



Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	YTM/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	74.10	0.01	0.01	Evraz' 13	100.09	-0.09	8.84	3
Нефть (Brent)	75.17	-1.17	-1.53	Банк Москвы' 13	101.00	-0.25	5.94	0
Золото	1146.75	4.25	0.37	UST 10	105.02	0.37	3.19	1
EUR/USD	1.4694	0.00	-0.18	РОССИЯ 30	113.04	-0.47	5.37	8
USD/RUB	30.7721	0.17	0.57	Russia'30 vs UST'10	218			13
Fed Funds Fut. Prob авр.10 (1%)	24%	0.00%		UST 10 vs UST 2	266			-1
USD LIBOR 3m	0.26	0.00	-0.24	Libor 3m vs UST 3m	24			-1
MOSPRIME 3m	7.43	0.01	0.13	EU 10 vs EU 2	191			5
MOSPRIME o/n	6.00	0.58	10.70	EMBI Global	325.99	2.32		7
MIBOR, %	6	0.71	13.42	DJI	10 286.0	-1.00		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	1021.10	72.90	42.41	Russia CDS 10Y \$	204.70	4.69		6
Сальдо ливк.	32.4	74.40	-177.14	Gazprom CDS 10Y \$	263.58	4.24		11

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

Уверенная коррекция на вторичном рынке...

... не помешала успешно разместиться ЧТПЗ и НЛМК

Оферты и погашения: Черкизово, Татфондбанк, Алькор, ЛСР

Глобальные рынки

Статданные из Германии, рейтинг Греции и ВВП Японии настораживают

Коррекция в динамике

Корпоративные новости

Мечел в 3-м кв. 2009 г.: денежные потоки пока слабы, а долг очень велик

УВЗ получит 10 млрд руб в капитал

Протек возвращается к Аптекам 36.6

ЛУКОЙЛ: свежая отчетность и новая стратегия

Авторынок: обманчивая тенденция

Новости коротко

Корпоративные новости

Ведомости сообщают, что ФАС разрешила **Волгателекому** до ноября 2010 г. купить **СМАРТС**. Мы считаем, пока закладывать факт возможной покупки СМАРТСа Волготелекомом преждевременно, так как на активы поволжского сотового оператора с равным успехом могут претендовать другие компании.

РЖД в январе-ноябре 2009 г. снизила перевозки грузов на 17% по сравнению с тем же периодом 2008 г. Внутрироссийские перевозки сократились на 22.5%. / Интерфакс

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

Спрос на облигации **Казани**, сложившийся в ходе сбора заявок на приобретение облигаций составил 4 887 млн руб. при объеме размещения 2 млрд руб. По данным компании, в ходе маркетинга выпуска было подано 50 заявок инвесторов со ставкой купона в диапазоне от 11.75% до 13.00%, было акцептовано 40 заявок, ставка первого купона установлена на уровне 12%. Расчеты по сделке при размещении облигаций пройдут на ММВБ завтра (10 декабря 2009 года). / Cbonds

ХКФ Банк установил ставку 3-6-го купонов по облигациям 6-й серии на уровне 12.2%. / Cbonds

Золото Селигдара установило 7-10 купоны по 2-му выпуску облигаций на уровне 15%. / Cbonds

Банк «Петрокоммерц» намерен 17 декабря начать размещение пятилетних облигаций номинальным объемом 5 млрд руб с 3-летней офертой. / Интерфакс

Кредиты / Займы

- n **ТехноНИКОЛЬ-Строительные Системы** получил кредит Сбербанка на сумму 1.19 млрд руб. в период с 26 ноября по 2 декабря. / Cbonds
- n **ВЭБ** в ближайшее время планирует завершить синдикацию двух кредитов на общую сумму \$2.5 млрд. / Интерфакс
- n **ЕБРР** может выделить **Русгидро** долгосрочный кредит на 4 млрд руб. / Интерфакс

Рейтинги

- n Moody's подтвердило рейтинг **Энел ОГК-5** на уровне Ba3 с «позитивным» прогнозом. / Moody's

Внутренний рынок**Уверенная коррекция на вторичном рынке...**

Рублевый рынок облигаций вчера накрыла волна коррекции, прокатившаяся практически по всем ликвидным выпускам. Рынок отреагировал на резкое ослабление рубля и негативный новостной фон из Европы. Торговля проходила на повышенных оборотах с бумагами корпоративных и муниципальных эмитентов (22.5 млрд руб.).

По итогам дня практически все выпуски Москвы потеряли в стоимости. Снижение составило 25-75 б.п.; более всего просел выпуск Москва-61 (-90 б.п.). Прочие ликвидные выпуски корпоративных эмитентов подешевели на 10-30 б.п., наиболее активные продажи наблюдались в бумагах с большим сроком обращения.

Длинные выпуски ОФЗ не избежали той же участи, став легче на 30-60 б.п. Единственной госбумагой, показавшей движение против рынка, оказался короткий ОФЗ 25062, который вчера покупался на 60 б.п. дороже уровня закрытия вторника. Интригой сегодняшнего аукциона по размещению допвыпуска 25063 на 10 млрд руб. станет вопрос, изменит ли Минфин установившейся этой осенью традиции, предложив на аукционе премию к рынку.

... не помешала успешно разместиться ЧТПЗ и НЛМК

Вчера ЧТПЗ и НЛМК размещали на бирже свои облигации объемами по 5 млрд руб. каждый. Эмитентам удалось разместить облигации в полном объеме.

Сегодня начинается размещение следующих выпусков: ВТБ-Лизинг 07 объемом 5 млрд руб. (ориентир купона 9.5-9.8 %, годовая оферта), РЖД БО-1 на 15 млрд руб. (установлен купон 9.4 %, срок обращения три года), а также Трансфин-М серий 4-5 общим объемом 2 млрд руб.

Биржевые торги отдельными бумагами*

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Close	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
Апт3б6 02	1.78	59	2000	05.06.2012		70.90	68.95	-1.95	49.44
ВТБ24 01	515.00	6	6000	05.10.2011		102.25	112.70	10.45	4.23
ВТБ24 04	253.73	17	8000	20.02.2014	26.08.2010	101.00	101.49	0.49	9.83
Газпромнефт4	471.74	13	10000	09.04.2019	25.04.2011	110.10	109.75	-0.35	9.20
ГАЗПРОМ А	42.21	81	5000	10.02.2010		100.32	100.27	-0.05	6.67
ГАЗФин 01	4.14	39	5000	08.02.2011		91.25	89.30	-1.95	31.45
Зенит 5обл	816.82	28	5000	04.06.2013	07.12.2010	100.04	100.00	-0.04	11.14
Интерград1	150.10	31	900	09.07.2014	12.01.2011	99.86	100.00	0.14	15.52
ИркЭнерго1	5000.00	1	5000	28.11.2013		99.52	-	0.00	16.28
КубНива 01	150.10	31	600	20.02.2014		100.00	100.00	0.00	16.08
МГор45-об	417.18	24	15000	27.06.2012		97.80	97.55	-0.25	9.30
М-ИНДУСТР	0.72	46	1000	16.08.2011		20.79	20.20	-0.59	>200
ОФЗ 25069	277.7	7	44059.5	19.09.2012		107.00	106.65	-0.33	8.24
РЖД-09обл	633.68	11	15000	13.11.2013	19.05.2010	102.30	102.25	-0.05	8.37
ТатфондБ 4	198.77	37	1500	01.06.2011		100.00	100.00	0.00	13.42
ХКФ Банк-3	1440.97	8	3000	16.09.2010	18.03.2010	101.05	101.00	-0.05	11.71
ЧТПЗ 03об	2648.09	2	8000	21.04.2015		94.00	-	0.00	-
ЭнергмашФ	686.51	194	700	22.11.2011		92.50	93.00	0.50	18.11
ЮТэйр-Ф 03	397.55	29	2000	14.12.2010		100.12	99.90	-0.22	14.64
ЮФК 01	300.25	34	900	29.04.2014	02.11.2010	100.00	100.00	0.00	16.31

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

* - облигации с оборотом свыше 200 млн руб или числом сделок больше 30

Оферты и погашения: Черкизово, Татфондбанк, Алькор, ЛСР

Группа Черкизово 4 декабря выкупила по оферте дебютные облигации на сумму 1.55 млн руб. при объеме выпуска 2 млрд руб. В ходе предыдущей оферты в июне с рынка уже ушли бумаги объемом 1.288 млрд руб.

Татфондбанк также успешно прошел оферту 8 декабря, приобретя облигации 4-й серии на сумму 127.8 млн руб. (8.5 % выпуска). С учетом предыдущей оферты эмитент приобрел уже 88.6 % этого выпуска.

Иркутскэнерго вчера в полном объеме выкупило свои облигации 5-й серии объемом 5 млрд руб., размещенные год назад. Очевидно, ставка купонов на весь срок обращения выпуска в размере 15.5 % не только обременительна для эмитента, но и не соответствует рыночным реалиям.

Алькор и Ко (сеть Л'Этуаль) и ЛСР вчера погасили свои дебютные облигации номинальными объемами 1.5 и 2 млрд руб. соответственно. Алькор осуществил выплату номинала в размере 1.183 млрд руб. Заметим, что успешное погашение облигаций Алькор и Ко до последнего момента для нас не было очевидным моментом.

Екатерина Горбунова

Глобальные рынки



Статданные из Германии, рейтинг Греции и ВВП Японии настораживают

Вчерашний день принес много неприятных новостей с глобальных рынков, которые существенно поумерили аппетит к риску у инвесторов.

Промышленное производство в Германии снизилось в октябре на 1.8 % по сравнению с уровнем предыдущего месяца, об этом свидетельствуют предварительные данные министерства экономики страны. Это оказалось для всех сюрпризом, так как предварительно прогнозировался умеренный рост на 1.0 %. Основные движущие сектора промышленного производства крупнейшей экономики еврозоны показали существенный спад в месячном сравнении: -1.6 % в обрабатывающем секторе, -2.4 % в строительстве и -3.4 % в энергетике.

К негативному фону из Германии прибавилось понижение суверенного рейтинга Греции агентством Fitch с A- до BBB+ с прогнозом «негативный». Fitch объясняет это своим беспокойством в отношении прогнозов для государственных финансов в среднесрочной перспективе. Moody's поставило рейтинг Греции на пересмотр еще 29 октября с возможностью понижения.



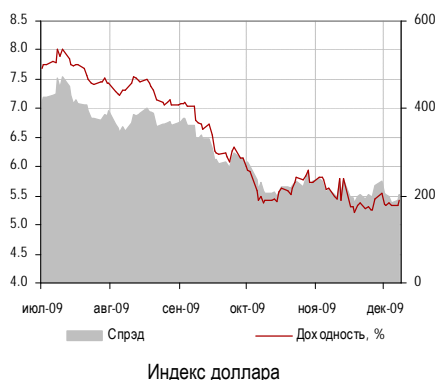
И еще больше скепсиса добавили данные из Японии, где пересмотренный ВВП вырос по итогам июля-сентября всего на 1.3 % в пересчете на годовые темпы, что значительно ниже объявленных ранее 4.8 % и ожиданий экспертов. В среднем экономисты ожидали, что показатель роста ВВП за квартал в пересчете на годовые темпы составит 2.8 %.

Коррекция в динамике

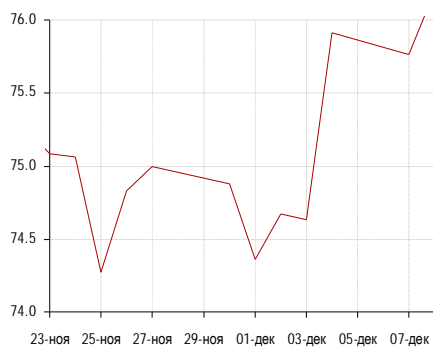
Плохие новости спровоцировали «бегство в качество»: американские казначейские облигации прибавили в цене, а доллар заметно укрепился относительно евро.

Кривая US-Treasuries

	YTM, %			Изм-е, б.п.		
	тек.	изм-е	08-дек-09	d	w	YTD
UST 02	0.74	1	0.73	-4	6	-4
UST 05	2.12	1	2.11	-7	10	55
UST 10	3.40	1	3.38	-4	19	116
UST 30	4.38	0	4.38	-1	18	170



Судя по всему, инвесторы не хотят брать на себя дополнительный риск в конце года, поэтому любая негативная новость может заставить их избавляться от рискованных активов. Что в итоге вчера и произошло: практически все российские еврооблигации подверглись серьезной коррекции. Не избежала такой участи и Russia' 30, по итогам дня спред российских индикативных облигаций к UST-10 пробил уровень в 200 б.п. и закрепился на отметке 203 б.п.



Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм.-е за день	
							Цена, %	YTM, б.п.
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	100.1	8.84	2.8	-0.09	3
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	96.7	8.99	4.5	-0.06	1
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	99.8	9.53	5.6	-0.23	4
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	99.5	8.12	2.0	-0.06	3
MTS' 10	USD	400	14.10.10	103.5	4.12	0.8	-0.05	4
MTS' 12	USD	400	28.01.12	104.4	5.79	1.9	0.06	-3
NovorosPort' 12	USD	300	17.05.12	100.4	6.81	2.2	0.02	-1
Raspadskaya' 1	USD	300	22.05.12	101.0	7.06	2.2	0.04	-2
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	101.4	9.27	2.9	-0.26	9
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	101.1	8.93	3.5	-0.02	1
Sistema' 11	USD	350	28.01.11	105.3	4.03	1.0	-0.07	5
TNK-BP' 11	USD	500	18.07.11	103.4	4.64	1.5	-0.21	14
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	102.6	4.91	2.1	-0.27	13
TNK-BP' 18	USD	1100	13.03.18	102.1	7.53	5.9	-1.18	20
TMK' 11	USD	600	29.07.11	102.7	8.19	1.4	-0.05	3

Источники: Bloomberg

Дмитрий Турмышев

Корпоративные новости

Мечел в 3-м кв. 2009 г.: денежные потоки пока слабы, а долг очень велик

Мечел вчера опубликовал отчетность за 9 месяцев 2009 г. по US GAAP, показав в 3-м квартале резкий рост EBITDA по сравнению с уровнем 2-го квартала и увеличение чистой прибыли, а также значительное увеличение доли долгосрочных кредитов и займов в ходе реструктуризации текущего долга (в частности, путем размещения рублевых облигаций на 10 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Мечела

МСФО, \$ млрд	3М 2008	1П 1008	9М 2008	2008	3М 2009	1П 2009	9М 2009
Выручка	2 328	5 349	8 581	9 951	1 179	2 460	4 034
ЕБИТДА	754	1 838	3 159	3 020	89	131	394
ЕБИТ	642	1 606	2 808	2 556	14	-41	114
Чистая прибыль	500	1 102	1 637	1 141	-691	-471	-340
Совокупный долг	5 123	4 878	5 084	5 369	5 857	5 920	5 608
Чистый долг	4 497	3 899	4 280	4 708	4 525	5 097	4 741
Собственный капитал	4 130	4 268	4 526	4 031	3 143	3 733	3 925
Всего активы	9 885	12 953	13 383	12 010	11 128	12 031	11 995
ОСФ	368	944	1 924	2 230	40	372	502
Сарех	175	2 089	3 022	3 248	105	237	345
ЕБИТДА margin (%)	32.4%	34.4%	36.8%	30.3%	7.6%	5.3%	9.8%
Чистая рентабельность (%)	21.5%	20.6%	19.1%	11.5%	--	--	--
ЕБИТДА/проценты (x)	14.7	16.4	16.5	9.7	0.8	0.6	1.1
Долг/ЕБИТДА (x)	1.7	1.3	0.8	1.8	2.5	4.5	22.0
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.5	1.1	0.7	1.6	1.9	3.9	18.6
Долг/Активы (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Долг/Собственный капитал (x)	1.2	1.1	1.1	1.3	1.9	1.6	1.4
Долгосрочный долг/Долг (%)	43%	43%	38%	4%	19%	39%	62%

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Финансовые результаты Мечела на уровне EBITDA и чистой прибыли показывают постепенную положительную динамику. Компании удалось заметно повысить эффективность работы каждого из своих основных сегментов. В угольном сегменте за счет роста добычи себестоимость производства тонны коксующегося угля на Южном Кузбассе снизилась на 20 %, на Якутугле – на 42 % кв-к-кв. Уже второй квартал Мечел получает прибыль. EBITDA margin за период составила уже почти 10 %.

Тем не менее назвать опубликованную отчетность позитивной нам не позволяют весьма низкие денежные потоки компании и крайне высокая долговая нагрузка. Операционный денежный поток Мечела в 3-м квартале составил всего \$ 139 млн, а большая его часть была обеспечена сокращением оборотного капитала. Мы полагаем, что в рассчитываемый нами общий показатель EBITDA могли быть включены неденежные статьи, такие как переоценка запасов, привилегированных акций, уровня безнадежной дебиторской задолженности, которые могли увеличить показатель EBITDA в 3-м квартале 2009 г., но не оказали влияния на операционные денежные потоки. В результате, несмотря на по-прежнему достаточно скромный размер капитальных затрат (\$ 122 млн за квартал), чистый долг компании по-прежнему велик (\$ 4.7 млрд.), что в относительных терминах дает долговую нагрузку за пределами размеров. Если брать EBITDA за последние 12 месяцев, то Чистый долг/EBITDA превышает 18x, а если брать технически аннуализированный показатель, то все равно ниже 13-14x этот показатель не падает.

Исключительно с точки зрения relative value мы рекомендуем покупки облигаций 4-й серии, дающие более 14.5% годовых на сроке чуть более 2 лет. Остальные выпуски компании имеют значительно более низкую доходность.

Леонид Игнатьев

УВЗ получит 10 млрд руб в капитал

Правительство выделит УВЗ 10 млрд руб., пообещал вчера премьер-министр Владимир Путин. Деньги будут внесены в уставный капитал предприятия и пойдут на финансовое оздоровление завода, сказал он (цитаты по Интерфаксу). Основная часть денег будет потрачена на погашение банковского долга, рассказал вчера Ведомостям советник гендиректора УВЗ Евгений Рошков.

По словам Рошкова, выручка УВЗ в 2009 г. снизится до 28 млрд руб., при том, что деятельность компании на уровне чистой прибыли будет убыточна. Скорее всего, УВЗ может выйти «в плюс» на уровне EBITDA из-за высокого размера амортизации, но в том, что у компании будет положительный денежный поток, мы сомневаемся.

Таким образом, обслуживание текущего долга компании возможно только за счет пролонгации/рефинансирования портфеля или средств акционеров. Общая величина долга УВЗ составляет 60 млрд руб., так что инъекция в 10 млрд руб. не решит большую часть долговых проблем компании.

Насколько мы можем судить из анализа рыночных данных по торгам рублевыми бумагами, в ходе оферты в апреле 2009 г. УВЗ выкупил все бонды 2-ой серии и больше они в рынке не появлялись.

Леонид Игнатъев

Протек возвращается к Аптекам 36.6

Фармдистрибутор «Протек», по сообщению Ведомостей, возобновил поставки в торговые точки Аптечной сети 36.6 после прекращения сотрудничества в ноябре 2008 г.

Мы считаем новость о возвращении одного из крупнейших поставщиков лекарств крайне положительной для Аптек 36.6.

Во-первых, очевидно, что для аптечной сети снижаются риски банкротства, которые нависли над ней после неурегулированной кредиторской задолженности перед Протеком. Насколько мы понимаем, именно такого исхода дела до недавнего момента добивался фармдистрибутор.

Во-вторых, мировое соглашение значит очень много для операционной и финансовой стороны работы Аптек. По словам представителя Протека, доля продукции этого поставщика в общем объеме оборота лекарств Аптек 36.6 достигала 25 %. Во многом из-за потери значительной части ассортимента лекарств, сеть лишилась многих покупателей (снижение трафика на 25 % в 1-м полугодии 2009 г.) и лишь незначительно увеличила размер среднего чека, несмотря на заметный рост цен на лекарства. В итоге в первой половине 2009 г. Аптечная сеть потеряла до 18 % рублевой выручки год-к-году и по состоянию на середину текущего года до сих пор балансирует на грани нулевой рентабельности по EBITDA, несмотря на отказ от докризисного экстенсивного развития.

Реструктурированные бонды Аптеки 36.6-2 с дюрацией 1.6 года, доходностью 50 % годовых и котировками в диапазоне 65-70 % от номинала мы считаем довольно рискованными. Мы сможем констатировать снижение рисков рефинансирования компании после достижения показателем EBITDA margin уровня 4-5 % и выхода операционных денежных потоков в положительную зону. Тогда и можно будет рассчитывать на некоторый рост котировок облигаций.

Леонид Игнатъев

ЛУКОЙЛ: свежая отчетность и новая стратегия

Вчера ЛУКОЙЛ опубликовал финансовую отчетность по US GAAP за 3-й квартал 2009 г., которая показала перераспределение логистических потоков компании: увеличение продаж нефти на внутреннем рынке за счет сокращения экспорта, а также снижение объема вывоза нефтепродуктов по сравнению с уровнем 2-го квартала 2009 г. Кроме того, она показала и основное преимущество ЛУКОЙЛа – высокий вес «даунстрима» в структуре производства компании (около 70 % выручки компания получает от продажи нефтепродуктов, тогда как Роснефть – 45 %) на фоне роста маржи переработки (за 3 кв. 2009 г. этот показатель увеличился примерно на \$ 5 на баррель).

Также, в отличие от Газпром нефти, которая также обладает достаточно развитым «даунстримом», ЛУКОЙЛ имеет более сбалансированную производственную структуру (Газпром нефть вынуждена отражать доход от владения 50 % Славнефти по методу долевого участия, что снижает общий положительный эффект от обладания данным активом).

В отношении других финансовых показателей работы компании в 3-м квартале 2009 г. отметим:

- Операционные издержки ЛУКОЙЛа росли более быстрыми темпами, нежели укрепление рубля. В итоге компания показала самый низкий уровень квартальный уровень по EBITDA margin (16.9 %).
- Позитивным моментом стало лишь незначительное увеличение затрат на закупки нефти и нефтепродуктов (с \$ 7.9 млрд до \$ 8.2 млрд), несмотря на существенный рост цен.
- Денежные потоки компании от операционной деятельности в 3-м квартале выросли и составили \$ 2 933 млн (\$ 1 477 млн во 2-м квартале), объем капитальных вложений практически не изменился и составил \$ 1 636 млн. В итоге свободный денежный поток компании в 3-м квартале значительно вырос и составил \$ 1.3 млрд (в предыдущем квартале он был отрицательным).
- Чистый долг ЛУКОЙЛА за 3-й квартал изменился незначительно (снижение на \$ 328 млн) и составил \$ 8.6 млрд. Чистый уровень долга примерно в 2 раза меньше расчетного уровня EBITDA компании за последние 12 месяцев.

Вчера менеджмент ЛУКОЙЛа провел конференцию, на которой также представил презентацию стратегии развития компании до 2019 г.

Напомним, что программа стратегического развития компании была утверждена в конце ноября, и ЛУКОЙЛ уже сообщал о новых приоритетных задачах, таких как устойчивый рост свободного денежного потока для акционеров и оптимизация уровня добычи углеводородов в соответствии с изменением рыночной конъюнктуры.

Среди новых ключевых задач, отмеченных в стратегии компании, стоит выделить:

- рост суммарного свободного денежного потока в 2010-2019 гг. в 4 раза по сравнению с уровнем 2000-2009 г. (примерно с \$ 11 млрд до \$ 45 млрд);
- увеличение доли дивидендных выплат от чистой прибыли к 2019 г. до уровня выше 30 %;
- достижение уровня добычи углеводородов в 2017-2019 гг. до 2.7 млн б.н.э./сут. (текущий уровень – 2.2 млн б.н.э./сут.);
- снижение капитальных затрат на разведку и добычу в 2010-2019 гг. до \$ 60 млрд с запланированных ранее \$ 75.3 млрд. При этом предполагается, что доля вложений в традиционных регионах сократится до 43 %, а в новых проектах вырастет до 57 %;
- перенос разработки ряда газовых проектов на более поздние сроки (совокупный свободный денежный поток по газовым проектам за 2010-2019 гг. прогнозируется на уровне более \$ 6 млрд).

Заявление о том, что рост свободного денежного потока станет ключевой целью компании, на наш взгляд, – позитивный факт для инвесторов ЛУКОЙЛа. Но при этом компания в настоящий момент является одним из лидеров среди российских нефтяных компаний по дивидендным выплатам (направляя 15 % от чистой прибыли по US GAAP), и 2-кратный рост дивидендных отчислений (до 30 % от чистой прибыли) во многом нивелирует ориентацию компании на рост денежных потоков в глазах держателей облигаций.

Мы полагаем, что новая стратегия ЛУКОЙЛа является «защитной»: стремление компании максимизировать денежные потоки (т. е. не вкладывать много денег в инвестиции, накапливая их на балансе по примеру Сургутнефтегаза) в условиях ценовой неопределенности и высокой волатильности действительно может порадовать консервативных инвесторов. Очевидно, что ставка компании на новые проекты в upstream также оправдана. Пик добычи (в районе 60 млн т в год) на западно-сибирских месторождениях компании (сейчас компания добывает в этом регионе порядка 55 % нефти) несколько лет назад был пройден (в 2009 г., по нашим оценкам, эта цифра может составить примерно 54 млн т), и теперь ЛУКОЙЛу для обеспечения прироста добычи потребуются дополнительные объемы нефти из других регионов. Однако их потенциал (особенно с учетом того, что компания не присутствует в Восточной Сибири) является весьма ограниченным. Как следствие, к 2019 г. уровень добычи нефти ЛУКОЙЛом вряд ли превысит 100 млн т.

Упор на газовый рынок (увеличение уровня добычи до 40 млрд куб. м с прошлогодних 17 млрд куб.) не случаен: к 2019 г. либерализация российского рынка газа будет завершена, и цены станут рыночными, что будет приносить компании дополнительную прибыль.

Тем не менее, если осторожные прогнозы ЛУКОЙЛа не сбудутся (а стратегия рассчитана исходя из цены нефти на уровне \$ 64 за баррель), и цены на нефть будут двигаться в соответствии с текущей форвардной кривой (с датой поставки 2013 г. форварды торгуются по цене выше \$ 90 за баррель), то прежняя стратегия (рост инвестиций, приводящий к росту добычи) была бы более выигрышной.

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за день	
							Цена, %	YTM, б.п.
GAZP 13-1	USD	1750	01.03.13	111.3	5.72	2.7	-0.04	1
GAZP 13-4	USD	500	31.07.13	105.3	5.86	3.1	-0.26	8
GAZP 14	USD	1250	31.07.14	106.7	6.42	3.7	-0.04	1
GAZP 16	USD	1350	22.11.16	96.5	6.85	5.5	-0.31	5
GAZP 18	USD	1100	11.04.18	105.8	7.20	6.0	-0.35	6
GAZP 19	USD	2250	23.04.19	112.4	7.39	6.3	-0.38	6
GAZP 22	USD	1300	07.03.22	93.4	7.34	8.0	-0.50	6
GAZP 34	USD	1200	28.04.34	110.3	7.69	10.6	-0.02	0
GAZP 37	USD	1250	16.08.37	92.1	8.00	11.0	-0.58	5
Lukoil 14	USD	900	05.11.14	102.5	5.78	4.1	0.10	-3
Lukoil 17	USD	500	07.06.17	98.2	6.66	5.9	0.05	-1
Lukoil 19	USD	600	05.11.19	100.7	7.16	6.9	-0.05	1
Lukoil 22	USD	500	07.06.22	95.1	7.26	8.2	-0.06	1

Источники: Bloomberg

Мы думаем, что публикацию свежей отчетности и анонс новой стратегии долговой рынок оставит без внимания. Еврооблигации ЛУКОЙЛа по-прежнему кажутся нам явно переоцененными по отношению к инструментам Газпрома. Сложно назвать привлекательными для спекулятивных покупок и рублевые облигации компании.

*Денис Борисов, Сергей Вахрамеев, Леонид Игнатьев***Авторыннок: обманчивая тенденция**

По данным АЕВ, в ноябре на российском рынке легковых автомобилей было реализовано 100 тыс. автомобилей, что на 46 % ниже аналогичного показателя прошлого года. По итогам девяти месяцев продажи новых автомобилей составили 1.3 млн шт.

Исходя из опубликованных данных, в ноябре рынок продолжил стабилизироваться, что отражает динамика продаж. Тем не менее с учетом низкой базы прошлого года последние данные скорее сигнализируют о новом спаде активности потребителей на рынке. Относительно октября объем реализованных автомобилей снизился более чем на 13 %. Хотя мы не исключаем, что падение активности могло объясняться только сезонным фактором – снижением спроса на автомобили текущего года выпуска.

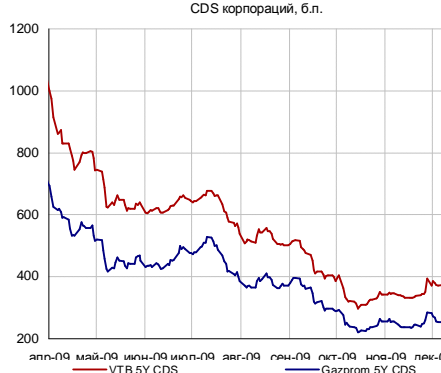
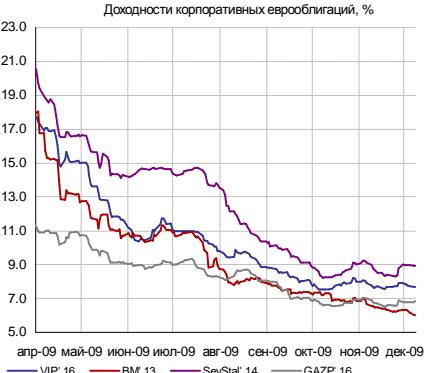
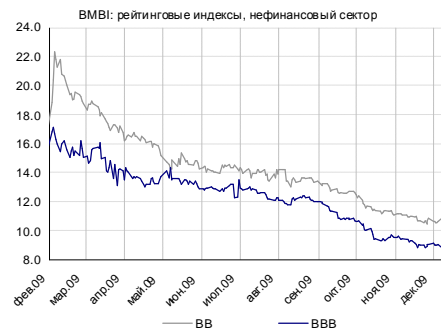
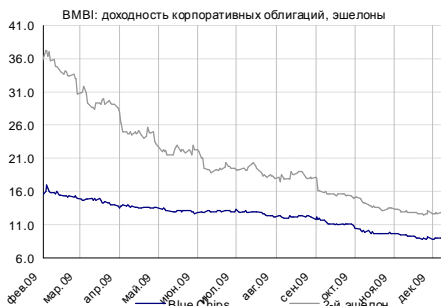
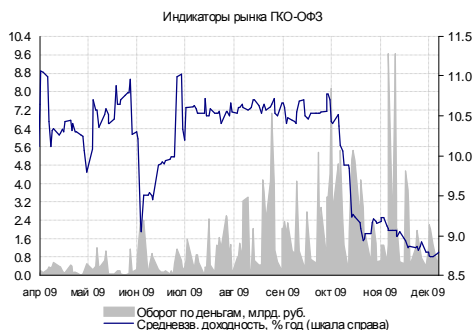
Декабрь, по всей видимости, также будет слабым, что связано как с сезонным фактором, так и с разочаровывающими результатами ноября. В этой связи по итогам всего года российскому автомобильному рынку, скорее всего, не удастся уйти далеко от уровня 1.4 тыс., что подразумевает 50 %-е снижение относительно уровня 2008 г.

Таким образом, российский автомобильный рынок показывает все большее отставание от крупнейших мировых рынков. Несмотря на прекращение действия специальных государственных программ выкупа старых автомобилей, мировые рынки сохранили стабильную динамику. По итогам ноября динамика продаж на крупнейших рынках Европы, Америки и Азии закрепились в положительной плоскости.

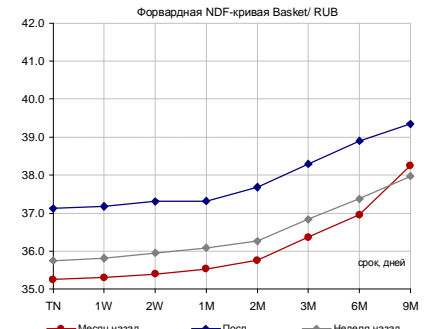
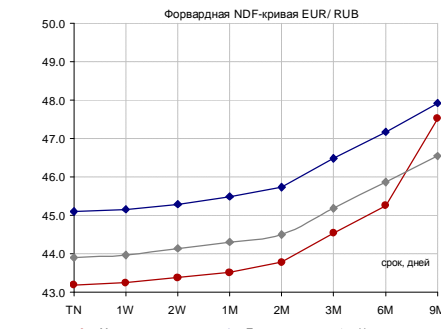
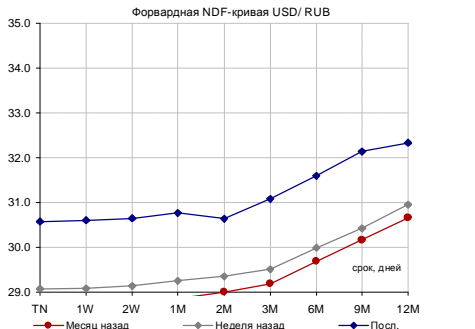
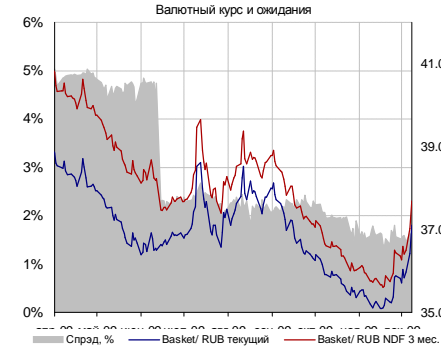
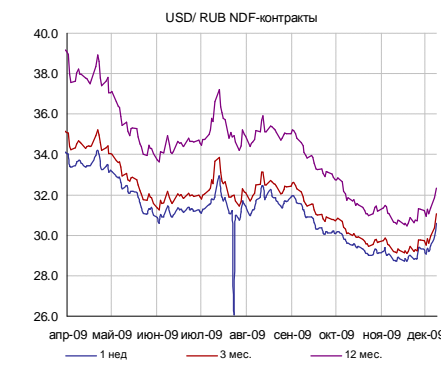
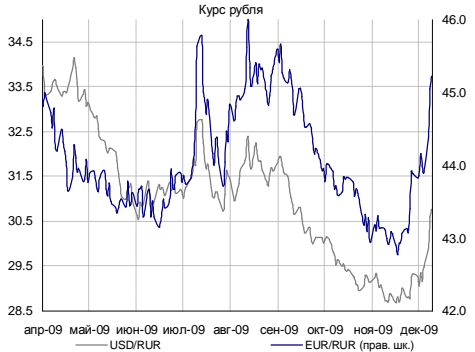
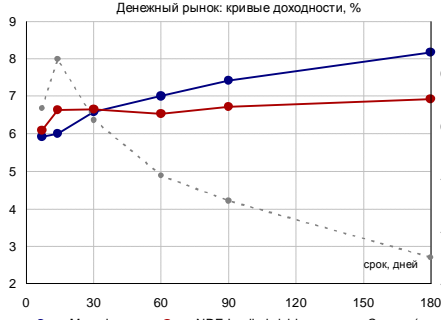
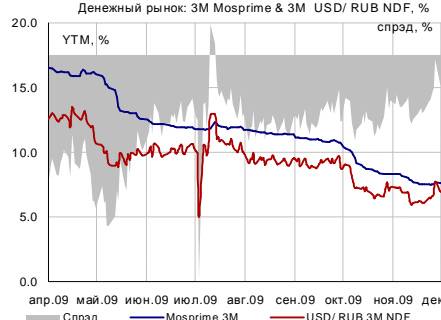
Статистику автопродаж в России сложно назвать поддерживающей для рынка облигаций таких эмитентов, как СОЛЛЕРС, ГАЗ и АвтоВАЗ.

Михаил Лямин, Леонид Игнатьев

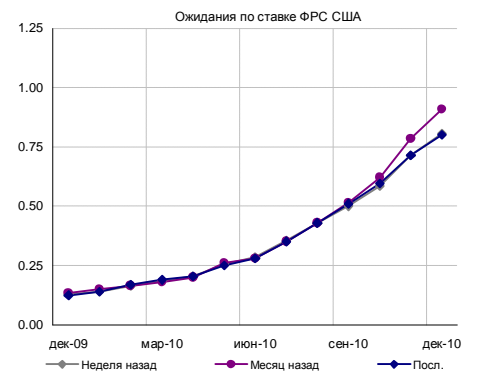
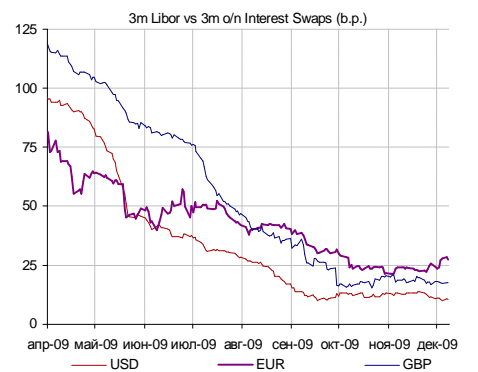
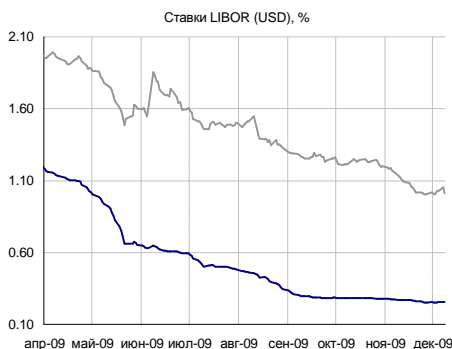
Российский долговой рынок



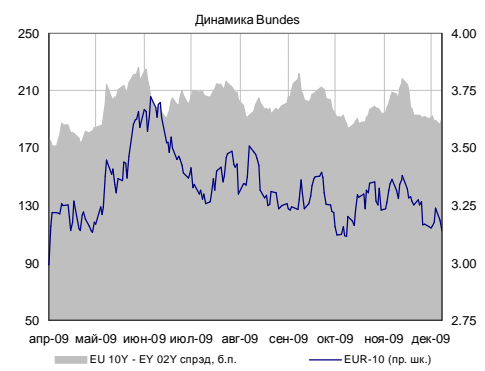
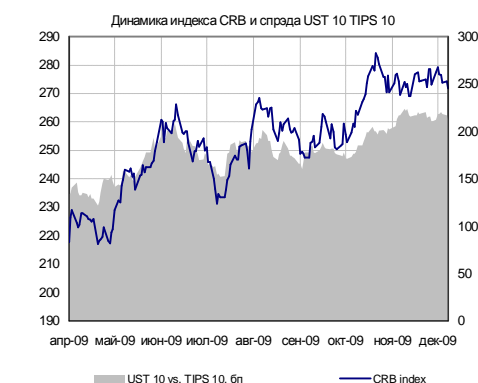
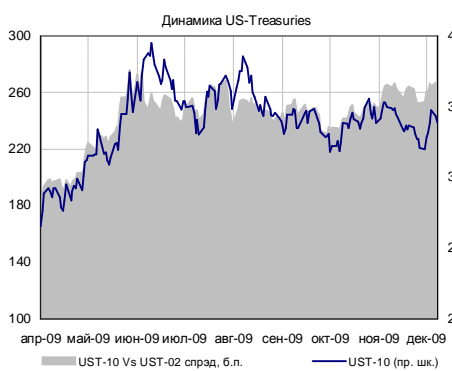
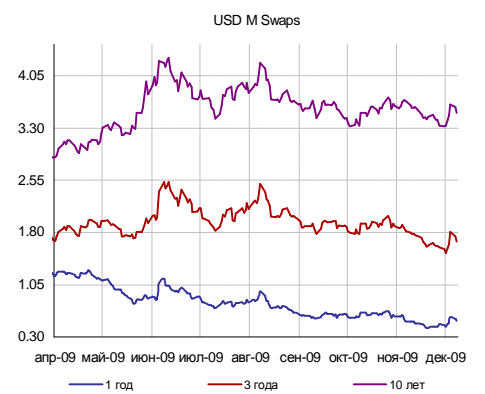
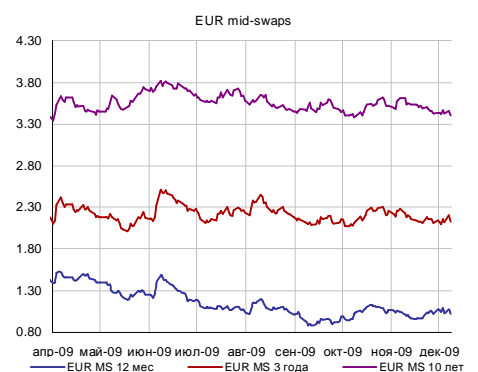
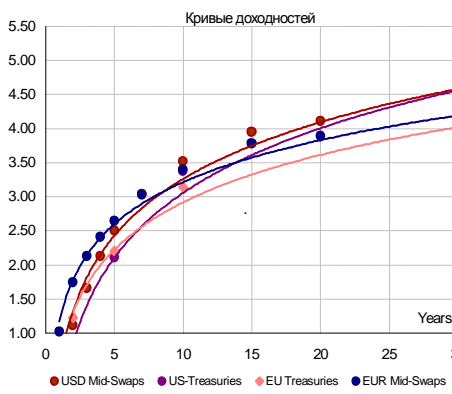
Денежно-валютный рынок



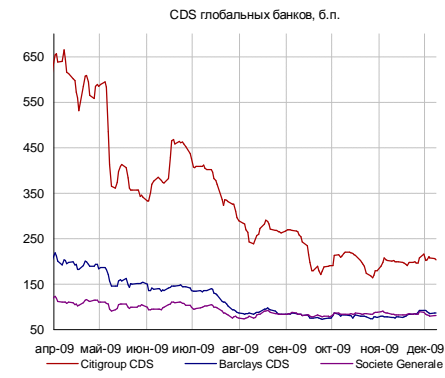
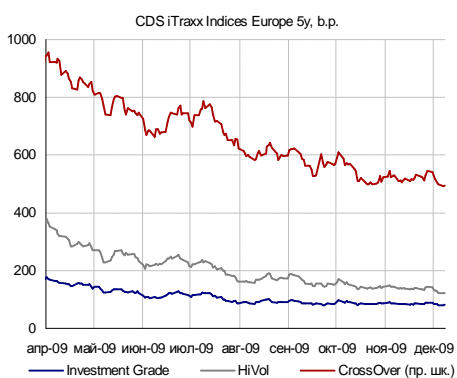
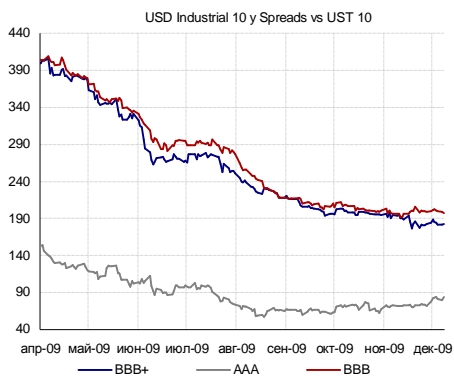
Глобальный валютный и денежный рынок



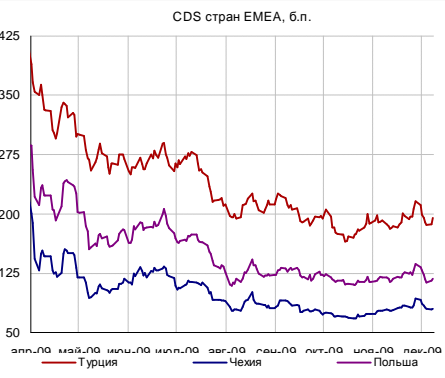
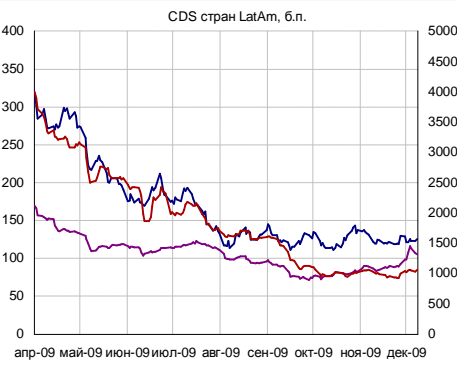
Глобальный долговой рынок



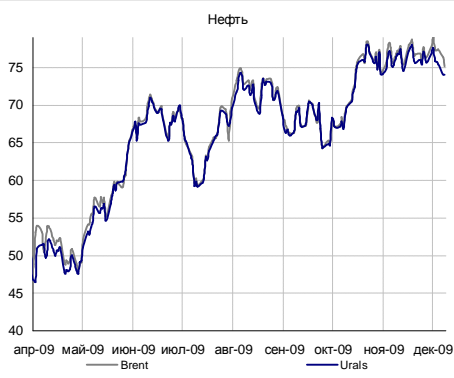
Глобальный кредитный риск



Emerging markets



Товарные рынки



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	РЕТАЛ-1	1 000	Погаш.	-	1 000
СЕГОДНЯ	ХолдингК-1	350	Погаш.	-	350
СЕГОДНЯ	ЮТК-04 об.	1 250	Погаш.	-	1 250
10.12.2009	Миннеско-1	500	Погаш.	-	500
10.12.2009	ПЧРБ-Фин1	1 250	Оферта	100	1 250
10.12.2009	СРЗ-Фин 01	600	Погаш.	-	600
10.12.2009	ТООП-Фин01	2 000	Погаш.	-	2 000
10.12.2009	Толкнига-2	1 500	Оферта	100	1 500
11.12.2009	ОГК-3 об-1	3 000	Оферта	100	3 000

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru
Нефть и газ

Борисов Денис

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru
Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru
Банки, денежный рынок

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru
Потребсектор, телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.