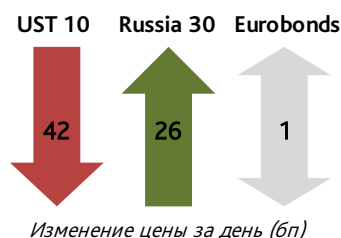


Навигатор долгового рынка

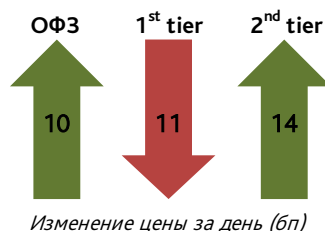
Глобальные рынки и еврооблигации

- В выходной день на рынках **США** новостной фон вокруг европейских долговых историй не ослабевал
- Итоги торгов по еврооблигациям:** активности в связи с выходным в **США** былократно меньше, ликвидный рынок сложился лишь в **Russia 30**
- Открытие торгов по еврооблигациям:** внешний фон нейтрален, продажи в евро не инициировали усиления общего оттока из рисков
- Уточнение к спецобзору «Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта»: вложения французских банков в активы стран PIIGS на конец 1П 2011 составляют EUR853 млрд., что соответствует 43.1% ВВП страны



Рублевые облигации и денежный рынок

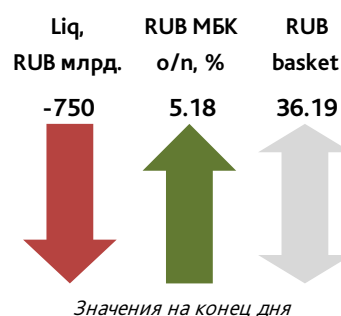
- Без смены настроений в рублевом долге: продажи в среднем/длинном сегментах суверенной кривой; **Газпром Капитал-3** – центр ликвидности корпоративного сегмента
- НПО «Сатурн»:** неинтересный купон по бондам 3-й серии; предъявлять к оферте обязательно; в 3-м эшелоне обращаем внимание на сверхкороткие бонды **Интуриста, Мособлгаза и Интуриста** в качестве инвестиций до погашения; кредитные риски для 4-8 месяцев для всех эмитентов приемлемы
- ЛСР** оптимизирует кредитный портфель и планирует выкупить часть выпуска коротких облигаций; рекомендуем воспользоваться предложением
- Татфондбанк** установил следующую ставку купона по 7-й серии бондов на уровне 10%; условия неинтересны относительно параметров планируемого выпуска серии БО-3
- Рост в ставках **МБК** по итогам четверга; оттоки ликвидности в виде налогов сегодня и в понедельник не исключают повышения уровней ставок **money market** по итогам дня
- Расчеты по налогам и сборам в ноябре:** 25 ноября – уплата акцизов (USD47–50 млрд.) и НДС (USD145–160 млрд.), 28 ноября – уплата налога на прибыль (USD300–305 млрд.)
- Группа ЧТПЗ** установила очередной купон по облигациям **ЧТПЗ БО-1** в размере 12.5%; уровень не соответствует кредитным рискам компании; ожидаем, что весь выпуск облигаций будет предъявлен к оферте 8 декабря 2011



Кредитные комментарии

- Uranium One:** после презентации наше отношение к кредитным рискам компании не изменилось; компания прояснила ряд деталей по долговому портфелю; доходность дебютных облигаций считаем завышенной
- Новатэк** приобретает у **Газпрома** региональную сбытовую компанию; сумма сделки, вероятно, составит не менее USD500 млн.; заметного влияния на кредитное качество Новатэка сделка не окажет; облигации неинтересны
- Газпром** привлек клубный кредит на USD800 млн. под LIBOR+245 бп; стоимость фондирования увеличилась с сентября на одну «фигуру»; привлекательно выглядит новый выпуск **Газпром Капитал-3**
- ММК** приобретает рудный актив в **Австралии**; кредитное качество пострадает, но консолидированная рентабельность в будущем может вырасти; рублевые бонды ММК перекуплены

Индикаторы FX/ММ



Российская макроэкономика

- За третью неделю ноября **международные резервы ЦБ РФ** упали на USD0.9 млрд.; прогнозируем уровень в USD500 млрд. на конец года
- Заседание **ЦБ РФ** по ставкам: объективных предпосылок для ужесточения монетарной политики нет; ожидаем неизменность процентных ставок

Макроцифра

USD515.1 млрд. – объем ЗВР

Последние обзоры

- 23 ноября Банковская система в октябре: триллион от ЦБ, триллион от Минфина
- 22 ноября Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта
- 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.

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

- 14:00 Итоги аукциона по 6-мес. госбумагам Италии в объеме EUR8 млрд.
- 14:00 Итоги аукциона по 2-летним госбумагам Италии в объеме EUR2 млрд.

Ключевые индикаторы

| | | | |
|------------------|----|--------|-------|
| EMBI+ spread | ◀▶ | 326 | 0 |
| UST10 | ◀▶ | 1.93 | +0.05 |
| Russia 30-UST 10 | ▼ | 275 | -9 |
| EUR/USD | ▲ | 1.3348 | +0.1% |
| Oil (Brent) | ▲ | 107.5 | +0.3% |
| VIX | ◀▶ | 33.98 | 0 |

В выходной день на рынках США новостной фон вокруг европейских долговых историй не ослабевал

При относительно благополучном развитии событий в еврозоне в первой половине дня послеобеденное время четверга заставило рынки забыть о выходном дне в США и перейти к более энергичному движению.

Через интересные новости из Европы началась снижением агентством Fitch суверенных рейтингов Португалии – в терминах долгосрочного страна утратила инвестиционный «BBB-» и опустилась на ступень ниже до «BB+». Отныне рейтинги Португалии от трех ведущих рейтинговых агентств весьма разношерстны. Страна сохраняет инвестиционный «BBB-» от S&P, тогда как Moody’s рейтингует этого суверенного заемщика на уровне «Ba2». Собственно, совершенно очевидно, что после вчерашнего действия Fitch страна лишится инвестиционного рейтинга и от S&P. Реакция в суверенных долгах страны оказалась достаточно заметной: доходность on-the-run выпуска 10-летних бумаг страны выросла на 50 бп до 11.73%.

Вчерашняя встреча глав исполнительной власти Германии, Франции и Италии закончилась совместной пресс-конференцией, на которой новая «надежда» Италии, премьер-министр М. Монти, заявил о сохранении задачи по достижению сбалансированности бюджета страны к 2013 г., но упомянул, что необходимо помнить о рисках рецессии и возможности корректировки фискальной политики в данной связи. Касательно менее крупных проблемных экономик отметим, что миссия «тройки» (ЕС, МВФ, ЕЦБ) вернется в Афины обсуждать возобновление внешнего финансирования 12 декабря.

Наибольшее же влияние на рынки оказало заявление А. Меркель (сделанное около 17:35 МСК) о том, что она не видит целесообразности выпуска единых еврооблигаций и изменения роли ЕЦБ в преодолении долгового кризиса. Участники отреагировали продажами в евро, в результате чего EUR/USD менее чем за полчаса упала на «полфигуры» до 1.3330, а затем и еще до 1.3320. После возврата затем до конца дня к уровню в 1.3350 на сегодняшнее утро пара торгуется в пределах 1.3310.

Сегодня на первичный рынок планирует выйти Италия с EUR8 млрд. полугодичных векселей и EUR2 млрд. двухлетних облигаций. Это первый «визит» на первичный рынок заемщиков из PIIGS после нервного аукциона госбумаг Германии в среду. Итоги сбора заявок и размещения появятся в 14:00 МСК.

Сегодня при отсутствии какой-либо значимой статистики, с учетом «немецкого провала» в среду, а также достаточно «тонкого» рынка из-за снизившейся глобальной торговой активности в День благодарения в США, размещения Италии станут центральным драйвером для рынков.

Итоги торгов по еврооблигациям: активности в связи с выходным в США былократно меньше, ликвидный рынок сложился лишь в Russia 30

Активность в российских еврооблигациях в связи с нерабочим днем в США ожидаемо оказалось пониженной. В ряде выпусков участники попытались «выкупить» часть падения среды, произошедшего на фоне бегства в качество после неудачного аукциона Bund10. В частности, прошли покупки в основном суверенном выпуске Russia 30 (YTM 4.68%), подорожавшем на 26 бп и завершившим вчерашние торги на уровне 115.9% от номинала.

Открытие торгов по еврооблигациям: внешний фон нейтрален, продажи в евро не инициировали усиления общего оттока из рисков

Несмотря на продажи в евро по итогам вчерашнего дня, сильных продаж в commodities и индексах акций в четверг и к утру пятницы мы не заметили. В условиях снижения общей торговой активности из-за выходного дня вчера в США, ключевом «барометре настроений», активный рынок в российских еврооблигациях сегодня вновь будет отсутствовать.

Уточнение к спецобзору «Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта»: вложения французских банков в активы стран PIIGS на конец 1П 2011 составляют EUR853 млрд., что соответствует 43.1% ВВП страны

22 ноября мы опубликовали специальный комментарий [«Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта»](#), где были приведены некорректные цифры вложений французских банков в активы проблемных экономик еврозоны. На конец 1П 2011 г. требования банков страны к Греции, Ирландии и Португалии насчитывали EUR154 млрд., что составляет 7.8% объема ВВП.

Совокупные требования банков страны ко всей группе PIIGS на вышеназванный временной период равнялись EUR853 млрд., что соответствует 43.1% ВВП Франции. Таким образом, в абсолютном выражении суммы вложений французских банков верны, нами уточнена только их относительная величина к ВВП.

Мы исходим из объема ВВП за последние четыре квартала (4К 2010 г.–3К 2011 г.), суммарная величина которого составляет EUR1.98 трлн.

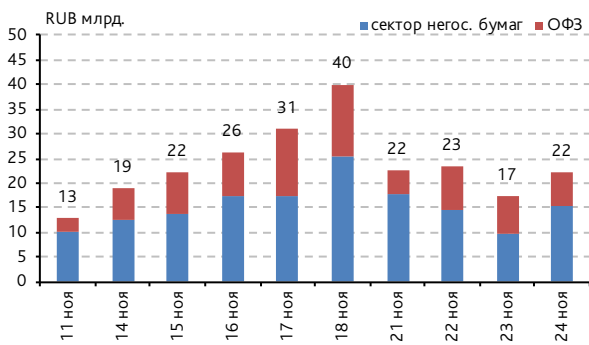
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

| | |
|-----------------|-------|
| от 0 до 1 года | 42.6% |
| от 1 до 1.5 лет | 5.9% |
| от 1.5 до 2 лет | 5.2% |
| от 2 до 3 лет | 10.6% |
| от 3 до 5 лет | 13.8% |
| > 5 лет | 21.9% |

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

| | YTM | Dur |
|-------------------|-------|-----|
| ОФЗ (<2.5 лет) | 7.19% | 2.0 |
| ОФЗ (2.5-4.5 лет) | 8.09% | 3.5 |
| ОФЗ (>4.5 лет) | 8.32% | 6.5 |
| Банки | 7.98% | 1.5 |
| Корп 1 эшелон | 7.90% | 2.0 |
| Корп 2 эшелон | 8.74% | 2.0 |

Без смены настроений в рублевом долге: продажи в среднем/длинном сегментах суверенной кривой; Газпром Капитал-3 – центр ликвидности в корпоративном сегменте

Существенной смены настроений на рынке рублевого долга в четверг не произошло. В ОФЗ продолжились продажи в средней и дальней частях кривой с незначительным ростом доходностей соответствующих выпусков (до +4 бп).

В корпоративных бумагах практически весь интерес участников рынка сохраняется в коротком **Газпром Капитал 3** (YTW 7.62%), который по итогам вчерашних торгов вернулся на уровень номинала и с учетом длины в целом рассматривается как неплохой защитный актив в условиях наблюдаемой конъюнктуры. Из новых выпусков при хорошей ликвидности вчера также покупался **НЛМК БО-7** (YTW 9.06%), подорожавший на 13 бп.

НПО «Сатурн»: неинтересный купон по бондам 3-й серии; предъявлять к оферте обязательно; в 3-м эшелоне обращаем внимание на сверхкороткие бонды Интуриста, Мособлгаза и Интуриста в качестве инвестиций до погашения; кредитные риски для 4-8 месяцев для всех эмитентов приемлемы

В начале недели НПО «Сатурн» в преддверии оферты по своим облигациям 3-й серии установило купон на ближайший год в размере 8% годовых. Мы считаем, что величина находится далеко за пределами рыночной оценки кредитных рисков компании на публичном долговом рынке в текущих условиях. Оферта по бондам компании состоится 8 декабря 2011 г., и мы рекомендуем держателям предъявлять их к оферте, чтобы «не зависать на год» в неликвидном активе.

Если у инвесторов открыты позиции в 3-м эшелоне и ликвидность облигаций их не очень заботит (инвестиция до погашения), то мы рекомендуем покупать короткие бонды **Стройтрансгаз-2**, **Интурист-2**, **Мособлгаз-2**. При дюрации в 0.4–0.5 года все указанные бонды имеют доходность в диапазоне 14–17% годовых, невысокие bid-ask спреды и, самое главное, наличие разумного числа котировок «на покупку». Кредитное качество всех 3 эмитентов, является приемлемым для короткой инвестиции, а доходность покрывает кредитные риски. Понятно, что в случае указанных инструментов речь идет об инвестициях до оферты/погашения, а не о реализации быстрых спекулятивных идей. Более подробно о кредитном качестве Стройтрансгаза и инвестиционных возможностях в его облигациях мы писали в [«Навигаторе долгового рынка»](#) от 22.11.2011 г.

ЛСР оптимизирует кредитный портфель и планирует выкупить часть выпуска коротких облигаций; рекомендуем воспользоваться предложением

Вчера Группа ЛСР – крупный игрок строительного рынка – сообщила через организаторов выпуска своих биржевых облигаций **ЛСР БО-1** о намерении выкупить часть этого выпуска. Для этого компания выставила внеочередную оферту на 8 декабря, заявки на приобретение будут приниматься 5–6 декабря по цене до 100.75% от номинала. Вчера вечером и сегодня утром облигации **ЛСР БО-1** можно было купить по цене около 100.6% от номинала, что дает доходность от инвестиций на две недели выше 13.5%. Единственным негативным моментом предложения ЛСР можно считать только намерение выкупить лишь треть выпуска, т.е. RUB500 млн., поэтому, по нашим оценкам, не все инвесторы смогут воспользоваться привлекательным предложением эмитента.

Мы приветствуем намерение ЛСР выкупить часть своего краткосрочного долга, тем самым сократив затраты на обслуживание займов, а также среднюю дюрацию кредитного портфеля. В конце 1П 2011 г. совокупный долг компании составлял чуть менее RUB36 млрд., из которого менее 10% приходилось на его краткосрочную часть. Намерение ЛСР выкупить часть выпуска лишней раз подтверждает, что менеджмент компании расценивает текущую ликвидную позицию ЛСР как комфортную.

Мы рекомендуем держателям выпуска **ЛСР БО-1** воспользоваться предложением эмитента и предъявить бумаги к ближайшей оферте. Покупать эту бумагу на рынке сейчас по цене около 100.6% от номинала также имеет смысл, но только в том случае, если оферта в итоге произойдет по цене не ниже 100.5% от номинала.

Татфондбанк установил следующую ставку купона по 7-й серии облигаций на уровне 10%; условия менее интересны относительно параметров нового маркируемого выпуска серии БО-3

Татфондбанк определил ставку 5–6 купонов по 7-й серии облигаций на уровне 10%, что предполагает YTM 10.25% к погашению через год при цене около номинала. Условия обуславливают существенно меньшую доходность, чем параметры нового маркируемого выпуска, поэтому мы не исключаем предъявления бумаг к оферте в декабре текущего года. Напомним, что до 29 ноября 2011 г. открыта книга заявок на покупку RUB2 млрд. облигаций **Татфондбанк БО-3** с более интересным диапазоном по доходности YTP 12.10–12.63% к годовой оферте.

Однако заметим, что облигации 7-й серии включены в Ломбардный список ЦБ, тогда как новый выпуск не соответствует требованиям для вхождения, что при актуальности доступа к короткому фондированию делает реинвестирование средств в новый выпуск бондов непривлекательным для держателей облигаций **Татфондбанк-7**. Заметим, что данный выпуск не является ликвидным, а объем бумаг в обращении составляет, по нашим оценкам, RUB0.6-1 млрд.

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

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@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

| | |
|--------|---|
| 25 ноя | Уплата акцизов и НДС за октябрь (RUB200-210 млрд.) |
| 28 ноя | Уплата налога на прибыль за октябрь (RUB300-305 млрд.) |
| 30 ноя | Возврат Минфину RUB38.0 млрд. бюджетных средств с депозитов |
| 7 дек | Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд. |
| 7 дек | Возврат Минфину RUB3.2 млрд. бюджетных средств с депозитов |
| 19 дек | Аукцион прямого РЕПО ЦБ на срок 3 мес. |

RUB МБК o/n intraday

| | откр. | мин. | макс. | закр. |
|----------|-----------|------|-------|-----------|
| 1-й круг | 5.00/5.25 | 4.75 | 5.50 | 5.00/5.35 |
| 2-й круг | 5.50/6.00 | 5.25 | 6.25 | 5.25/5.75 |

Динамика внутри дня (1-й круг)

| УТРО | ДЕНЬ | ВЕЧЕР |
|-----------|-----------|-----------|
| 5.00-5.25 | 5.00-5.25 | 5.00-5.35 |

Рост в ставках МБК по итогам четверга; значительные оттоки ликвидности в виде налогов сегодня и в понедельник дают основания ожидать повышенного уровня ставок money market по итогам дня

На начало пятницы суммарные остатки на корсчетах и депозитах сжались на RUB70.2 млрд. и составляют RUB742.6 млрд. Частично данное снижение обусловлено меньшим привлечением в рамках однодневного аукционного РЕПО с ЦБ в четверг – RUB187.2 млрд., что на RUB44.1 млрд. меньше уровня среды. Чистая ликвидная позиция банков по операциям с ЦБ снилась на RUB26.5 млрд. до –RUB750 млрд.

По ставкам money market в четверг сформировались более высокие уровни относительно среды, и в первую очередь данное утверждение справедливо для межбанковского рынка. Внутри дня банки первого круга привлекали рубли в овернайт на 15 бп дороже среды (по 5.0–5.25%), ставки end-of-day сформировали более широкий диапазон в 5.0–5.35%. Фондирование на междилерском РЕПО оставалось примерно на уровнях прошлого дня: однодневные сделки под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона в среднем шли по 5.33–5.63%. Значительные оттоки ликвидности в виде налогов сегодня и в понедельник дают основания ожидать повышенного уровня ставок по итогам дня.

Расчеты по налогам и сборам в ноябре: 25 ноября – уплата акцизов (USD47–50 млрд.) и НДС (USD145–160 млрд.), 28 ноября – уплата налога на прибыль (USD300–305 млрд.)

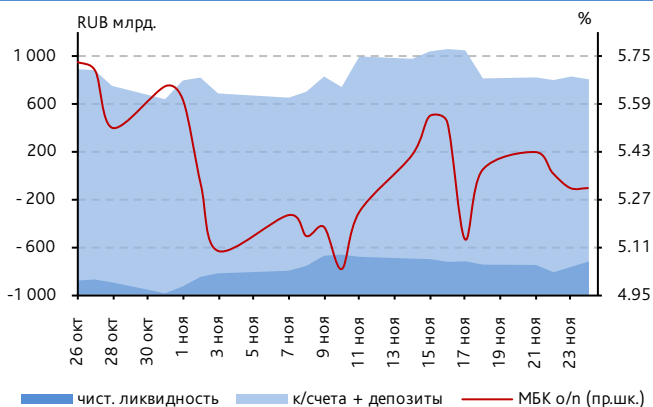
Сегодня ожидается отток денежных средств из банковской системы, связанный с уплатой акцизов и НДС. По нашим оценкам, величина обязательств, связанных с уплатой «внутренних» акцизов в ноябре 2011 г., составляет RUB43–45 млрд. Поступления акцизных сборов при ввозе товаров на таможенную территорию приблизительно равны RUB4–5 млрд. Кроме того, предприятия добывающей промышленности должны перечислить за ноябрь порядка USD145–160 млрд., погасив обязательства по уплате НДС. В понедельник наступает очередной срок уплаты налога на прибыль – USD300–305 млрд. В целом динамика доходов федерального бюджета позитивна, однако ввиду дефицита ликвидности на денежном рынке уплата налогов создает дополнительные трудности для национальной банковской системы.

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

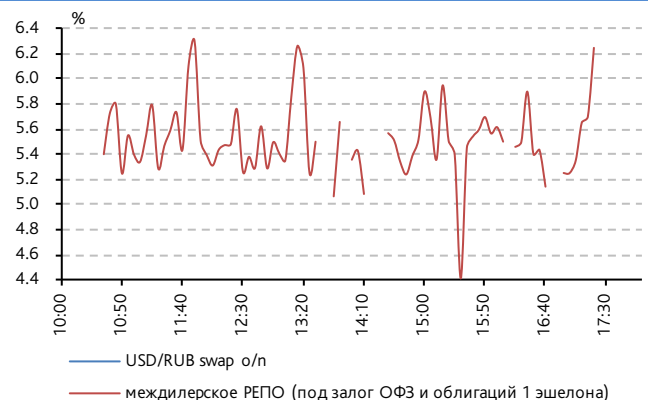
Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru



Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Uranium One: после презентации наше отношение к кредитным рискам компании не изменилось; компания прояснила ряд деталей по долговому портфелю; доходность дебютных облигаций считаем завышенной

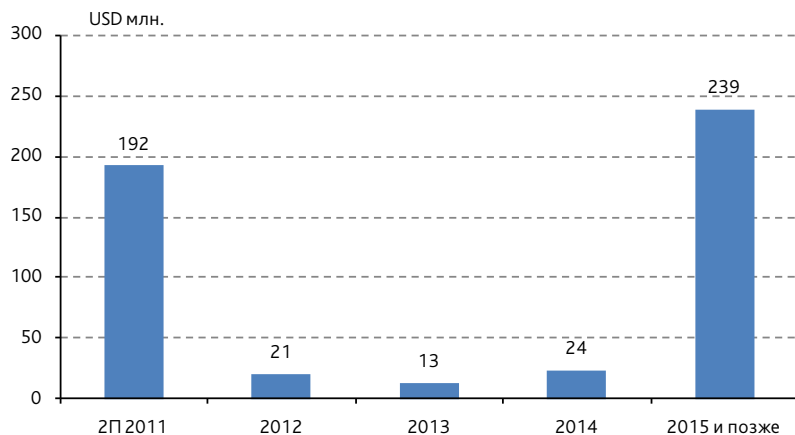
КОММЕНТАРИЙ

Во вторник эмитент Uranium One провел презентацию своего облигационного займа. Основные уточнения, которые мы получили в ходе презентации, касаются долговой нагрузки компании. В нашем специальном комментарии «Uranium One: второй эшелон по цене первого» от 17.11.2011 г. мы отмечали, что среди долговых обязательств компании присутствуют два выпуска конвертируемых облигаций с погашением в 2011 г. и 2015 г. В оценке кредитного качества Uranium One мы исходили из того, что погашение денежными средствами более невозможно. Представители компании сообщили, что конвертируемые облигации с погашением в 2011 г. с большой вероятностью будут погашаться именно за счет денежных средств и не будут конвертированы в акции компании.

Облигации с погашением в 2015 г. также правильнее рассматривать как обязательства компании, хотя вероятность того, что в 2015 г. будет иметь место именно конвертация, а не денежное погашение, более велика. Тем не менее учет обоих выпусков конвертируемых облигаций дает дополнительный рост совокупного долга Uranium One более чем на USD360 млн., тем самым увеличивая долговую нагрузку компании в терминах «Долг/ЕБИТДА» сразу на один пункт, то есть с до 0.5х до 1.5х.

Стоит отметить, что компания имеет значительный запас ликвидных средств на счетах (более USD350 млн.), т.е. объем, достаточный для безболезненного погашения конвертируемых облигаций в декабре 2011 г., а также для реализации условий опциона на покупку 15% Mantra Resources у APM3, что позволит «отодвинуть» окончательный выкуп 100% этого актива на 2013 г.

ДИАГРАММА. ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ ДОЛГА URANIUM ONE НА КОНЕЦ ЗК 2011



Источник: данные компании

Еще одним важным моментом в оценке справедливой доходности облигаций Uranium One является тот факт, что бонды иностранного эмитента не могут претендовать на Ломбардный список ЦБ РФ вне зависимости от рейтинга. На встрече прозвучала информация, что в настоящее время ведутся переговоры о создании прецедента, однако вопрос остается открытым. Это означает, что в ближайшей перспективе бонды компании, несмотря на свой внушительный номинальный объем, чисто технически могут не стать ликвидными.

Комментарии Uranium One не изменили наше отношение к кредитному риску компании, и мы по-прежнему считаем, что маркетируемый диапазон по доходности и срочность в нынешних рыночных условиях больше подходят для компаний первого эшелона с кредитными рейтингами инвестиционной категории. Uranium One к таковым отнести нельзя как по размеру бизнеса, так и по кредитным рейтингам.

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

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru



| Uranium One | S&P: BB- |
|-------------------------------|----------|
| <i>Canadian GAAP, 9M 2011</i> | |
| Выручка, USD млн. | 373 |
| ЕБИТДА margin | 64% |
| Долг/ЕБИТДА | 1.5 |

Новатэк приобретает у Газпрома региональную сбытовую компанию; сумма сделки, вероятно, составит не менее USD500 млн.; заметного влияния на кредитное качество Новатэка сделка не окажет; облигации неинтересны

Коммерсант сегодня сообщил, что Новатэк приобретает у Газпрома региональную сбытовую компанию в Челябинской области – «Межрегионгаз Челябинск».

КОММЕНТАРИЙ

«Межрегионгаз Челябинск» продает ежегодно порядка 11.7 млрд. куб. м. газа. С учетом того что прогноз Новатэка по добыче газа в 2011 г. составляет 51–52 млрд. куб. м., новое приобретение может обеспечить реализацию порядка четверти этого объема. По результатам Новатэка за 3К 2011 г. доля реализации конечным потребителям в натуральном выражении составила около 60%. Таким образом, после приобретения Новатэк сможет реализовывать через собственную сбытовую сеть порядка 80% производимого газа. Мы считаем такую высокую степень вертикальной интеграции положительным фактором для бизнеса компании.

По данным источников Коммерсанта, сумма сделки может составить не менее USD500 млн. (RUB15.7 млрд.). Такая сумма не является критичной для Новатэка. По итогам 9М 2011 г. свободный денежный поток компании составил RUB19 млрд., а долговая нагрузка несколько снизилась. Таким образом, компания сможет приобрести «Межрегионгаз Челябинск» без серьезных негативных последствий для кредитного качества.

Рублевые облигации Новатэка неликвидные и не представляют интереса. Еврооблигации торгуются ниже кривой Лукойла и ТНК, и поэтому интересных торговых идей также не предполагают.



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

| Новатэк | Ваа3/BBB-/BBB- |
|----------------------|----------------|
| <i>МСФО, 9М 2011</i> | |
| Выручка, RUB млрд. | 125 |
| EBITDA margin | 51% |
| Долг/EBITDA | 1.2 |

Газпром привлек клубный кредит на USD800 млн. под LIBOR+245 бп; стоимость фондирования увеличилась с сентября на одну «фигуру»; привлекательно выглядит новый выпуск Газпром Капитал-3

Сегодня Интерфакс сообщил, что Газпром привлек 5-летний синдицированный кредит на USD800 млн. под LIBOR+245 бп.

КОММЕНТАРИЙ

Газпром привлек 5-летний синдицированный кредит на USD800 млн. под LIBOR+245 бп от 3-х японских банков и итальянского Юникредита. Примечательно, что в сентябре компания привлекла 5-летний синдицированный кредит на USD600 млн. под ставку LIBOR+150 бп. Таким образом, стоимость фондирования для Газпрома увеличилась на одну «фигуру» за последние три месяца. Такое увеличение ставки является наглядным признаком ухудшения ситуации на долговых рынках.

Газпром уже пятый раз за последние три месяца привлекает заемное финансирование. Однако с учетом погашения части краткосрочной задолженности долговая нагрузка компании не сильно изменилась из-за новых заимствований.

Среди рублевых облигаций представляет интерес новый выпуск **Газпром Капитал-3** с дюрацией 0.94 года. Выпуск обладает высокой ликвидностью и предлагает премию к ОФЗ около 120 бп. Еврооблигации Газпрома предлагают премию к суверенным бумагам порядка 150–200 бп и могут служить неплохой альтернативой последних.



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

| Газпром | Ваа1/BBB/BBB |
|----------------------|--------------|
| <i>МСФО, 1П 2010</i> | |
| Выручка, RUB млрд. | 2347 |
| EBITDA margin | 43% |
| Долг/EBITDA | 0.8 |

ММК приобретает рудный актив в Австралии; кредитное качество пострадает, но консолидированная рентабельность в будущем может вырасти; рублевые бонды ММК перекуплены

КОММЕНТАРИЙ

В начале текущей недели появились слухи о том, что совет директоров ММК обсуждал покупку Австралийского производителя железной руды Flinders Mines, однако подробности появились только сегодня утром. ММК предлагает выкупить всю австралийскую компанию за USD537 млн., и мы не сомневаемся, что акционеры последней единогласно одобряют это предложение.

Для ММК это приобретение выглядит позитивно лишь с операционной точки зрения. Во-первых, месторождения, разрабатываемые Flinders Mines, обладают очень высокими запасами качественной руды, в частности руда с одного участка не требует обогащения. Во-вторых, объемы добычи железной руды Flinders Mines к 2014 г. должны будут составить около 5 млн. тонн/год и затем будут увеличены до 15 млн. тонн/год, а это означает, что у ММК появится полноценный зарубежный сырьевой дивизион. В-третьих, из-за значительно более высокой рентабельности по EBITDA добычи железной руды по сравнению с выплавкой стали консолидированные показатели рентабельности по EBITDA ММК увеличатся.

С точки зрения кредиторов данная сделка выглядит скорее негативной. Во-первых, развитие проекта и выход его на мощность около 5 млн. тонн/год потребует от ММК совокупных капитальных затрат около USD500 млн. в ближайшие 3 года, т.е. ждать быстрого эффекта от приобретения на операционные показатели компании не приходится. Во-вторых, долговая нагрузка ММК остается самой высокой среди российских металлургических компаний «первой лиги», это усложняется и ее стабильно отрицательным свободным денежным потоком. Затраты на M&A сделку в размере более USD500 млн. выглядят весьма рискованными на фоне резко ухудшающейся конъюнктуры мирового рынка стали и железной руды, и они вряд ли вызовут положительную реакцию кредиторов.

На конец 1П 2011 г. ликвидные средства ММК составляли около USD400 млн., поэтому очевидно, что финансирование этой сделки будет происходить за счет привлечения нового долга. По нашим оценкам, в результате долговая нагрузка ММК должна вырасти до 2.8x в терминах «Чистый долг/EBITDA». И подобный уровень долговой нагрузки может спровоцировать рейтинговые агентства к негативным действиям в отношении компании.

Рублевые облигации ММК не слишком ликвидны, а их индикативная доходность находится на уровне кривой НЛМК. Мы считаем облигации ММК переоцененными и ожидаем от них постепенного увеличения спреда до уровня около 100 бп.

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



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

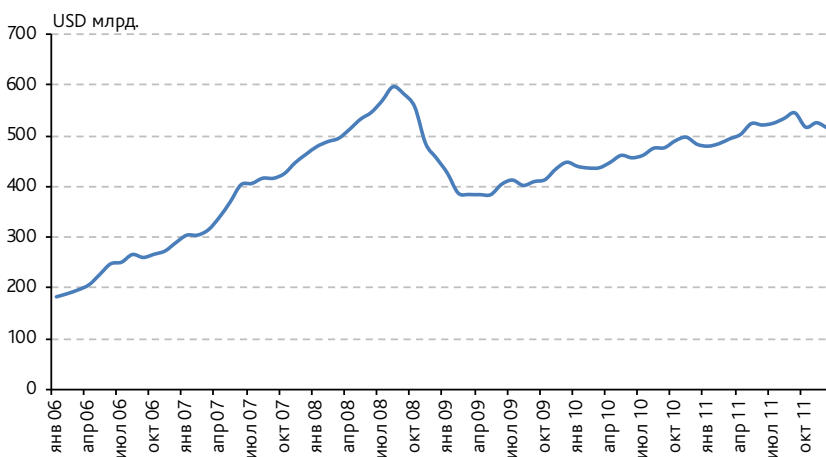
Российская макроэкономика

За третью неделю ноября международные резервы ЦБ РФ упали на USD0.9 млрд.; прогнозируем уровень в USD500 млрд. на конец года

За последние три недели установилась отрицательная динамика золотовалютных резервов (ЗВР) ЦБ РФ (см. диаграмму). По состоянию на 18 ноября 2011 г., объем ЗВР составил USD515.1 млрд., что на USD900 млн. меньше, чем неделю назад. Основная причина – отрицательная переоценка валютной составляющей. На этот раз основной негативный вклад внес британский фунт стерлингов, потерявший за неделю 1% номинальной стоимости (через официальные курсы ЦБ). Величина потерь в долларовом эквиваленте ориентировочно оценивается нами в USD430 млн. Евро, потерявший 0.1%, способствовал сокращению ЗВР всего на USD205–210 млн. Прочие валюты, входящие в состав ЗВР, обеспечили суммарный прирост, приблизительно равный USD65–70 млн. Примечательно, что потери от переоценки стоимости монетарного золота составили около USD270 млн. Влияние изменения курсовой стоимости ценных бумаг, на наш взгляд, незначительно.

В целом, учитывая сложившуюся структуру ЗВР, следует отметить, что валютные интервенции за прошедшую неделю были минимальны. Сальдо валютных операций Банка России на внутреннем рынке оценивается нами в пределах интервала в -USD60-80 млн.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ БАНКА РОССИИ



Источник: Банк России

Заседание ЦБ РФ по ставкам: объективных предпосылок для ужесточения монетарной политики нет; ожидаем неизменность процентных ставок

Сегодня состоится заседание Совета директоров Банка России, на котором будут обсуждаться ключевые параметры процентной политики ЦБ. В процессе принятия решений монетарные власти ориентируются на два показателя: инфляция и экономический рост. Рост цен на потребительском рынке демонстрирует замедление (5.6% с начала 2011 г. против 7.4% за аналогичный период 2010 г.). Динамика ВВП оценивается государственными органами как позитивная и устойчивая (прогноз Минэкономразвития по итогам 2011 г. – 4.2–4.5% против 4% в 2010 г.). На наш взгляд, этих оснований достаточно для того, чтобы не ужесточать денежно-кредитную политику. Более того, считаем, что у Банка России, Министерства финансов и Минэкономразвития есть ресурсы для ускорения темпов социально-экономического развития в виде более мягкой монетарной политики и фискального стимулирования. Однако, учитывая консервативность денежных властей в вопросе оптимального уровня избыточной ликвидности банковского сектора, логично предположить, что процентные ставки по операциям предоставления и абсорбирования ликвидности останутся без изменений.



Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

| Последние размещения | | | | | |
|----------------------|----------------------|-----------|--------|------|--------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. | Купон | Срок | YTW |
| 24 ноя | Костромская обл-6 | 4.0 | 9.50% | 5 | 9.84% |
| 22 ноя | Интертехэлектро-НГ-1 | 0.2 | 8.75% | 5 | 8.94% |
| 22 ноя | ТрансФин-М-16 | 1.0 | 9.70% | 3* | 9.94% |
| 17 ноя | Промкапитал-1 | 0.1 | 7.00% | 3 | 7.00% |
| 17 ноя | Нижегородская обл-7 | 8.0 | 9.95% | 5 | 10.10% |
| 16 ноя | Росбанк-Збо | 10.0 | 8.95% | 1.5* | 9.15% |
| 15 ноя | Банк Зенит-Збо | 3.0 | 8.75% | 1* | 8.93% |
| 15 ноя | НЛМК-76о | 10.0 | 8.95% | 3 | 9.15% |
| 11 ноя | РусСтандарт-16о | 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-Збо | 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% |

| Ближайшие выпуски | | | | |
|-------------------|------------------|-----------|--------------|------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. | Купон | Срок |
| 29 ноя | ТрансФин-М-17 | 1.0 | н.д. | 3* |
| 30 ноя | Абсолют Банк-16о | 5.0 | 10.5-11% | 1.5* |
| 1 дек | Татфондбанк-Збо | 2.0 | 11.75-12.25% | 1* |
| 1 дек | Удмуртия-5 | 2.0 | н.д. | 5 |
| 2 дек | Карелия-14 | 1.0 | н.д. | 5 |
| 5 дек | Автодор-1 | 3.0 | 9.25-9.75% | 5 |
| 6 дек | Бинбанк-Збо | 2.0 | 11.75-12.5% | 1* |
| 6 дек | Башнефть-16о | 10.0 | 9.50-9.95% | 2* |
| 7 дек | Uranium One-1 | 16.5 | 9.5-10.5% | 5* |

| Ближайшие оферты | | | | | |
|------------------|-----------------------|-----------|--------|------------|------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. | Купон | Нов. купон | Срок |
| 28 ноя | РЖД-12 | 15.0 | 14.90% | 0.10% | 8 |
| 29 ноя | Матрица-3 | 0.5 | 15.00% | н.д. | 1 |
| 29 ноя | МетКомБанк-1 | 0.9 | 9.40% | 9.40% | 2 |
| 29 ноя | Тинькофф КредСист-26о | 1.5 | 16.50% | 16.50% | 2 |
| 30 ноя | ВнешПромБанк-16о | 3.0 | 9.30% | 11.75% | 2 |
| 1 дек | ТрансГазСервис | 3.0 | 7.75% | 8.25% | 1* |
| 2 дек | ОМЗ-6 | 1.6 | 13.00% | н.д. | 2 |
| 2 дек | Трудовое | 0.0 | 12.00% | 12.00% | 1* |
| 6 дек | СатурнНПО-3 | 3.5 | 8.50% | 8.00% | 1* |
| 7 дек | ВТБ Лизинг-7 | 4.2 | 6.85% | 8.15% | 3* |
| 7 дек | СКБ-Банк-46о | 2.0 | 9.80% | 10.75% | 1* |
| 8 дек | Райффайзенбанк-4 | 10.0 | 13.50% | н.д. | 2 |
| 8 дек | Росдорбанк | 1.1 | 10.50% | н.д. | 2 |
| 8 дек | РСХБ-05 | 10.0 | 13.50% | 8.75% | 2* |
| 8 дек | Формат | 1.0 | 17.00% | н.д. | 1 |
| 8 дек | ЧТПЗ-16о | 5.0 | 16.50% | 12.50% | 1* |
| 12 дек | ПромНефтеСервис | 3.0 | 7.75% | 8.25% | 1* |
| 14 дек | Разгуляй-136о | 1.0 | 0.00% | 0.00% | 1 |

| Ближайшие погашения | | |
|---------------------|--------------------|-----------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. |
| 29 ноя | Интегра-2 | 3.0 |
| 30 ноя | Мастер-Банк-3 | 0.7 |
| 30 ноя | КМБ-Банк-2 | 3.4 |
| 8 дек | ЛУКОЙЛ-03 | 8.0 |
| 8 дек | Казань-6 | 1.0 |
| 8 дек | РосТелеком-09 | 1.0 |
| 9 дек | ОГКЗ | 3.0 |
| 15 дек | НСХ-финанс | 1.0 |
| 15 дек | Разгуляй-096о | 2.0 |
| 18 дек | Москва-50 | 15.0 |
| 21 дек | Золото Селигдара-2 | 0.5 |
| 22 дек | Томск-2 | 0.2 |
| 22 дек | ХМАО-6 | 2.0 |
| 25 дек | Иркутская Обл-317 | 0.3 |
| 26 дек | Томская Обл-4 | 0.3 |
| 26 дек | Электросталь-2 | 0.2 |
| 19 янв | ЛК УралСиб-4 | 2.0 |
| 19 янв | ЛК УралСиб-5 | 3.0 |

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

| Последние размещения | | | | | |
|----------------------|-----------------------|--------|-------------|--------|------|
| Дата | Выпуск | Валюта | Объем, млн. | Купон | Срок |
| 17 ноя | Gazprom 16N | USD | 1000 | 4.95% | 5 |
| 17 ноя | Gazprom 21 | USD | 600 | 6.00% | 10 |
| 21 окт | VTB 15C | CHF | 225 | 5.00% | 4 |
| 17 окт | Turkey 22 | USD | 1000 | 5.13% | 11 |
| 2 авг | Moscow Credit Bank 14 | USD | 200 | 8.25% | 3 |
| 21 июл | SeverStal 16 | USD | 500 | 6.25% | 5 |
| 18 июл | MetallInvest 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 |

| Ближайшие погашения | | | |
|---------------------|-----------------------|--------|-------------|
| Дата | Выпуск | Валюта | Объем, млн. |
| 30 ноя | Mir. KhliboProdukt 11 | USD | 250 |
| 21 дек | UkrSibBank 11 | USD | 500 |
| 30 дек | MDM 11N | USD | 130 |
| 1 янв | TristanOil 12 | USD | 420 |
| 11 янв | Brazil 12 | USD | 1250 |
| 14 янв | UMS 12 | USD | 1500 |
| 23 янв | Colombia 12 | USD | 900 |
| 23 янв | Turkey 12 | USD | 1000 |
| 28 янв | MTS 12 | USD | 400 |
| 2 фев | TatFondBank 12 | USD | 225 |

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынковsales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru**Руководитель управления торговли****Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@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**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru**Руководитель управления продаж****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Управление продаж****Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@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**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@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 контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 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 данному ценному 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.