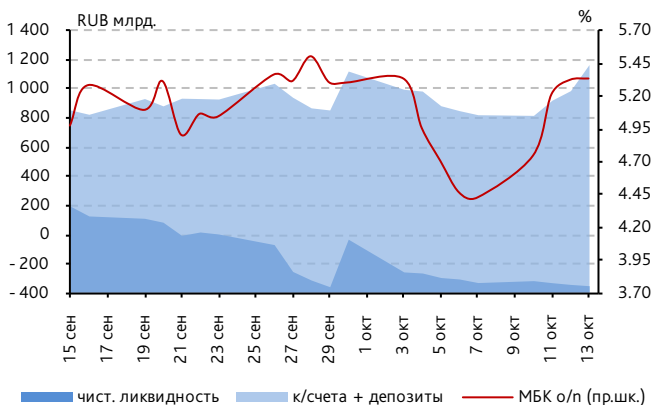
Суммарные остатки на корсчетах и депозитах в четверг заметно снизились – на RUB158.3 млрд. до RUB1002.5 млрд., а чистая ликвидная позиция банков по операциям с ЦБ показала новый локальный минимум с 2009 г. – показатель сократился до -RUB402.4 млрд. (на RUB46.1 млрд.). Отток средств из системы вполне может быть связан с завершением в предстоящий понедельник расчетов по страховым взносам, общий объем выплат по которым мы оцениваем на уровне RUB190-210 млрд.

Объемное привлечение банками однодневной ликвидности на аукционах РЕПО с ЦБ (RUB284.3 млрд.) позволило ставкам money market остаться на низком уровне: привлечение средств в овернайт для банков первого круга вчера на конец дня обходилось в 4.0-4.5% (как и в четверг). Однодневное фондирование на рынке междилерского РЕПО вчера подешевело на 20-30 бп до 5.30-5.40% в терминах сделок под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона.

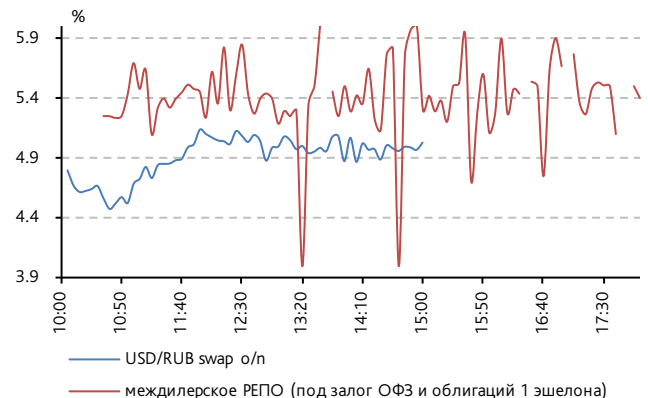



Роман Дзугаев
 +7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday




Кредитные комментарии

ММК прояснила некоторые детали кредитного профиля; мы склонны понизить кредитные риски, связанные с турецким активом компании; рублевые бонды по-прежнему считаем перекупленными

После подробного общения с IR ММК мы несколько пересмотрели наше отношение к их кредитным рискам, связанным с инвестиционным проектом в Турции. Компания также раскрыла некоторые детали планов на 2012 г.

КОММЕНТАРИЙ

В нашем специальном обзоре [«Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию»](#) мы отмечали несколько характерных кредитных рисков ММК, вызывающих у нас беспокойство. После более детального общения с IR службой компании, мы дополнительно уточнили несколько важных черт операционного профиля ММК.

1. Первая из них касается турецкого актива ММК.

Компания сообщила, что основные инвестиции в этот проект закончились уже в 3К 2011 г., поэтому его выход на полную производственную мощность произойдет уже в начале 2012 г. ММК планирует произвести на турецких площадках около 0.8 тыс. тонн стальной продукции по итогам 2011 г., что приблизительно составит порядка 6-7% от совокупных мощностей компании. По мере выхода проекта на запланированную мощность в 2.3 млн. тонн стальной продукции в год его доля в совокупном производстве компании превысит 17-20%. Наше предположение о необходимости дополнительных инвестиций в размере около USD600 млн. оказалось слишком негативным: фактически ММК во 2П 2011 г. потратит на него совокупно порядка USD360 млн., включая затраты на капитальное строительство (чуть более USD100 млн.) и выкуп контрольной доли проекта у семьи Атакаш за USD485 млн. (половина этой суммы была заплачена в 1П 2011 г.).

Кроме того, турецкий актив использует электродуговые печи, основным сырьем для которых является металлолом, следовательно, его консолидация не ухудшит общих показателей самообеспеченности сырьем у ММК. Выход на запланированную производственную мощность турецкого актива, а также отсутствие необходимости в дальнейших инвестициях в этот актив в среднесрочной перспективе, безусловно, должны положительно сказаться на динамике свободного денежного потока ММК. Мы пересмотрели наше отношение к турецкому активу компании и теперь не считаем, что он может быть источником дополнительных рисков для ММК.

2. Вторая из черт кредитного профиля, которую мы прояснили в компании, относится к ее долговой нагрузке.

ММК видит для себя комфортным уровень долговой нагрузки в терминах «Долг/ЕБИТДА» на уровне около 2.0х, поэтому по мере выхода турецкого проекта на полную мощность, компания планирует постепенно снижать долговую нагрузку до указанного уровня как за счет роста операционных показателей, так и за счет погашения части займов. Представитель компании также отметил, что ковенанты по валютным кредитам ММК ограничивают максимальный размер долговой нагрузки уровнем 3.5х по показателю «Долг/ЕБИТДА».

Кроме того, краткосрочный долг объемом около USD332 млн. – это квартальный револьверный кредит ее трейдингового подразделения, который имеет лимит порядка USD600 млн. и ставку, привязанную к 3М LIBOR. По словам представителя компании, условия по этому кредиту не будут пересматриваться в ближайшее время, поэтому эта часть короткого долга не вызовет проблем с рефинансированием.

В специальном обзоре мы высказывали опасение, что часть 5%-го пакета акций Fortescue, которым владеет ММК, может находиться под банковским обременением. В компании нас уверили, что эта инвестиция является стратегической, поэтому под банковским обременением не находится. На наш взгляд, эти акции можно рассматривать как дополнительную подушку ликвидности, но с определенными оговорками: столь крупный пакет быстро на открытом рынке продать будет проблематично, однако при наличии интереса со стороны стратегического инвестора его продажа может произойти в сравнительно короткие сроки.

3. Третий комментарий ММК касался планов по капитальным затратам.

Представитель компании заверил нас, что капитальные затраты в 2011 г., по всей вероятности, окажутся несколько ниже ранее запланированных и составят около USD1.0-1.1 млрд. Так, во 2П текущего года ММК направит на эти цели лишь порядка USD650 млн. (включая оставшиеся затраты на выкуп 50% доли в турецком проекте).

ММК	Ва3/NR/BB+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	4.6
ЕБИТDA margin	17%
Долг/ЕБИТDA	2.8

Планы по сарех на 2012 г. были также снижены с приблизительно USD1.2 млрд. до USD0.8-0.9 млрд. Это должно оказать дополнительный положительный эффект на свободный денежный поток ММК.

Учитывая полученные от компании комментарии, мы несколько смягчаем наше отношение к ее кредитному качеству, исключая турецкий проект из списка потенциальных рисков. Тем не менее в сравнении с остальными металлургами «первой лиги», кредитное качество ММК выглядит самым слабым. Основными проблемами компании мы считаем ее невысокую обеспеченность собственным сырьем, уязвимую ликвидную позицию и сравнительно высокий уровень короткого долга, который, несомненно, потребует рефинансирования в ближайший год. Долговая нагрузка ММК по итогам 1П 2011 г. оказалась выше, чем у Евраз, а свободный денежный поток пока не вышел на положительную территорию.

Существующий сейчас спред между рублевыми бондами ММК и Евраз, на наш взгляд, после улучшения ситуации на долговых рынках должен снизиться до минимальных значений как за счет снижения доходности бумаг Евраз, так и за счет роста доходности бондов ММК.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Группа ЧТПЗ опубликовала отчетность по МСФО за 1П 2011; долг продолжает расти, а его структура по-прежнему некомфортна; короткий рублевый бонд – высокодоходная инвестиция до оферты

Вчера один из крупнейших в России производителей труб – Группа ЧТПЗ – опубликовала промежуточную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели ЧТПЗ выглядят очень неплохо: выручка и EBITDA продемонстрировали сопоставимый рост в годовом выражении на уровне 68% и 61% соответственно. Во многом подобная картина объясняется ростом производства труб чуть более чем на 40% относительно 1П 2010 г. Наилучшую динамику в трубном дивизионе продемонстрировало направление ТБД за счет успешного запуска проекта «Высота 239». Наибольшее давление на операционную рентабельность в 1П 2011 г. оказывал рост цен на стальной лист (затраты по этой статье выросли почти в 2 раза), целиком переложить рост цен на сырье на потребителей труб компании не удалось, поэтому консолидированная рентабельность по EBITDA несколько снизилась – до 19%.

Несмотря на хорошую динамику выручки и EBITDA, очевидные проблемы на операционном уровне у компании все же остаются.

Во-первых, ЧТПЗ продолжает генерировать отрицательный чистый денежный поток, сохраняя уровень капитальных затрат на сравнительно высоком уровне. Необходимый объем финансирования компания привлекает на долговом рынке, поэтому ее совокупный долг увеличился за год почти на RUB25 млрд.

Во-вторых, уже в 1П 2011 г. компания существенно нарастила объем дебиторской задолженности (на RUB12 млрд.), это во многом и объясняет негативную динамику чистого операционного денежного потока, а также может косвенно свидетельствовать об ухудшении ситуации на рынке труб. Мы уже отмечали, что ЧТПЗ в августе приходилось временно останавливать производство ТБД из-за отсутствия заказов от крупных потребителей, поэтому по итогам всего 2011 г. вполне вероятно, что компания в очередной раз не сможет вывести чистый операционный денежный поток на положительную территорию.

В-третьих, ЧТПЗ участвует в M&A сделках, которые не совсем подходят ей по профилю. Так, в мае 2011 г. компания приобрела неконтрольный пакет (19%) акций производителя ниобия, а затем увеличила свою долю в этой компании до 30%, совокупно затратив на эту операцию более RUB3.2 млрд. Мы уже отмечали (см. «Навигатор долгового рынка» от 22.07.2011), что в текущей ситуации с долгом компании покупка неконтрольной доли в непрофильном активе вызывает как минимум удивление.

ЧТПЗ	NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	63.1
EBITDA margin	19%
Долг/EBITDA	4.6

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЧТПЗ

МСФО, RUB млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	37.6	85.4	63.1	32%	68%
ЕВИТДА	7.6	16.9	12.2	31%	61%
Чистая прибыль	3.0	4.7	4.2	143%	38%
Чистый операц. денежный поток	-4.6	-9.9	-4.3		
Капвложения и М&А	5.1	18.8	9.7	-29%	92%
Свободный денежный поток	-10.0	-21.2	-10.8		
Совокупный долг, в т.ч.	74.5	85.8	98.2	14%	32%
краткосрочный долг	38.4	46.5	50.7	9%	32%
Денежные средства и эквиваленты	4.2	3.6	2.7	-26%	-37%
Активы	104	113	133	17%	28%
Показатели					
ЕВИТДА margin	20.1%	19.8%	19.3%		
ЕВИТДА/проценты	1.8	1.9	2.4		
Долг/ЕВИТДА*	6.4	5.1	4.6		
Чистый долг/ЕВИТДА*	6.0	4.9	4.4		
Долг/Собственный капитал	24.8	18.2	11.0		

* значение ЕВИТДА за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

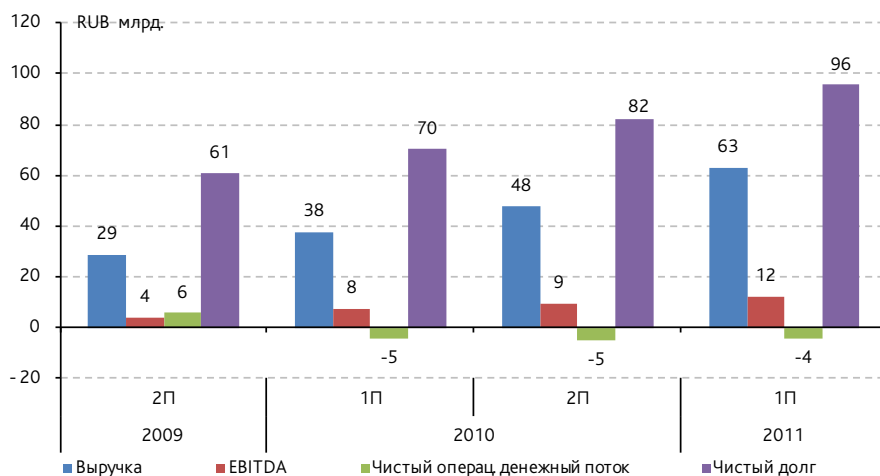
Ситуация с долгом ЧТПЗ остается уязвимой, и мы отмечаем несколько откровенно слабых мест в кредитном портфеле компании.

В абсолютных показателях долговая нагрузка остается сравнительно высокой – около 4.4x по показателю «Чистый долг/ЕВИТДА», что на фоне вполне вероятного снижения операционных показателей во 2П 2011г. может оказаться слишком большим значением.

Главная проблема кредитного профиля компании – это очень большой краткосрочный долг, который составляет более 50% кредитного портфеля компании. Ситуация на долговых рынках далека от стабильной, поэтому столь существенные потребности в рефинансировании могут вылиться в значительные проблемы для кредиторов компании.

Позитивным моментом можно считать только то, что открытые кредитные линии покрывают чуть более RUB30 млрд., а выплаты по облигациям – наиболее близкие выплаты для кредиторов ЧТПЗ.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЧТПЗ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Из двух выпусков рублевых бондов ЧТПЗ ликвидность присутствует только в выпуске ЧТПЗ БО-1, которые предлагает доходность к оферте в декабре 2011 г. на уровне 18%. Эти бумаги можно считать интересной инвестицией до оферты для инвесторов с высоким аппетитом к риску.



Дмитрий Турмышев
 +7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Лукойл будет инвестировать свыше USD10 млрд. ежегодно в течение 10 лет; нейтрально для кредитного качества; еврооблигации перекуплены

Лукойл подготовил инвестиционную программу на ближайшие 10 лет, предусматривающую ежегодные инвестиции в размере USD10 млрд., сообщает Интерфакс. Большую часть средств планируется направить в сегмент разведки и добычи, в частности на проект «Западная Курна - 2» и освоение Северного Каспия.

КОММЕНТАРИЙ

На наш взгляд, инвестиционная программа в USD10 млрд. в год является вполне посильной для компании без потери кредитного качества, поскольку ожидаемый операционный денежный поток с лихвой покрывает инвестиционные затраты.

Исходя из динамики денежных потоков в прошлые годы и прогнозов добычи, Лукойл может ежегодно генерировать операционный денежный поток в размере порядка USD15 млрд. при сохранении цены на нефть в USD100 за барр. По данным компании, в 2012-2013 гг. планируется стабилизировать показатели добычи, а с 2014 г. ежегодный рост производства составит 1.6% вплоть до 2021 г.

Помимо цены на нефть важнейшим драйвером операционных денежных потоков будет являться налогообложение. Переход на налоговый режим «60-66», скорее всего, окажет положительное влияние на денежные потоки Лукойла. Однако, эффект увеличения базовой ставки НДС до RUB446 за тонну в 2012 г. и RUB470 за тонну в 2013 г. окажет противоположный эффект. По нашим оценкам, от этой меры операционный денежный поток может уменьшиться примерно на 4% в 2012 г. и 7% в 2013 г., что позволит компании сохранить высокие значения генерируемого свободного денежного потока.

ТАБЛИЦА. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ЛУКОЙЛА

US GAAP, USD млрд.	2008	2009	2010	1П 2011
Чистый операц. денежный поток	14.3	8.9	13.5	8.3
Капвложения	10.5	6.5	6.6	5.7
Свободный денежный поток	3.8	2.4	6.9	4.7
Средняя цена Brent (USD/бар.)	97	61	78	108

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Новость нейтральна для внутренних и внешних облигаций Лукойла. Мы считаем, что справедливый уровень премии к евробондам Газпрома должен составлять 30-40 бп., что не предполагает интересных торговых идей в выпусках Лукойла при текущих ценах. К рублевым бумагам мы также относимся нейтрально, поскольку они торгуются с bid/ask спредами выше 1-2 п.п.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Ростелеком опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка снижается; бонды компании неликвидны и малоинтересны

Вчера крупнейший оператор фиксированной связи опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели компании продемонстрировали сравнительно скромный рост: выручка увеличилась на 7% до RUB144 млрд., EBITDA – всего на 3% до RUB56 млрд. Основным драйвером роста операционных показателей оказались услуги ШПД к интернету (абонентская база за 1П 2011 г. выросла на 30%). Выручка от услуг фиксированной телефонной связи увеличилась всего на 6% за счет увеличения тарифов. Это направление деятельности на данный момент является основным для компании (около 32% консолидированной выручки), поэтому совокупные показатели выручки и EBITDA оказываются под давлением результатов этого сегмента.

Долговая нагрузка Ростелекома несколько снизилась – до 1.4x по показателю «Чистый долг/EBITDA» благодаря погашению части кредитов и займов. Этот уровень можно считать безопасным для телекоммуникационной компании. Ростелеком генерирует положительный свободный денежный поток (RUB15.6 млрд. по итогам

Лукойл	Ваа2/BBB-/BBB-
<i>US GAAP, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	64.5
EBITDA margin	16%
Долг/EBITDA	0.6

Ростелеком	S&P: BB+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	144
EBITDA margin	39%
Долг/EBITDA	1.5

1П 2011 г.), что позволяет компании постепенно снижать размер совокупного долга. Планы по капитальным затратам на ближайшие 5 лет предполагают расходы в размере около 20% от выручки ежегодно, на наш взгляд, компании по силам покрывать этот объем инвестиций за счет собственных средств. Однако планы по активной экспансии на рынок ШПД, а также наращивание абонентской базы мобильного интернета, по всей видимости, приведут к нескольким M&A сделкам, которые могут несколько ухудшить балансовые показатели Ростелекома.

Долговые инструменты Ростелекома не отличались хорошей ликвидностью с момента завершения первого этапа преобразования компании (апрель текущего года). Неплохо торговались только отдельные выпуски (**Ростелеком-9** и **Ростелеком-11**), однако и по ним в последнее время сделок практически не было. Мы нейтрально относимся к облигациям компании и не ожидаем, что интерес инвесторов к этим бумагам вырастет в среднесрочной перспективе.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Fitch изменило прогноз по рейтингам российского Юникредит банка и казахстанского АТФ Банка с «позитивного» на «стабильный» из-за возможного понижения рейтинга материнского банка; облигации обоих банков считаем неинтересными

Вчера Fitch изменило прогноз с «позитивного» на «стабильный» по рейтингам дочерних банков Unicredit: «BBB+» российского Юникредит банка и «BBB» казахстанского АТФ Банка. Основной причиной послужило помещение на пересмотр с возможностью понижения рейтинга материнского банка и рост неопределенности относительно дальнейшей способности группы поддерживать свои дочерние структуры. АТФ Банк при этом, по мнению Fitch, имеет меньшую стратегическую ценность для Unicredit, поэтому его рейтинг на одну ступень меньше, чем у российского подразделения.

КОММЕНТАРИЙ

По нашему мнению, действие Fitch вполне оправдано и мы не исключаем дальнейших негативных рейтинговых действий в отношении дочерних структур банка Unicredit при ухудшении его кредитного профиля, поскольку считаем возможность поддержки со стороны акционеров важным фактором кредитных профилей банков.

Напомним, что помещение рейтинга итальянского банка Unicredit на пересмотр с возможностью понижения связано в первую очередь со снижением суверенного рейтинга Италии до «А+» (прогноз «негативный») на прошлой неделе. Впрочем, по оценкам Fitch, группа Unicredit обладает одним из наиболее комфортных уровней достаточности капитала (выше 9%) среди других итальянских банков, рейтинги которых были понижены сразу же. Тем не менее обострение проблем с суверенным долгом в европейских странах может оказать существенное давление на рейтинги банка в дальнейшем.

Для казахстанского АТФ Банка, фактор поддержки от акционеров является основным залогом устойчивости кредитного профиля, из-за негативной динамики основных финансовых показателей (см. «Навигатор долгового рынка» от 06.09.2011) и высокого уровня зависимости от средств группы. По итогам 1П 2011 г. около 16% от всех обязательств составили средства Unicredit, вдобавок, акционеры последовательно вливают средства в капитал банка, а также предоставляют денежное возмещение АТФ Банку начислений в резервы на обесценение корпоративных займов.

Представители группы ранее не раз заявляли о планах выхода с рынка банковских услуг Казахстана в долгосрочной перспективе, что только усиливает неопределенность относительно дальнейшей поддержки АТФ Банка в случае ухудшения кредитных метрик материнской группы.

Российский рынок банковских услуг, на наш взгляд, для группы перспективнее, учитывая более высокие показатели рентабельности российского подразделения. Согласно отчетности Юникредит банка за 2010 г., доля средств связанных с акционерами сторон составила чуть менее 19% от заемных средств банка. Впрочем заметим, что банк занимает устойчивые рыночные позиции в сегменте корпоративных и розничных услуг, что позволяет привлекать клиентские средства в пассивы.

Юникредит банк	NR/BBB /BBB+
МСФО, 2010	
Кредиты, RUB млрд.	401.5
NIM	4.7%
NPLs (+90 дней)	4.6%

АТФ Банк	Ba2/ WR/BBB
МСФО, 1П 2011	
Кредиты, KZT млрд.	947.4
NIM	2.8%
NPLs (+90 дней)	35.9%

На данный момент рублевые выпуски российского Юникредит банка неликвидны, поэтому едва ли можно ожидать существенной реакции на новость. Котировки на покупку бумаг при этом стоят на данный момент существенно выше номинала, не предполагая торгового интереса.

Еврооблигации АТФ Банка предлагают YTM 9.4-9.6% на диапазоне 3-5 лет. На наш взгляд, слабые финансовые показатели банка, как и возможный уход итальянской группы, уже заложены в котировках бондов. Учитывая отсутствие ковенант по бумагам на возможную смену структуры акционеров, а также высокие кредитные риски всего банковского сектора Казахстана, мы считаем инвестиции в выпуски неинтересными.



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
7 окт	Платежные системы-1	0.35	8.25%	5	8.07%
4 окт	ВЭБ-10	15.0	8.50%	5*	8.68%
3 окт	АТЭК-2	0.3	11.00%	1	11.29%
29 сен	ВостЭкспресс-26о	2.0	10.50%	1*	10.77%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-Б	1.7	3.00%	32	3.03%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-А	3.3	9.00%	32	9.31%
14 сен	ЮниКредит Банк-ИИП	5.0	8.20%	5	8.37%
31 авг	ТрансФин-М-136о	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-126о	0.5	8.50%	3	8.68%
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	8.50%	5*	8.68%
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	12.50%	1*	13.08%
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-36о	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-16о	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-16о	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-66о	2.0	6.95%	1*	7.07%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
18 окт	ОТКРЫТИЕ ФК-1	5.0	н.д.	3
18 окт	Номос-Банк-26о	5.0	8-8.75%	2*
21 окт	СЗКК-3	5.0	н.д.	9*
21 окт	СЗКК-4	5.0	н.д.	9*
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	н.д.	5

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
14 окт	Новопластуновское	0.0	12.00%	12.00%	1*
18 окт	Кубанская Нива	0.6	15.50%	15.50%	3
18 окт	Тензор-16о	0.3	12.00%	12.00%	1*
19 окт	МКБ-8	3.0	9.70%	9.00%	1*
19 окт	РостТелеком-13	2.0	11.00%	6.50%	1
20 окт	КИТ Финанс Капитал	0.3	11.00%	11.00%	3
24 окт	Трансфин-М-04	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-05	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-06	0.5	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-07	0.5	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-08	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	ХКФ Банк-5	4.0	8.15%	8.50%	2
25 окт	МБРР-3	3.0	7.25%	н.д.	2
28 окт	БИН Банк-2	1.0	8.85%	8.85%	1*
3 ноя	ЕАБР 3	5.0	10.50%	н.д.	5
3 ноя	Югинвестрегион	0.9	13.75%	8.90%	2*
11 ноя	Мечел-016о	5.0	12.50%	н.д.	1
16 ноя	ВнешПромБанк	1.5	9.00%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
18 окт	МДМ Банк-05	3.0
18 окт	ПромТрактор-2	3.0
19 окт	Белгородская Обл-4	1.0
20 окт	Нижегородская Обл-3	0.8
20 окт	Группа Джей Эф Си	2.0
21 окт	ПАВА-2	1.0
25 окт	АК БАРС Банк-3	3.0
26 окт	Иркутская Обл-315	0.3
27 окт	Газпром-08	5.0
27 окт	РФЦ Лизинг	0.0
31 окт	Ханты-МансийскийБанк-1	3.0
2 ноя	Протек	5.0
4 ноя	Терна-2	1.5
4 ноя	РФА Инвест-1	0.6
9 ноя	Зенит Банк-3	3.0
17 ноя	ПарнасМ-2	1.0
17 ноя	РостТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetalloInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11
21 июн	VTB 13CN	CNY	1000	2.95%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175
16 ноя	MDM 11E	EUR	300
30 ноя	Mir. KhliboProduct 11	USD	250
14 дек	Philippines 11	USD	50000

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Петр Макаров

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@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 намереваться 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. Иностранные 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 контрагентом Банка в США и предназначается только для тех 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 понимают 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 контрагентом Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых 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 данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.