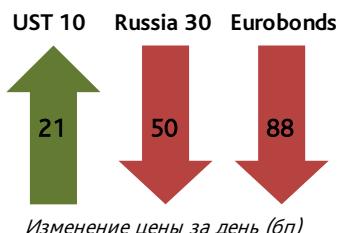


# Навигатор долгового рынка

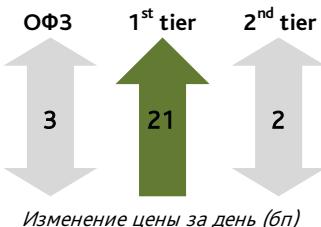
## Глобальные рынки и еврооблигации

- Данные по балансу ФРС отражают выросший спрос на защитные активы; итоги выступления главы ФРБ Нью-Йорка не меняют нашу позицию по новым стимулам в американской экономике – их может не последовать вплоть до 2013
- Неутешительные итоги аукционов по госбумагам Франции и Испании; на вторичном рынке спреды суверенных бумаг бьют рекорды; быстрого снижения волатильности не ждем даже при реализации благоприятного сценария
- Итоги торгов по еврооблигациям:** снижение котировок на фоне продолжающегося ухода из рисков; новые выпуски Газпрома смотрелись лучше рынка; цена Russia 30 опустилась до минимума с конца октября
- Открытие торгов по еврооблигациям:** европейские проблемы продолжают давить на рынки; нефть восстанавливается, но поводов для разворота сегодня не видим
- S&P повысило на одну ступень рейтинг Бразилии (Baa2/BBB/BBB), прогноз «стабильный»; не ждем покупок в суверенных долгах стран ЕМ, в частности Бразилии, на фоне сохраняющихся проблем в Европе
- Отчет спецгруппы Еврокомиссии: задолженность по налогам в Греции составляет почти 25% ВПП; данные подтверждают острую необходимость в проведении реформ



## Рублевые облигации и денежный рынок

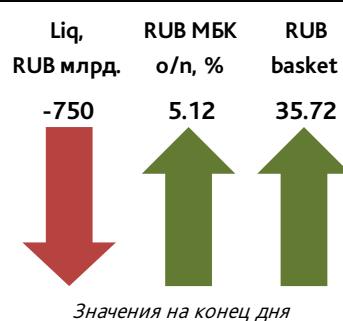
- Продажи в дальних выпусках кривой ОФЗ; на вторичные торги вышли Нижегородская область-7 и Росбанк БО-3 и отторговались на уровнях не ниже номинала
- Бинбанк предлагает инвесторам рублевые облигации; несмотря на предложение высокой доходности бумаг, участие в размещении, на наш взгляд, неинтересно из-за высоких кредитных рисков эмитента
- Сокращение корсчетов и депозитов обусловлено меньшим привлечением в рамках однодневного РЕПО с ЦБ в четверг; рост ставок МБК в преддверии расчетов по налогам в понедельник



## Кредитные комментарии

- ЕвроХим опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 9М 2011; выкуп собственных акций потребовал увеличения долговой нагрузки; М&А сделки потребуют ее дальнейшего роста; еврооблигации – хороший защитный актив, рублевые бонды неликвидны
- Татнефть все же может получить компенсацию за ввод налогового режима «60-66»; позитивная новость для Татнефти; облигации торговых идей не предполагают
- МСФО МХП за 9М 2011: рентабельность по EBITDA стабильна; долговая нагрузка снижается; спред между бумагами Мрии и МХП неоправданно сузился
- Совкомфлот:** в ЗК 2011 ставки фрахта танкеров упали на 30–65% с конца 2010 и были минимальными за несколько лет; танкеры для перевозки нефти стали убыточными; считаем, что госконтроль в Совкомфлоте не покрывает полностью циклических отраслевых рисков и негативно относимся к евробондам Sovcomflot 17
- На неделе Аэрофлот закрыл сделку с Ростехнологиями; МЭР РФ обсуждает с ВТО полный отказ от транссибирских роялти только к 2014 (Ведомости); небыстрые сроки потери роялти и деконсолидация терминала D серьезно сгладили бы отрицательные последствия двух первых новостей для финансовых компаний

## Индикаторы FX/MM



## Российская макроэкономика

- Международные резервы Банка России уменьшились за неделю на RUB 1.8 млрд.; по нашим прогнозам, на конец 2011 объем резервов составит около USD 500 млрд.

## Макроцифра

USD 516 млрд. – международные резервы РФ

## Последние обзоры

- 17 ноября Uranium One: второй эшелон по цене первого
- 16 ноября Группа ГАЗ: противоречивая отчетность за 1П 2011 и планы по выпуску евробондов
- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.
- 1 ноября Совкомфлот: история с циклическим оттенком
- 27 октября Банковская система в сентябре: прибыль под давлением

## Контакты и ссылки

- TRUST<sup>7</sup> interactive
- Twitter
- YouTube
- +7 495 789 36 09
- research.debtmarkets@trust.ru

## Глобальные рынки и еврооблигации

### Статистика и события

- 12:00 Выступление главы ЕЦБ М. Драги  
 17:15 Выступление главы ФРБ Нью-Йорка У. Дадли  
 19:00 Индекс опережающих индикаторов в США за октябрь  
 20:00 Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD2.25-2.75 млрд.  
 22:15 Выступление главы ФРБ Далласа Р. Фишера

### Ключевые индикаторы

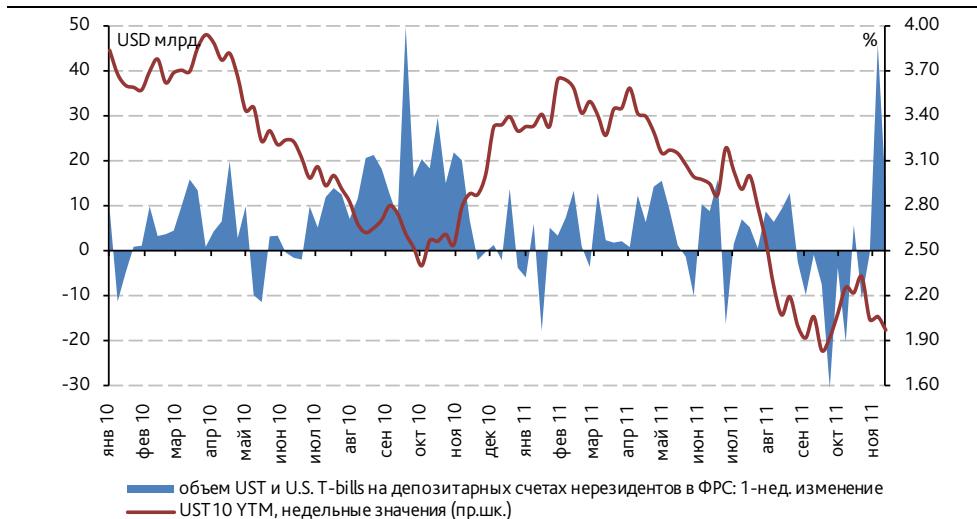
EMBI+ spread	▲	294	+9
UST10	↔	1.97	-0.02
Russia 30–UST 10	▲	245	+10
EUR/USD	▼	1.3459	-0%
Oil (Brent)	▼	108.2	-2.5%
VIX	▲	34.51	+1

**Данные по балансу ФРС отражают выросший спрос на защитные активы; итоги выступления главы ФРБ Нью-Йорка не меняют нашу позицию относительно возможности новых стимулов в американской экономики – их может не последовать вплоть до 2013**

Обнародованные вчера еженедельные цифры по балансу ФРС и сопутствующим статьям показали сохранение спроса на долговые бумаги Минфина США. Среднедневной объем US T-bills и UST на депозитарных счетах нерезидентов в ФРС за неделю 10–16 ноября увеличился на USD12.5 млрд. после прироста в USD45.8 млрд. неделей ранее.

Такая динамика полностью отражает выросший спрос на защитные активы, который проявлялся в первую очередь в покупках в UST (см. диаграмму 1). В соответствии с нашими ожиданиями, озвученными в [«Стратегии долговых рынков: ноябрь 2011»](#), доходность on-the-run выпуска **UST10** ушла ниже 2.0% и, как мы думаем, при наблюдаемом отсутствии хороших вестей из Европы продолжит движение к недавним минимумам – к диапазону 1.80–1.90%.

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



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

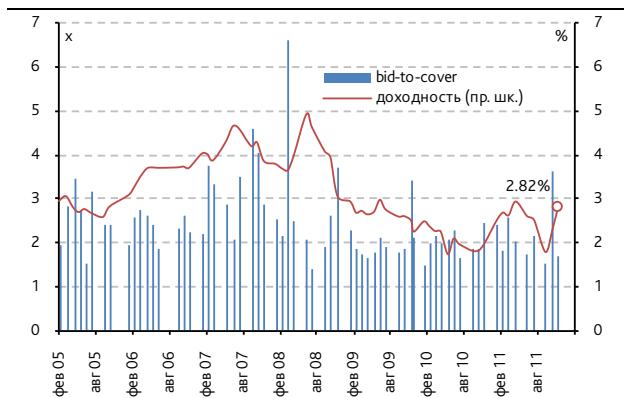
В дополнение к публичным выступлениям четырех глав федеральных резервных банков во вторник (см. [«Навигатор долгового рынка»](#) от 16.11.2011), вчера дважды выступал глава ФРБ Нью-Йорка У. Дадли, который традиционно является последователем идеи монетарного смягчения. Он отметил «потенциал» ФРС в поддержке жилищного рынка за счет возможности покупки ипотечных ценных бумаг (MBS) на ее баланс, а также высказался за необходимость определения регулятором четких значений экономических показателей (относительной безработицы и инфляции), которые обусловят изменения монетарной политики регулятора.

По итогам данного заявления мы не меняем нашу точку зрения, озвученную в вышеизданном [«Навигаторе долгового рынка»](#): мы не видим оснований ждать дополнительных стимулов до завершения действующего этапа покупок UST Федеральной резервной системой Operation Twist в июне 2012 г. Более того, видимо, они не последуют вплоть до завершения президентских выборов в США.

**Неутешительные итоги аукционов по госбумагам Франции и Испании; на вторичном рынке спреды суверенных бумаг бьют рекорды; быстрого снижения волатильности не ждем даже при реализации благоприятного сценария**

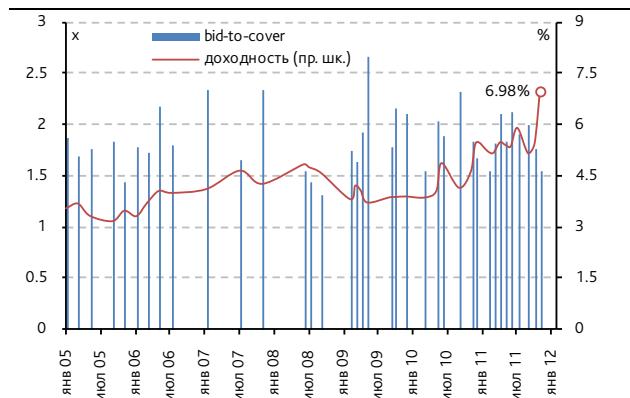
Опасения очередного мощного витка распространения долгового кризиса в еврозоне накануне получили весомое подтверждение в виде итогов аукционов по французским и испанским госбумагам. Франция разместила гособлигации на общую сумму EUR7 млрд., из которых EUR5 млрд. пришлось на 5-летние бумаги. Показатель переспроса на них упал до 1.7x против 3.6x на предыдущем аукционе (см. диаграмму 2). Тревожным фактором для инвесторов стал резкий скачок ставки – сразу на 50 бп до 2.82%. Однако куда более серьезной была ситуация с испанским аукционом. Мадрид продал 10-летние бумаги на сумму EUR3.6 млрд. с переспросом в 1.5x, однако ставка по гособлигациям взлетела более чем на 150 бп по сравнению с предыдущим аукционом и достигла исторически максимального уровня 6.98% (см. диаграмму 3).

ДИАГРАММА 2. ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ АУКЦИОНОВ ПО ГОСБУМАГАМ ФРАНЦИИ, 2005–2011



Источники: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ АУКЦИОНОВ ПО ГОСБУМАГАМ ИСПАНИИ, 2005–2011



Источники: Bloomberg, НБ «Траст»

Вторичный рынок незамедлительно отреагировал на негативные итоги аукционов. Так, спред между французскими и германскими 10-летними гособлигациями впервые за всю историю поднялся выше отметки в 200 бп. К концу дня показатель, однако, вернулся на уровень в 177 бп. Рекорд был установлен и по спреду между испанскими и германскими 10-летними гособлигациями – он превысил 500 бп. Доходность 10-летних бумаг Испании по итогам дня повысилась до 6.48%, приблизившись тем самым к критически важной отметке в 7%, после которой страны, как показала история, в течение непродолжительного времени вынуждены обращаться за внешней поддержкой. Ситуация на вторичном рынке госдолга Италии была несколько отличной: получение новым правительством вотума доверия в верхней палате парламента, представленная кабином программа реформ, а также масштабные покупки госбумаг со стороны ЕЦБ помогли сбить доходность «10-летки» почти на 20 бп до 6.83%.

Ситуация в трех экономиках еврозоны, Франции, Италии и Испании, в ближайшее время будет едва ли не главным фактором в части европейского долгового кризиса. Заявления французских властей о том, что их страна по-прежнему имеет право носить титул «safe haven», вряд ли будут восприняты рынком всерьез. В Италии риском является скорость проведения болезненных экономических реформ. Для Испании – намеченные на ближайшее воскресенье всеобщие выборы. Отметим, что даже в случае реализации наиболее благоприятных сценариев во всех трех странах мы не рассчитываем на скорый уход с рынков повышенной волатильности и неприятия рисков.

**Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок на фоне продолжающегося ухода из рисков; новые выпуски Газпрома смотрелись лучше рынка; цена Russia 30 опустилась до минимума с конца октября**

Российские еврооблигации в четверг подчинились сохраняющейся на внешних рынках нисходящей динамике, обусловленной, уже традиционно, новым витком европейских долговых проблем. При этом торговая активность в российских бумагах находилась на необычно высоких уровнях: оборот в целом по рынку составил USD183 млн., причем в суверенном и корпоративном сегментах показатель превысил среднегодовые значения в 2x и 3.5x соответственно.

В нефтегазовом секторе максимальные обороты (USD17.5 млн.) прошли по выпуску **Gazprom 16**, подешевевшему за день на 1.1 п.п. Выпущенный накануне евробонд **Gazprom 16N** по итогам первого дня потерял лишь 17 бп. Спред между данными двумя выпусками составил по итогам четверга 6 бп. Еще один размещенный накануне евробонд, **Gazprom 21**, подешевел на 80 бп против 0.5-1.3 п.п. по наиболее долгосрочным выпускам газового монополиста. Во втором эшелоне максимальный урон понесли длинные евробонды Евраза и Северстали, снизившиеся в цене на 1.6-2 п.п. и 1.2-1.4 п.п. соответственно. Потери Вымпелкома при этом были существенно меньше – около 0.5-0.8 п.п. В банках практически вся активность сосредоточилась на дальнем конце кривой ВТБ, где котировки снизились на 30-50 бп. Долгосрочный ликвидный выпуск **SberBank 21** потерял по итогам дня 70 бп.

Суверенный сегмент оказался под давлением внешнего негатива в первые же часы торгов. В результате индикативный суверенный выпуск **Russia 30** подешевел на 50 бп до 117.6% от номинала, что является минимальным значением с 25 октября. Спред **Russia 30-UST10** расширился на 10 бп до 245 бп.

### **Открытие торгов по еврооблигациям: европейские проблемы продолжают давить на рынки; нефть восстанавливается, но поводов для разворота сегодня не видим**

Неудачные итоги аукционов по испанским и французским госбумагам, фактически подтверждавшие начало очередного этапа распространения долгового кризиса, продолжают оказывать давление на мировые рынки. Азиатские торговые площадки торгуются в минусе (**Nikkei 225** закрылся падением на 1.2%), фьючерс на **S&P 500** снижается на 0.2%. Баррель Brent, подешевевший с момента закрытия основных торгов в России накануне к 03:00 МСК почти на USD2, в настоящий момент восстановил почти 50% утраченных позиций и торгуется на уровне USD108.5. Мы полагаем, что у российского рынка еврооблигаций практически нет шансов на разворот в последний рабочий день и ждем открытия торгов в отрицательной зоне.

Из новостного фона мы бы хотели отметить намеченное на 12:00 МСК выступление главы ЕЦБ М. Драги, которому наверняка будут заданы вопросы о дальнейших действиях регулятора по выводу еврозоны из долгового кризиса. Еще одним важным событием обещают стать переговоры канцлера Германии и премьер-министра Великобритании. Практически полное отсутствие важной статистики в США сегодня будет компенсировано выступлениями сразу двух глав ФРБ.

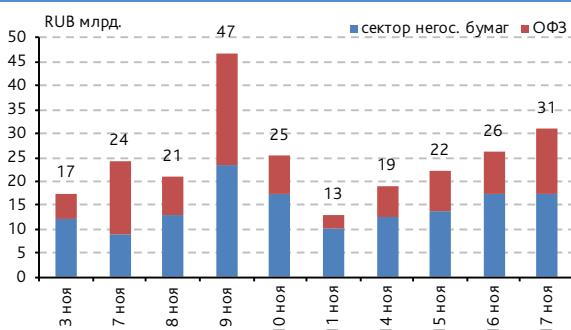
**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)



## Внутренний рынок и рублевые облигации

### Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

### Дюрация торгов

от 0 до 1 года	21.2%
от 1 до 1.5 лет	15.7%
от 1.5 до 2 лет	5.1%
от 2 до 3 лет	18.3%
от 3 до 5 лет	15.7%
> 5 лет	24.0%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.08%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.96%	3.5
от 1.5 до 2 лет	8.32%	7.0
от 2 до 3 лет	8.01%	1.5
от 3 до 5 лет	7.80%	2.5
Банки	8.65%	2.0
Корп 1 эшелон		
Корп 2 эшелон		

### Продажи в дальних выпусках кривой ОФЗ; на вторичные торги вышли Нижегородская область-7 и Росбанк БО-3 – оба отторговались на уровнях не ниже номинала

На торгах в четверг наивысший оборот пришелся на 10-летний выпуск **ОФЗ 26205** (YTM 8.50%), который продавался после того, как его доразмещение на аукционе в среду вдохнуло некоторое оживление на вторичный рынок в данной бумаге. Наряду с этим в дальних выпусках суверенной кривой незначительные продажи присутствовали в **ОФЗ 26204** (–6 бп по цене, YTM 8.36%) и более существенные – в **ОФЗ 26206** (YTM 8.36%), подешевевшем на 30 бп.

На вторичные торги вчера вышли два новых выпуска. Субфедеральный **Нижегородская область-7** по итогам дня отторговался со средневзвешенной ценой 100.39% от номинала (YTW 9.96% при дюрации 3 года). **Росбанк БО-3** (YTW 9.15%) с дюрацией 1.4 года закрылся ровно на уровне номинала.

### Бинбанк предлагает инвесторам рублевые облигации; несмотря на предложение высокой доходности бумаг, участие в размещении, на наш взгляд, неинтересно из-за высоких кредитных рисков эмитента

28 ноября Бинбанк откроет книгу заявок инвесторов на покупку нового выпуска облигаций серии БО-3 на сумму RUB2 млрд. Книга будет формироваться до 2 декабря текущего года, а техническое размещение назначено на 6 декабря. Купон по бумагам озвучен в диапазоне 11.75–12.50%, что предполагает YTP 12.10–12.89% к годовой оферте. Общий срок обращения бумаг составляет 3 года.

Предложенные параметры обеспечивают существенную премию к ОФЗ в размере 560–640 бп. Тем не менее, несмотря на предложенную премию, мы не считаем участие в выпуске интересным. Рейтинги банка не предполагают включения новых бумаг в Ломбардный список ЦБ РФ, также мы не склонны ожидать существенной ликвидности выпуска на вторичном рынке, учитывая его небольшой объем и низкие обороты в бондах банков 3-го эшелона. Вдобавок, кредитные риски банка, на наш взгляд, достаточно высоки.

Банк исторически специализируется на кредитовании корпоративных клиентов (90% от всех кредитов по итогам 1П 2011 г. по МСФО). Кредитный портфель характеризуется высокой концентрацией заемщиков с повышенными отраслевыми рисками. Так, по итогам 1П 2011 г. выше 60% от кредитов приходится на компании сектора недвижимости, финансовых услуг и торговли, при этом займы 30 крупнейшим клиентам формируют выше 60% ссудного портфеля.

Одновременно с этим в качестве ресурсной базы банк активно привлекает средства частных клиентов (65% от обязательств), что обуславливает низкие показатели чистой процентной маржи (3.4% в 1П 2011 г.) и рентабельности (ROAE 3.1%). Заметим, что привлечение долга за счет выпуска облигаций по столь высокой процентной ставке окажет дальнейшее давление на чистую процентную маржу. По нашим оценкам, средняя стоимость заемных средств банка составила около 6.7% в 1П 2011 г., при этом ставки по вкладам физических лиц сроком до года на данный момент не превышают 9–10%.

**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Юлия Сафарбакова**  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)



## § Денежный рынок

### События денежного рынка

21 ноя	Уплата 1/3 НДС за ЗК 2011
23 ноя	Возврат Минфину RUB95.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
23 ноя	Аукцион ОФЗ 26205 на RUB10 млрд.
25 ноя	Уплата акцизов и НДПИ за октябрь
28 ноя	Уплата налога на прибыль за октябрь
30 ноя	Возврат Минфину RUB38.0 млрд. бюджетных средств с депозитов

### RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.50	4.75	5.25	5.00/5.25
2-й круг	5.25/5.75	4.75	5.50	5.25/5.75
Динамика внутри дня (1-й круг)				
УТРО		ДЕНЬ	ВЕЧЕР	
5.00-5.50		5.00-5.15	5.00-5.25	

### Сокращение корсчетов и депозитов обусловлено меньшим привлечением в рамках однодневного РЕПО с ЦБ в четверг; рост ставок МБК в преддверии расчетов по налогам в понедельник

Сокращение суммарных остатков на корсчетах и депозитах на начало пятницы (-RUB236.3 млрд. относительно прошлого дня до RUB820.7 млрд.) в основной своей массе обусловлено меньшим объемом привлечения средств на аукционе прямого РЕПО с ЦБ в четверг. В рамках этого аукциона банки заняли RUB178.5 млрд., вернув RUB387.4 млрд. привлечения по данному инструменту в среду, а отрицательная разница в RUB208.9 млрд. как раз и отразилась на снижении остатков на счетах высоколиквидных активов банков.

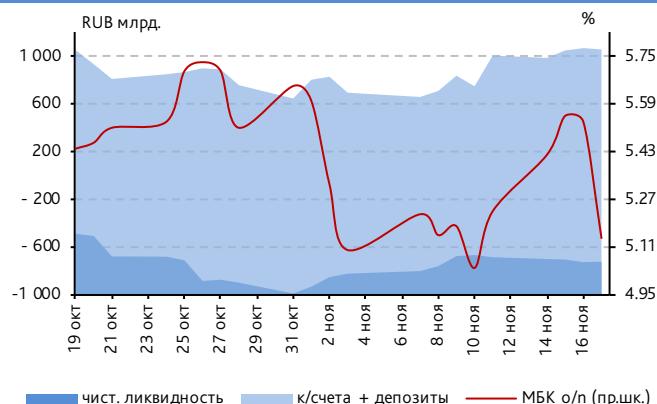
Размещавшиеся ВЭБом на вчерашнем аукционе средства пенсионных накоплений в объеме RUB10 млрд. (на срок 358 дней, bid-to-cover 3.8x) распределились между 7 банками, средневзвешенная ставка по данным деньгам сложилась на уровне 9.86%, превысив минимальную почти на 140 бп. Приближение же уплаты НДС (понедельник 21 ноября) уже вчера отразилось на ставках money market: на МБК банки первого круга привлекали овернайт под 5.0–5.15%, а к концу дня диапазон ставок расширился до 5.0–5.25%, что на четверть процентного пункта выше ставок на конец среды.

Привлечение через междилерское РЕПО, обеспеченное ОФЗ и облигациями 1-го эшелона, по сделкам за весь день на ММВБ стоило в среднем 5.35–5.50%, т.е. на 5–10 бп ниже предшествовавшего дня. Внутри дня сделки шли в диапазоне 4.75–6.30%. Сегодня в преддверии налоговых расчетов в понедельник нет оснований ждать более низких уровней ставок money market по сравнению с четвергом.

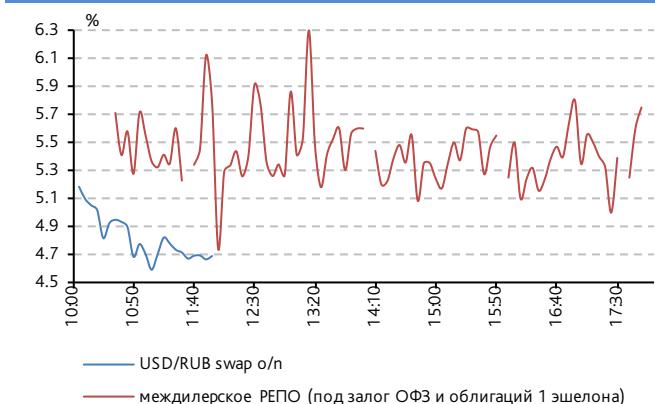


Роман Дзугаев  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

### Ликвидность



### Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



## Кредитные комментарии

**Еврохим опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 9М 2011; выкуп собственных акций потребовал увеличения долговой нагрузки; М&А сделки потребуют ее дальнейшего роста; еврооблигации – хороший защитный актив, рублевые бонды неликвидны**

Вчера один из лидеров российской химической промышленности – Еврохим – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 9М 2011 г.

### КОММЕНТАРИЙ

На операционном уровне компания продемонстрировала хорошую динамику основных показателей: выручка за квартал выросла на 17% и по итогам 9М 2011 г. достигла RUB98 млрд. Этому способствовал рост цен на азотные и фосфатные удобрения, а также рост продаж на основных рынках присутствия. Резкое падение цен на железную руду в ЗК текущего года (результаты этого направления традиционно включаются в фосфатный сегмент бизнеса), а также некоторое снижение объемов продаж фосфатных удобрений были полностью скомпенсированы, в том числе и ослаблением курса рубля. EBITDA Еврохима продемонстрировала еще более ощутимую динамику, увеличившись на 21% за квартал и почти удвоившись в годовом выражении. Рентабельность по EBITDA по итогам 9М 2011 г. осталась на высоком уровне – около 37%.

Радует и динамика чистого операционного денежного потока Еврохима, объем которого в ЗК 2011 г. увеличился более чем в 2 раза. Даже с учетом сравнительно амбициозной инвестиционной программы компании свободный денежный поток по итогам 9М текущего года составил более RUB11 млрд. Основным инвестпроектом Еврохима остается калийное направление бизнеса, совокупные затраты на которое в 2011 г. составили более RUB7.4 млрд. (из запланированных на весь год RUB13.9 млрд.).

В пресс-релизе компания отмечает, что одним из ее приоритетов на ближайшее время будет увеличение собственной ресурсной базы, в частности рассматривается возможность покупки Еврохимом газовых активов. Менеджмент ожидает, что подобные покупки в ближайшее время обеспечат до 25% собственного потребления природного газа компании.

### ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЕВРОХИМА

МСФО, RUB млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	ЗК11/2К11	9М11/9М10
Выручка	69.7	97.8	98.3	17%	41%
Азотный сегмент*	27.9	40.3	38.9	22%	39%
Фосфатный сегмент	34.2	46.5	46.1	15%	35%
EBITDA	19.0	29.5	36.3	21%	91%
Чистая прибыль	11.7	20.0	24.3	-64%	107%
Чистый операц. денежный поток	17.2	26.2	27.9	111%	63%
Капвложения и М&А	14.0	20.4	16.6	8%	18%
Свободный денежный поток	3.6	5.8	11.4		220%
Совокупный долг, в т.ч.	42.4	42.8	67.8	60%	60%
краткосрочный долг	12.6	12.6	13.6	-49%	8%
Денежные средства и эквиваленты	6.1	8.9	11.7	37%	92%
Активы	136	149	164	4%	20%
<b>Показатели</b>					
EBITDA margin	27%	30%	37%		
EBITDA/проценты, (x)	14.7	17.6	18.0		
Долг/EBITDA**, (x)	1.7	1.5	1.4		
Чистый долг/EBITDA**, (x)	1.5	1.2	1.2		
Долг/Собственный капитал, (x)	0.5	0.5	0.8		

\* в этот сегмент традиционно включаются продажи сложных удобрений

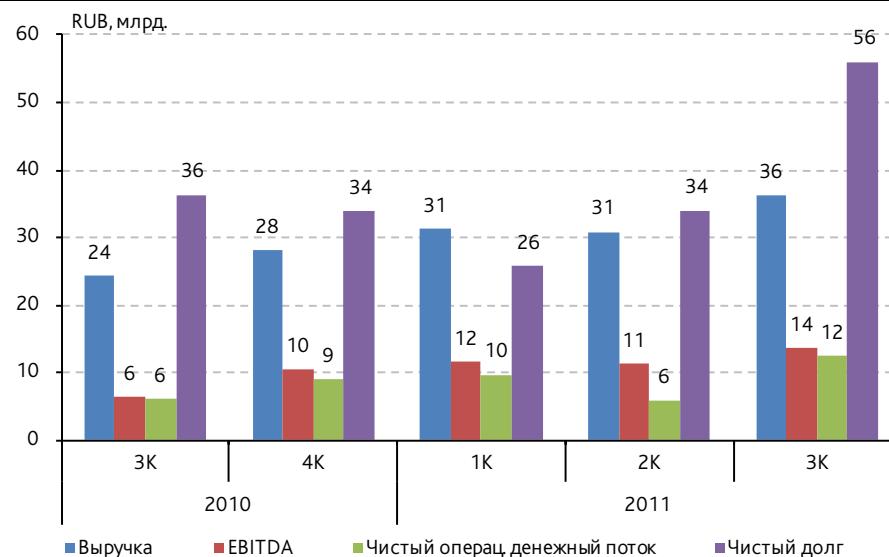
\*\* значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Особый интерес вызывают изменения в балансе Еврохима, которые произошли в ЗК 2011 г. Совокупный долг компании увеличился на RUB25 млрд.: в июле был привлечен синдицированный кредит объемом USD1.3 млрд., большая часть которого была направлена на погашение краткосрочного долга (предыдущий синдицированный кредит). Кроме того, Еврохим в ЗК 2011 г. произвел выкуп собственных акций у основного акционера в объеме чуть более 9% от уставного капитала. Эта операция стоила компании почти RUB30 млрд. На наш взгляд, подобное действие – помочь главному бенефициару Еврохима, г-ну Мельниченко, в сделке по разделению угольного и энергетического бизнесов СУЭКа. Безусловно, кредиторы обычно с настороженностью воспринимают подобную помощь основным акционерам в ущерб

их интересам, однако, несмотря на столь существенный отток денежных средств из Еврохима, его кредитное качество практически не пострадало: долговая нагрузка сохранилась на уровне начала года – около 1.2x по показателю «Чистый долг/EBITDA».

#### ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЕВРОХИМА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Рублевые облигации Еврохима в последние месяцы существенно потеряли в ликвидности, а индикативные уровни доходности более соответствуют бумагам эмитентов с рейтингами инвестиционной категории. Мы нейтрально к ним относимся.

Еврооблигации Еврохима погашаются в конце марта 2012 г., поэтому эти бумаги из-за своей короткой дюрации и крайне невысоких рыночных рисков можно рассматривать как хороший защитный актив до погашения для консервативных инвесторов.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

#### Татнефть все же может получить компенсацию за ввод налогового режима «60-66»; позитивная новость для Татнефти; облигации интересных торговых идей не предполагают

Вчера Интерфакс сообщил, что Госдума во 2-ом чтении одобрила поправки в налоговый кодекс, которые подразумевают компенсации для Башнефти в размере RUB10 млрд. и для Татнефти – RUB38 млрд.

#### КОММЕНТАРИЙ

Многосторонние консультации с участием Правительства РФ, Госдумы и Администрации президента привели к тому, что нижняя палата парламента одобрила во втором чтении льготы как для Башнефти в размере RUB10 млрд. рублей, так и для Татнефти в размере RUB38 млрд. Законопроект должен быть еще одобрен в 3-ем чтении. Напомним, что в понедельник позиция правительства была несколько иной: оно одобрило компенсацию для Башнефти, но отказалось поддержать решение о льготах для Татнефти.

Такое изменение ситуации мы считаем позитивной новостью для Татнефти. Несмотря на то, что значительная часть компенсации будет транслирована компании ТАИФ, Татнефть может получить выгоду порядка 36% EBITDA. Реализация такого сценария позволит компании повысить рентабельность, увеличить денежные потоки и, соответственно, несколько улучшить кредитный профиль.

Позитивный новостной фон не оказал никакого влияния на стоимость облигаций. Они по-прежнему неликвидны и не предполагают интересных торговых идей.



**Петр Макаров**  
+7 495 647-25-77  
[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

Татнефть	Ba2/NR/BB
US GAAP, 1П 2011	
Выручка, RUB млн.	294
EBITDA margin	19%
Долг/EBITDA	1.0

**МСФО МХП за 9М 2011: рентабельность по EBITDA стабильна; долговая нагрузка снижается; спред между бумагами Мрии и МХП неоправданно сузился**

Вчера крупный украинский агрохолдинг Мироновский Хлебопродукт, специализирующийся на производстве курятины и мясных продуктов, опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 9М 2011 г.

#### КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели МХП продолжают демонстрировать уверенный рост: за 9М 2011 г. выручка выросла на 30% в годовом выражении и достигла USD880 млн. Благоприятные погодные условия способствовали существенному улучшению показателей зернового направления бизнеса МХП, которое увеличило выручку более чем в 3 раза. Примечательно также, что загрузка мощностей по производству курятины у компании остается на уровне 100%, но благодаря оптимизации внутренних процессов МХП уже третий квартал продолжает демонстрировать увеличение производства на существующих мощностях. Отличные показатели зернового подразделения, положительная динамика цен на курятину на внутреннем рынке, а также отмена экспортных пошлин на зерно (которая спровоцировала рост экспортных продаж) положительно сказались на рентабельности по EBITDA МХП – в ЗК она достигла уровня 41% (34% по итогам 9М 2011 г.).

#### ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МХП

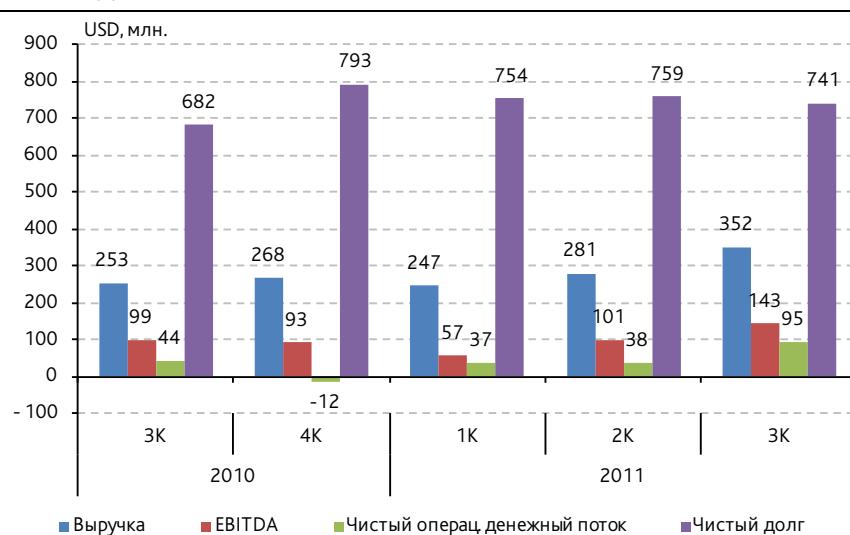
МСФО, USD млн.	9М 2010	2010	9М 2011	ЗК11/2К11	9М11/9М10
Выручка	676	944	880	26%	30%
EBITDA	232	325	301	41%	30%
Чистая прибыль	158	215	200	70%	26%
Чистый операц. денежный поток	108	97	170	151%	57%
Капвложения и M&A	92	178	173	37%	88%
Свободный денежный поток	17	-43	-3		
Совокупный долг, в т.ч.	747	832	869	5%	16%
краткосрочный долг	65	150	166	38%	155%
Денежные средства и эквиваленты	65	39	128	88%	98%
Активы	1,464	1,574	1,864	12%	27%
<b>Показатели</b>					
EBITDA margin	34%	34%	34%		
EBITDA/проценты, (x)	8.2	5.6	5.8		
Долг/EBITDA*, (x)	1.5	2.6	2.2		
Чистый долг/EBITDA*, (x)	1.1	2.0	1.9		
Долг/Собственный капитал, (x)	1.2	1.2	1.0		

\* значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Денежные потоки компании остаются сравнительно высокими, хотя и не совсем достаточными для полного финансирования инвестиционной программы. По сообщению менеджмента, основной проект – строительство крупнейшего в Европе птицекомплекса в Виннице – идет по намеченному плану.

#### ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МХП



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Долговая нагрузка в ЗК 2011 г. несколько снизилась как за счет символического уменьшения совокупного долга, так и за счет более ощутимого роста операционных показателей. Около 70% от кредитного портфеля МХП представлено еврооблигациями с погашением в 2015 г., поэтому значительных сложностей в среднесрочной перспективе с финансированием основной деятельности у компании возникнуть не должно. Кроме того, экспортная выручка, номинированная в долларах, составляет более 20% от совокупной выручки компании, что полностью покрывает потребности МХП в валюте для обслуживания долга.

Еврооблигации МХП в период распродаж август–сентябрь оказались одними из наиболее пострадавших, а за октябрь–ноябрь их котировки явно отстали от остальных бумаг украинских эмитентов. Из-за этого образовалась очевидная диспропорция: евробонды МХП с погашением в 2015 г. торгуются на одном уровне с бондами **Mriya 16**, другого сравнительно крупного агрохолдинга Украины. На наш взгляд, кредитное качество Мрии существенно уступает качеству МХП, а справедливая доходность ее евробондов должна быть минимум на 120–140 бп больше, чем у еврооблигаций **MKhlib 15**.



Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

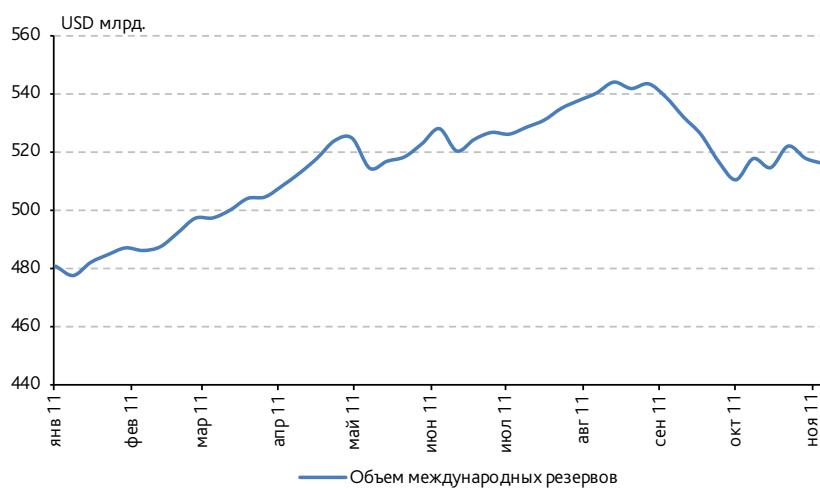
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

## Российская макроэкономика

Международные резервы Банка России уменьшились за неделю на RUB1.8 млрд.; основная причина – отрицательная переоценка валютной части резервов; по нашим прогнозам, на конец 2011 объем резервов составит около USD500 млрд.

Международные резервы ЦБ по состоянию на 11 ноября 2011 г. составили RUB516 млрд., что на RUB1.8 млрд. меньше, чем неделю назад (см. диаграмму 1). С учетом того, что евро обесценилось по отношению к доллару примерно на 1.2%, Россия потеряла около USD2.5 млрд. Прирост курса доллара обеспечил порядка USD1 млрд. положительной переоценки валютной части резервов.

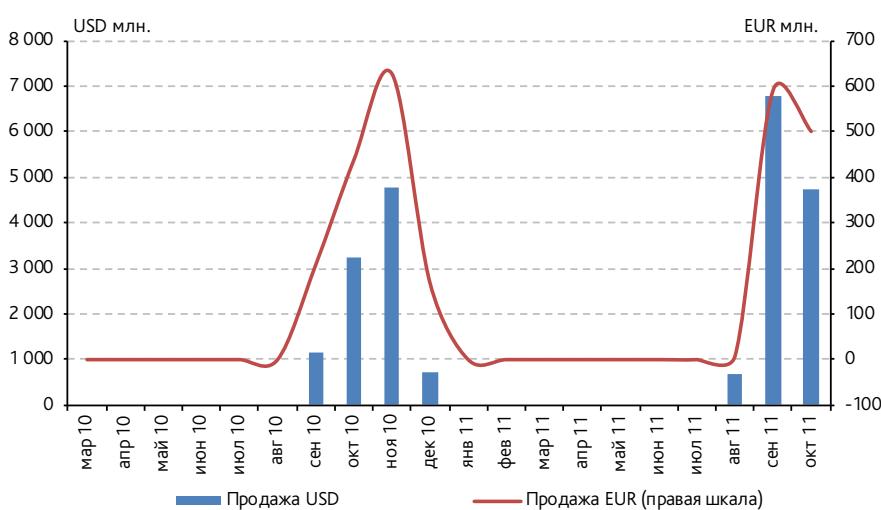
ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ БАНКА РОССИИ



Источник: Банк России

По нашим оценкам, валютные интервенции (см. диаграмму 2) составили примерно USD0.5 млрд. за прошлую неделю ноября. Известно также, что ЦБ планирует наращивать долю монетарного золота в структуре резервов для частичного хеджирования валютных рисков. Однако, на наш взгляд, закупки золота не окажут существенного влияния на динамику резервов. С учетом нестабильной ситуации в ЕС и сохранения сложившейся структуры международных резервов, мы ожидаем, что на конец года их объем будет находиться в районе USD500 млрд.

ДИАГРАММА 2. ПРОДАЖИ USD И EUR В РАМКАХ ВАЛЮТНЫХ ИНТЕРВЕНЦИЙ БАНКА РОССИИ



Источник: Банк России



Иван Синельников  
+7 495 789-36-09  
[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

## ① Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения						Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW	Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	7.00%	3	7.00%	22 ноя	ТрансФин-М-16	1.0	н.д.	3*
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5	10.10%	24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5
16 ноя	Росбанк-360	10.0	8.95%	1.5*	9.15%	30 ноя	Абсолют Банк-160	5.0	10.50-11.00%	1.5*
15 ноя	Банк Зенит-360	3.0	8.75%	1*	8.93%	2 дек	Uranium One-1	16.5	9.50-10.50%	5*
15 ноя	НЛМК-760	10.0	8.95%	3	9.15%	6 дек	Бинбанк-360	2.0	11.75-12.50%	1*
11 ноя	РусСтандарт-160	5.0	11.00%	1*	11.29%					
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.50%	1*	7.64%					
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	8.22%	3	8.04%					
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4	9.20%					
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.33%	3*	8.50%					
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.5	3.00%	0*	3.00%					
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.75%	2*	8.94%					
3 ноя	ОТП Банк-360	4.0	10.50%	1*	10.75%					
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%					
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	8.80%	3*	8.99%					
31 окт	РТК-1	0.3	9.00%	2	8.63%					
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*	8.94%					
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	8.50%	5	8.68%					

Ближайшие оферты						Ближайшие погашения				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок	Дата	Выпуск	RUB млрд.		
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3	22 ноя	ЭнергоМаш	0.7		
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	0.00%	2	23 ноя	Аладушкин-2	1.0		
24 ноя	МОЭК	6.0	6.35%	6.35%	2	29 ноя	Интегра-2	3.0		
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	0.10%	8	30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7		
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1	30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4		
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	н.д.	2	8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0		
29 ноя	Тинькофф КредСист-260	1.5	16.50%	16.50%	2	8 дек	Казань-6	1.0		
30 ноя	ВнешПромБанк-160	3.0	9.30%	н.д.	2	8 дек	РосТелеком-09	1.0		
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*	9 дек	ОГКЗ	3.0		
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2	15 дек	НСХ-финанс	1.0		
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3	15 дек	Разгуляй-0960	2.0		
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	н.д.	5	18 дек	Москва-50	15.0		
7 дек	СКБ-Банк-460	2.0	9.80%	н.д.	2	21 дек	Золото Селигдара-2	0.5		
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	н.д.	2	22 дек	Томск-2	0.2		
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	н.д.	2	22 дек	ХМАО-6	2.0		
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	н.д.	7	25 дек	Иркутская Обл-317	0.3		
8 дек	Формат	1.0	17.00%	н.д.	1	26 дек	Томская Обл-4	0.3		
8 дек	ЧТПЗ-160	5.0	16.50%	н.д.	1	26 дек	Электросталь-2	0.2		

\* срок до ближайшей оферты, лет

## ① Календарь по еврооблигациям

Последние размещения						Ближайшие погашения				
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок	Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5	30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250	
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10	21 дек	UkrSibBank 11	USD	500	
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4	30 дек	MDM 11N	USD	130	
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11	1 янв	TristanOil 12	USD	420	
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3	11 янв	Brazil 12	USD	1250	
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5	14 янв	UMS 12	USD	1500	
18 июл	MetalloInvest 16	USD	750	6.50%	5	23 янв	Colombia 12	USD	900	
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5	23 янв	Turkey 12	USD	1000	
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3	28 янв	MTS 12	USD	400	
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5	2 фев	TatFondBank 12	USD	225	

РУКОВОДИТЕЛЬ ИНВЕСТБЛОКА

ИГОРЬ ПОТАПОВ

+7 495 647-90-44

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Руководитель дирекции

**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

**Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

## Кредитный анализ

**Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель управления торговли

**Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Руководитель управления продаж

**Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

## Управление продаж

**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)**Артем Петросян**

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto: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. Представленные 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) («банко») в результате использования разных оценок и критерии, 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 финансовые 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 прямого 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 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 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 контрагентам 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 данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядаами, 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.