

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	72.81	-1.22	-1.65	Evraz' 13	103.55	0.09	7.43	-4
Нефть (Brent)	73.5	-1.05	-1.41	Банк Москвы' 13	103.35	-0.24	5.83	0
Золото	1205.50	-3.25	-0.27	UST 10	104.70	-0.04	3.06	1
EUR/USD	1.2595	0.00	0.05	РОССИЯ 30	113.55	-0.02	5.20	0
USD/RUB	30.775	-0.01	-0.04	Russia'30 vs UST'10	215			-1
Fed Funds Fut. Prob авр.10 (1%)	7%	0.00%		UST 10 vs UST 2	241			-1
USD LIBOR 3m	0.53	0.00	-0.24	Libor 3m vs UST 3m	39			1
MOSPRIME 3m	3.85	-0.02	-0.52	EU 10 vs EU 2	189			3
MOSPRIME o/n	2.71	0.04	1.50	EMBI Global	334.66	-0.45		-2
MIBOR, %	1.92	-2.88	-60.00	DJI	10 216.3	0.18		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	1247.67	-10.19	-1.98	Russia CDS 10Y \$	200.41	1.21		0
Сальдо ливк.	203.5	160.50	373.26	Gazprom CDS 10Y \$	274.45	1.34		4

Источник: Bloomberg

## Ключевые события

### Внутренний рынок

- Минфин идет на рекорд
- ОФЗ: обед из трех блюд
- Вторичный рынок замер в ожидании внешних новостей

### Глобальные рынки

- Сезон отчетности в США открылся неплохо
- Но Европа и Китай подкинули новые неприятные сюрпризы
- Спрос на UST пока не падает
- Российские евробонды вошли в боковик

### Корпоративные новости

- ТМК подводит операционные итоги 1-го полугодия 2010 г.
- Аэрофлот бьет рекорды по пассажиропотоку
- НОВАТЭК продолжает динамично расти

## Новости коротко

### Экономика РФ

- Банк России проведет 15 июля аукцион по размещению **ОБР-14** объемом 20 млрд руб. / Reuters

### Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- Ориентир по ставке 1-го купона биржевых облигаций **Копейки**, которая сейчас проводит сбор заявок по своему новому выпуску объемом 3 млрд руб., составляет 10.25-10.75 % годовых. / Данные организаторов
- Минплита** в рамках оферты по дебютным облигациям приобрела бумаги на сумму 290.8 млн руб. ( 58.2 % выпуска). / Cbonds

### Кредиты / Займы

- Внешэкономбанк** и клуб иностранных банков подписали индивидуальное кредитное соглашение на сумму \$ 686.1 млн. на срок 13.5 лет под страховое покрытие итальянского экспортного страхового агентства SACE S.p.A. Соглашение заключено в развитие подписанного в январе 2010 г. базового кредитного соглашения (Common Terms Agreement), в рамках которого также были подписаны два коммерческих соглашения на общую сумму \$ 221 млн для финансирования расходов по проекту. Таким образом, общая сумма индивидуальных кредитных соглашений, заключенных в рамках базового соглашения, составляет \$ 1.44 млрд. / Cbonds
- ЕБРР** и **НЛМК** подписали соглашение о кредите со структурой А/Б для строительства электростанции в Липецке. ЕБРР предоставил транш А на сумму 100 млн евро сроком на 5 лет. Транш Б на сумму 25 млн евро был предоставлен UniCredit сроком на 3 года. ЕБРР выступает официальным кредитором по всему кредиту на 125 млн евро. / Cbonds

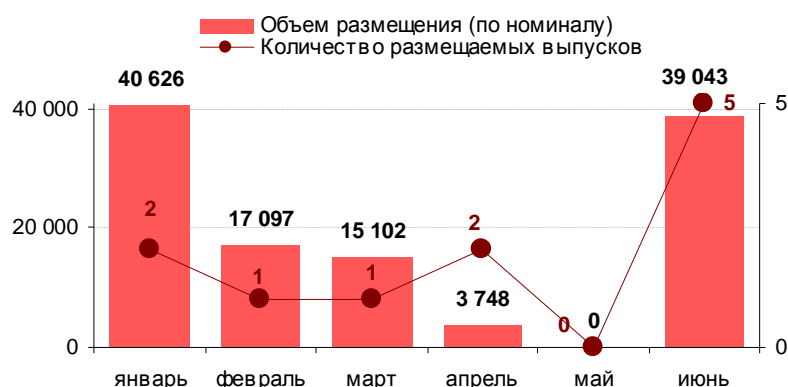
## Внутренний рынок

## Минфин идет на рекорд

Минфин повышает свою активность на долговом рынке. В 1-м полугодии эмитент не был особенно настойчив в предложении на аукционах. После неудачных попыток разместить облигации в мае Минфин пересмотрел свой подход к аукционам госбумаг.

Изменения стали очевидны в июне, когда на фоне снижения аппетита инвесторов к риску, Минфин прощупывал спрос, предлагая на одном аукциона выпуски различной срочности. Совокупно в июле рынок пополнился госбумагами на 39 млрд руб. – примерно на столько же госсектор вырос только в январе 2010 г.

Динамика размещений ОФЗ на аукционах в 2010 г.



Источники: Минфин, Аналитический департамент Банка Москвы

Судя по заявлениям властей, в июле Минфин намерен использовать механизм привлечения средств через аукционы еще более интенсивно, чем это было ранее. На прошлой неделе на аукционах были размещены выпуски ОФЗ 25071 и ОФЗ 25074 на 16.8 млрд руб. (42 % объема предложения). Уже объявлено, что 14-го и 21-го июля инвесторам будут предложены госбумаги на общую сумму 90 млрд руб.

Отметим, что хотя, по нашим оценкам, на последних двух аукционах выпуски ОФЗ размещались с некоторой премией к вторичному рынку, представители Минфина декларируют сохранение практики размещения госбумаг на аукционах без премии. Об этом вчера сообщил агентству Reuters замминистра финансов Дмитрий Панкин.

## ОФЗ: обед из трех блюд

Завтра (14 июля) на аукционе Минфин снова предложит инвесторам на выбор бумаги различной срочности: трехлетний ОФЗ 25072 объемом 15 млрд руб., двухлетний ОФЗ 25073 на 20 млрд руб. и однолетний ОФЗ 25074 на 10 млрд руб.

Параметры ОФЗ, доразмещаемых на аукционах 14.07.2010

Выпуск	Дата погашения	Объем предложения	Доход-ть 12.07.2010, %	Мод. дюрация, лет
ОФЗ 25072	23.01.13	15.0	6.18%	2.2
ОФЗ 25073	01.08.12	20.0	5.84%	1.8
ОФЗ 25074	29.06.11	10.0	4.58%	0.8
<b>Всего</b>		<b>45.0</b>		

Источники: Минфин, Аналитический департамент Банка Москвы

В нашем сегодняшнем обзоре мы не будем давать прогнозы по средневзвешенным ставкам размещения выпусков. Отметим лишь, что если размещение пройдет без премии к вторичному рынку, то средневзвешенная доходность выпусков на аукционе должна составить не более той доходности, с которой торговались размещаемые бумаги накануне аукционов.

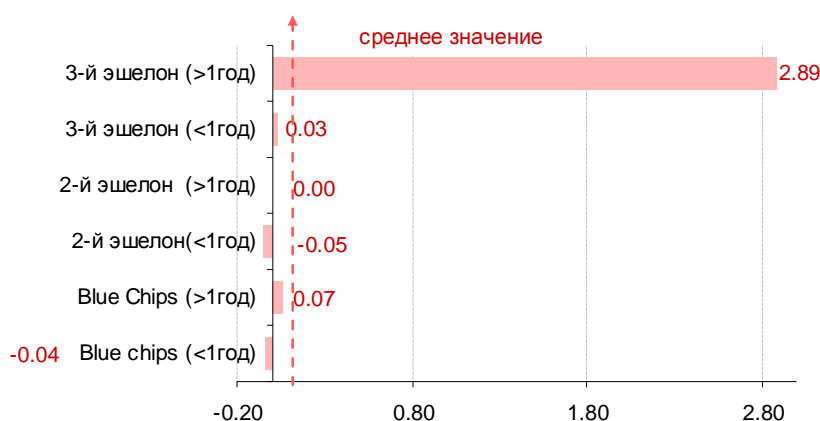
### Вторичный рынок замер в ожидании внешних новостей

Несмотря на резкое укрепление рубля и падение ставок NDF до исторических минимумов, рублевый рынок облигаций все же пребывает в некотором ожидании событий с глобальных рынков. Торговля долговыми бумагами происходит без существенного изменения котировок выпусков.

Ценовой индекс корпоративных облигаций, включенных в BMBI, рассчитываемый Банком Москвы, подрос за день на 9 б.п., при этом наиболее сильную динамику показали выпуски эмитентов 3-го эшелона с дюрацией более года. Следует заметить, что изменение ценового индекса данного сегмента почти на 3 п.п. было вызвано рядом не крупных сделок с низколиквидными выпусками. Так, наибольший дневной прирост показали котировки выпуска АметФинанс-1 (+11.5 п.п.) и Севкабель (+1.41 п.п.). В целом, котировки наиболее ликвидных корпоративных облигаций изменились за день в пределах 15 б.п.

Ценовые индексы муниципальных выпусков и госбумаг за день практически не изменились.

#### Изменение ценовых индексов корпоративных облигаций за 09.07.2010



Источники: BMBI, Аналитический департамент Банка Москвы

### Биржевые торги наиболее ликвидными облигациями

#### Биржевые торги отдельными бумагами\*

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Close	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
РосбанкБО2	253.5	17	5000	08.07.2013		100.15	100.25	0.10	8.06
Краснодар1	200.2	12	1100	03.07.2013		100.04	100.13	0.09	8.63
НоватэкБО1	409.7	21	10000	25.06.2013		100.47	100.60	0.13	7.40
РосбанкБО1	197.4	32	5000	25.06.2013	25.06.2012	100.08	100.09	0.01	7.48
Мечел БО-3	219.0	7	5000	24.04.2013		100.30	100.30	0.00	9.85
ВМК-ФИН-01	250.0	1	1000	21.05.2014		100.00	-	0.00	16.62
Башнефть02	270.5	5	15000	13.12.2016	18.12.2012	107.75	107.45	-0.30	9.23
Башнефть01	533.4	16	15000	13.12.2016	18.12.2012	107.70	107.80	0.10	9.06
ГазпромА13	46.3	25	10000	26.06.2012		112.50	112.41	-0.09	6.38
ВТБ-ЛизФ07	209.9	5	5000	30.11.2016	08.12.2010	101.47	101.38	-0.09	6.39
Газпрнефт3	162.5	35	8000	12.07.2016	23.07.2012	115.39	115.15	-0.24	6.77
Апт3биб 02	0.7	38	2000	05.06.2012		94.94	94.92	-0.02	24.37
СевКаб 04	0.5	23	2000	21.05.2013	24.08.2010	9.59	11.00	1.41	>200
МГор62-об	154.9	23	35000	08.06.2014		122.60	122.60	0.00	7.08
Система-03	319.2	10	19000	24.11.2016	29.11.2012	110.32	110.40	0.08	7.79
Сибметин01	474.0	20	10000	10.10.2019	16.10.2014	110.25	110.40	0.15	10.68
Сибметин02	523.8	18	10000	10.10.2019	16.10.2014	110.25	110.30	0.05	10.71

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

\* - облигации с оборотом свыше 200 млн руб. или числом сделок больше 20

Екатерина Горбунова, Леонид Игнатъев

**Глобальные рынки****Сезон отчетности в США открылся неплохо**

В США уже после закрытия торгов была опубликована долгожданная отчетность первой «голубой фишки» – корпорации Alcoa. Результаты 2-го квартала оказались лучше ожиданий: прибыль от непрерывной деятельности составила \$ 137 млн против консенсус-прогноза \$ 135 млн. Дополнительный позитив рынкам принесло улучшение ожиданий относительно роста глобального спроса на продукцию компании на весь 2010 г. до 3 п.п. в зависимости от вида продукции, что так или иначе затрагивает все регионы мира, включая Северную Америку, Европу и Китай.

**Но Европа и Китай подкинули новые неприятные сюрпризы**

Однако хорошие новости из Штатов перебиваются негативом из Китая и Европы.

Во-первых, на этой неделе в немецком Der Spiegel опубликован так называемый план «контролируемого банкротства», авторство которого приписывается Германии. Суть плана состоит в организации Берлинского клуба – внешней организации, основные функции которой будут состоять в назначении внешних управляющих финансами страны-банкрота и гарантировании выплаты 50 % долга кредиторам. Публикация заметно обвалила курс евро к доллару.

Кстати, после того, как эмоции улягутся, хорошим индикатором доверия инвесторов к европейской валюте станет успешность возвращения Греции на рынки долгового капитала после почти трехмесячного перерыва: самая слабая страна еврозоны на этой неделе планирует привлечь € 1.25 млрд с помощью шестимесячных казначейских векселей.

Во-вторых, дополнительное давление на европейские рынки окажет сегодняшнее снижение агентством Moody's рейтинга гособлигаций Португалии сразу на две ступени: с Aa2 до A1.

В-третьих, фондовый рынок Китая сегодня падал после того, как власти Китая объявили о том, что, несмотря на снижение темпов роста цен на жилье, никакого смягчения ранее принятой политики ограничения спекулятивных операций на рынке недвижимости не будет. Дальнейшее охлаждение рынка недвижимости повлияет и на другие отрасли, вызвав снижение спроса на стройматериалы, металлы и т.п.

Сегодня нас ожидает публикация июльского индекса настроений в деловых кругах Германии, торговый баланс США в мае и отчетность Intel.

**Спрос на UST пока не падает**

Состоявшийся вчера ежемесячный аукцион по размещению казначейских бумаг США продемонстрировал неплохой спрос на UST 3 (bid/cover ratio порядка 3.2X), но даже более бодрый аппетит к коротким векселям (3- и 6-месячные бумаги). Итоги аукциона (если брать снижение bid/cover ratio за последние два месяца с 3.3X до 3.2X) мы пока не стали бы трактовать как снижение доверия инвесторов к реальности восстановления экономики США и к существованию хорошего спроса на «защитные» активы.

**Российские евробонды вошли в боковик**

Вчера рынок корпоративных еврооблигаций был крайне спокойным, сделок практически не было, участники рынка находились в ожидании старта сезона отчетности в США. Соответственно, доходности российских бумаг корпоративного сектора изменились незначительно. Отыгрывались только бумаги Системы, выросшие в цене накануне.

Доходность суверенных еврооблигаций продолжила снижение и сегодня составляет 5.19%. Доходность американских UST' 10 снизилась – до 3.04% годовых, доходность UST' 2 незначительно подросла и составляет 0.64%.

Спрэд Russia' 30–UST' 10 остается в пределах 215–220 б.п.

**Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор**

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 11CHF	CHF	500	23.04.11	104.5	2.98	272	0.8	0.00	-1
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	112.2	4.65	366	2.3	0.03	-2
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	102.3	5.77	328	5.2	-0.01	0
GAZP' 13£	GBP	800	31.10.13	104.7	4.99	320	2.8	-0.01	0
GAZP' 18€	EUR	1200	13.02.18	104.4	5.86	340	5.7	0.10	-2
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	116.2	6.77	419	1.7	0.04	-1
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	105.0	0.00	351	6.7	-0.13	2
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	98.2	6.74	334	7.9	-0.34	4
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	116.3	7.18	378	3.3	-0.14	1
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	100.7	7.23	338	11.4	0.01	0
Evrax' 13	USD	1300	24.04.13	103.5	7.43	621	2.4	0.09	-4
Evrax' 15	USD	750	10.11.15	100.9	8.04	577	4.2	0.29	-7
Evrax' 18	USD	700	24.04.18	102.7	9.01	622	5.3	0.25	-4
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	103.4	5.71	473	1.5	-0.02	1
MTS' 10	USD	400	14.10.10	101.5	2.35	179	0.2	-0.03	5
MTS' 12	USD	400	28.01.12	104.9	4.64	364	1.4	0.00	-1
MTS' 20	USD	750	22.06.20	106.7	7.65	468	6.7	0.40	-6
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	100.8	7.00	596	1.7	0.13	-7
RuRail' 17	USD	1500	03.04.17	99.4	5.85	320	5.4	0.00	0
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	108.1	6.77	559	2.5	-0.04	1
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	106.8	7.14	563	3.1	-0.02	0
Sistema' 11	USD	350	28.01.11	103.0	3.13	238	0.5	-0.42	76
TNK-BP' 11	USD	500	18.07.11	103.2	3.64	250	0.9	-0.02	1
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	102.4	4.62	360	1.6	-0.05	3
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	106.2	4.99	387	2.4	-0.13	5
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	105.4	6.40	408	4.7	0.11	-2
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	100.2	6.58	396	5.2	0.15	-3
VIP' 11	USD	300	22.10.11	105.7	3.71	267	1.2	-0.05	3
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	106.6	5.78	463	2.4	-0.03	1
VIP' 16	USD	600	23.05.16	106.7	6.84	461	4.6	0.01	0
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	111.1	7.23	469	5.6	0.28	-5

Источники: Bloomberg

Анастасия Сарсон, Леонид Игнатъев

## Корпоративные новости

## ТМК подводит операционные итоги 1-го полугодия 2010 г.

Вчера ТМК опубликовала производственные результаты за 2-й квартал 2010 г. По итогам квартала общее производство труб практически не изменилось кв-к-кв и составило 931 тыс. т, при этом производство труб нефтегазового назначения (ОСТГ) также не претерпело существенных изменений по отношению к предыдущему кварталу и составило 366 тыс. т.

ТМК: производственные результаты за 2-й квартал 2010 г.

тыс. т	1 пол. 09	1 пол. 10	1 кв.10	2 кв. 10	пол-к-пол, %	кв-к-кв, %
Бесшовные трубы	765	1 058	537	521	38.3	-3.0
Сварные трубы	437	805	396	410	84.2	3.5
Всего	1 202	1 863	933	931	55.0	-0.2
вкл. ОСТГ	498	729	363	366	46.4	0.8

Источник: данные компании

Компания продемонстрировала нейтральные производственные результаты. В целом менеджмент ТМК достаточно позитивно смотрит на перспективы трубного рынка во второй половине текущего года, однако конкретных оценок роста производственных и финансовых показателей не дает. Ожидается, что EBITDA во 2-м квартале будет немного выше соответствующего показателя 1-го квартала.

Еврооблигации ТМК' 11 (в обращении – не более \$ 150 млн по номинальной стоимости) с точки зрения спредов к свопам выглядят несколько лучше, чем Severstal' 14 – 625 б.п. против 615 б.п. В то же самое время, фаворит в секторе «металлургия и горнодобыча» - Evraz' 18 – имеет премию в 720 б.п. над ASW, а Raspadskaya' 12 – более 640 б.п. при аналогичных с ТМК рейтингах.

В конце прошлой - начале этой недели глобальные рынки пребывают в приподнятом настроении, российские еврооблигации начали заметно расти в цене. Мы рекомендуем к покупке именно длинный инструмент Evraz Group, который обладает наибольшим спекулятивным потенциалом, даже если говорить о перспективе 2-4 дней.

Наши симпатии в секторе корпоративных еврооблигаций промышленных компаний также затрагивают NKNH' 12: комфортный срок (2 года), рейтинги B1/B (как и у ТМК) при доходности 8.60 % и ASW-спреде почти в 800 б.п. создают бумаге все предпосылки показать динамику «лучше рынка». Если говорить о неблагоприятном развитии событий на глобальных рынках, то, на наш взгляд, оправдана покупка NKNH' 12 против SINEK' 12 (спред к материнской компании – 235 б.п.) или Novorost' 12 (спред – более 350 б.п. при разнице в рейтингах всего лишь в три ступени).

*Леонид Игнатьев, Юрий Волов CFA, Андрей Кучеров*

## Аэрофлот бьет рекорды по пассажиропотоку

Вчера Аэрофлот объявил предварительные данные по объему перевезенных пассажиров в июне. В соответствии с опубликованным пресс-релизом, в прошлом месяце ОАО «Аэрофлот – российские авиалинии» на собственных рейсах перевезла 1.05 млн чел., что на 38.6 % выше результатов прошлого года.

Июньские результаты отразили рекордные темпы прироста пассажиропотока Аэрофлота с начала кризиса. Пока полных данных по результатам Группы «Аэрофлот», так же как и по отрасли, нет. Тем не менее, скорее всего, июньские итоги Аэрофлота являются предвестником улучшения ситуации на рынке в целом, где в последние два месяца наблюдалось замедление темпов роста.

За первые шесть месяцев Аэрофлот уже увеличил пассажиропоток на 32 % относительно аналогичного уровня прошлого года. С учетом сезонного фактора, высокие темпы роста могут сохраниться до середины сентября.

Мы полагаем, что новость нейтральна для рублевых облигаций российского авиаперевозчика. Дело в том, что бумаги компании оценены более чем справедливо. При доходности 7.7 % годовых и дюрации 2.5 года для эмитента с рейтингом прединвестиционной категории (BB+) инструменты имеют 50 б.п. премии к облигациям Газпром нефть БО-5 и БО-6 (одна ступень в рейтингах) и 80–100 б.п. премии к кривой РЖД (две ступени в рейтингах).

*Михаил Лямин, Леонид Игнатьев*

## НОВАТЭК продолжает динамично расти

В пятницу НОВАТЭК опубликовал производственные показатели за 2-й квартал и 1-е полугодие 2010 г. Отчет продемонстрировал дальнейшее значительное улучшение операционных показателей компании по отношению к значениям прошлого года. При снижении на 15 % добычи природного газа по отношению к 1-му кварталу этого года рост добычи за полгода составил 10 %; в сегменте жидких углеводородов квартальный рост составил 2 %, полугодовой – 11 %.

### Валовая добыча углеводородов ОАО «НОВАТЭК»

Валовая добыча	2 кв 2010	1 кв 2010	2 кв 2009	кв-к-кв	год-к-году
Природный газ (млн куб. м)	8410	9 847	7 563	-15%	11%
Жидкие углеводороды (тыс. т)	881	862	759	2%	16%
	1 пол 2010	2 пол 2009	1 пол 2010	пол-к-пол	год-к-году
Природный газ (млн куб. м)	18 257	16617	15736	10%	16%
Жидкие углеводороды (тыс. т)	1 743	1570	1468	11%	19%

Источник: данные компании

НОВАТЭК является крупнейшим независимым производителем газа в России с годовым объемом добычи более 32.8 млрд куб. м газа и более 3 млн т жидких углеводородов. Все месторождения и лицензионные участки НОВАТЭКа расположены в Ямало-Ненецком автономном округе Российской Федерации, который является крупнейшим в мире регионом добычи природного газа (на его долю приходится более 90 % всего объема добычи природного газа в России и приблизительно 20 % мирового объема добычи газа). НОВАТЭК входит в десятку крупнейших в мире компаний по объему доказанных запасов природного газа. Компания осуществляет поставки газа только на внутренний рынок, поскольку право экспорта газа законодательно закреплено за Газпромом.

Мы оцениваем кредитное качество НОВАТЭКа как очень высокое, что во многом обусловлено, пожалуй, самой низкой в отрасли долговой нагрузкой, а также позитивной динамикой ключевых операционных показателей и рейтингами инвесткатегории от всех трех рейтинговых агентств.

## Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа по МСФО

МСФО, RUR млн	2008	3М 2009	1Н 2009	9М 2009	2009	3М 2010
Выручка	79 272	16 981	40 129	62 100	89 954	27 742
ЕБИТДА	33 170	6 876	16 140	26 003	39 271	14 975
ЕБИТ	28 589	5 659	13 611	21 969	33 533	13 373
Чистая прибыль	22 899	2 134	9 312	16 665	26 043	11 182
Совокупный долг	26 277	30 898	40 207	34 030	37 703	33 613
Денежные средства		14 097	7 945	3 111	10 532	11 460
Чистый долг		16 801	32 262	30 919	27 171	22 153
Собственный капитал	96 640	98 860	120 299	127 270	133 440	146 877
Всего активы	139 907	145 245	186 391	183 203	193 639	204 915
ОСФ		5 432	13 880	24 403	36 454	12 454
Сарех		3 553	13 475	28 627	35 092	4 578
ЕБИТДА margin (%)	41.8%	40.5%	40.2%	41.9%	43.7%	54.0%
Чистая рентабельность (%)	28.9%	12.6%	23.2%	26.8%	29.0%	40.3%
ЕБИТДА/проценты (x)		109.1	64.8	37.0	47.9	440.4
Долг/ЕБИТДА (x)*	0.6	1.1	1.4	1.2	1.0	0.7
Чистый долг/ЕБИТДА (x)*	0.0	0.6	1.1	1.1	0.7	0.5
Долг/Активы (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Долгосрочный долг/ Долг (%)	76%	62%	43%	53%	63%	45%

\* - показатель ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

К сильным сторонам компании можно отнести:

- Отличную эффективность бизнеса. Доходность по ЕБИТДА у НОВАТЭКа – одна из самых высоких в отрасли и составляет по итогам 1-го квартала текущего года 54 %.
- Минимальную долговую нагрузку. По соотношению Чистый долг / ЕБИТДА, которое не превышает 0.5X, НОВАТЭК выгодно отличается от других компаний нефтегазового сектора. Несколько хуже среднеотраслевых значений смотрится состав кредитного портфеля компании, более половины которого приходится на краткосрочную часть (в среднем по отрасли на долгосрочную часть совокупного долга приходится 65 %). Однако мы не склонны переоценивать негативный эффект от данного показателя. Учитывая то, как успешно прошло недавнее размещение биржевых облигаций НОВАТЭКа, можно с уверенностью говорить о том, что кредитные рынки для компании открыты, а привлечение нового долга за счет размещения облигаций не окажет негативного влияния на кредитные метрики компании.
- Высокий уровень раскрытия информации, низкие риски корпоративного управления, кредитные рейтинги инвестиционной категории от агентств Moody's, S&P и Fitch.
- Важным с операционной точки зрения является тот факт, что крупные потребители внутри страны все больше обращают внимание на независимого производителя газа. Так, в ноябре прошлого года ОГК-1 отказалась от поставок Газпрома и заключила контракт с НОВАТЭКом. Если данный пока еще единичный факт станет началом тенденции, то можно с уверенностью говорить о том, что НОВАТЭК сможет продавать большую долю добытого газа не Газпрому непосредственно у скважины, а конечным потребителям. А это, в свою очередь, улучшит операционные показатели и кредитные метрики компании, так как ослабит зависимость компании от транспортной монополии Газпрома.

Слабые стороны НОВАТЭКа во многом обусловлены доминирующим положением Газпрома на российском рынке. Стратегически важное значение Газпрома для государства существенно укрепляет переговорные позиции газового гиганта, а монопольный доступ Газпрома к газотранспортной системе России увеличивает для НОВАТЭКа риски неблагоприятного пересмотра тарифов на транспортировку газа. Законодательно закрепленное монопольное право Газпрома на экспорт газа ограничивает потенциальные рынки сбыта для НОВАТЭКа по большинству производимых продуктов.

Ранее сообщалось, что Газпром может продать свою долю в НОВАТЭКе в размере 19.4 %. При таком развитии событий риски осложнения доступа к газотранспортной системе для НОВАТЭКа возросли бы многократно. К счастью, Газпром после передачи 19.4 % НОВАТЭКа своей дочерней компании Gazprom Finance неоднократно заявлял, что со своей долей в НОВАТЭКе он не собирается расставаться; поэтому с точки зрения данной категории рисков ситуация для компании существенным образом не изменится.

В целом, с операционной точки зрения НОВАТЭК – это устойчивая компания второго эшелона в российском нефтегазовом секторе, по уровню выручки серьезно уступающая компаниям первого эшелона (см. таблицу ниже). Несмотря на пока еще не самые большие объемы бизнеса, кредитное качество компании не вызывает никаких сомнений и является одним из самых лучших в отрасли, что, вероятно, и является причиной достаточно агрессивных ценовых условий по новым выпускам облигаций НОВАТЭКа.

**Ключевые финансовые показатели компаний нефтегазового сектора  
за 1-й квартал 2010 г.**

МСФО или US GAAP, mln	Газпром нефть	Лукойл	Транснефть	НОВАТЭК	Татнефть	Alliance Oil
Кредитные рейтинги (Moody's/S&P/Fitch)	Baa3/BBB-/-	Baa2/BBB-/BBB-	Baa1/BBB/-	Baa3/BBB-/BBB-	Ba2/-/BB	--/B+/B
Выручка	7 296	23 902	3 445	930	3 525	501
ЕБИТДА	1 356	3 681	1 947	502	649	97
ЕБИТ	1 004	2 651	1 409	448	526	70
Чистая прибыль	789	2 043	1 168	375	455	45
Совокупный долг	6 274	11 096	18 803	1 143	3 213	959
Денежные средства	820	3 274	8 881	390	804	455
Чистый долг	5 454	7 822	9 921	753	2 409	504
Собственный капитал	19 441	58 461	24 347	4 993	11 120	1 707
Всего активы	30 567	81 794	50 065	6 966	17 447	3 068
ОСФ	881	2 798	1 403	417	432	-22
Сарех	122	1 393	1 388	153	516	147
ЕБИТДА margin (%)	18.6%	15.4%	56.5%	54.0%	18.4%	19.4%
Чистая рентабельность (%)	10.8%	8.5%	33.9%	40.3%	12.9%	9.1%
ЕБИТДА/проценты (x)	18.1	29.7	7.4	440.4	-23.2	12.2
Долг/ЕБИТДА* (x)	1.0	0.8	2.5	0.7	1.1	2.5
Чистый долг/ЕБИТДА* (x)	0.9	0.6	1.3	0.5	1.0	1.3
Долг/Активы (x)	0.2	0.1	0.4	0.2	0.2	0.3
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.2	0.8	0.2	0.3	0.6
Долгосрочный долг/ Долг (%)	58%	81%	98%	45%	25%	70%

\* Значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев

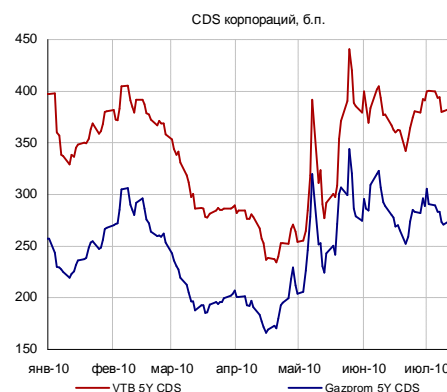
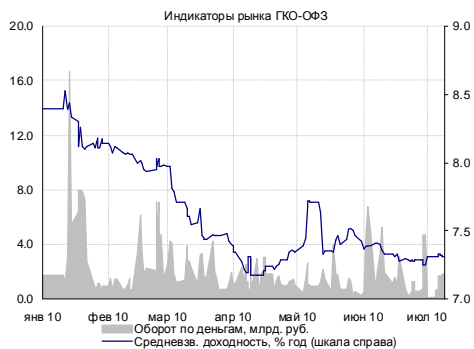
Источники: данные компаний, Аналитический департамент Банка Москвы

Трехлетние рублевые облигации компании на 10 млрд руб. были размещены по нижней границе уже уменьшенных ориентиров – с доходностью 7.64 %, что на момент сделки предполагало премию к кривой Газпрома не более 50–60 б.п. Сейчас облигации НОВАТЭКа торгуются по цене 100.50 % и лежат ровно на кривой ЛУКОЙЛа и Газпром нефти.

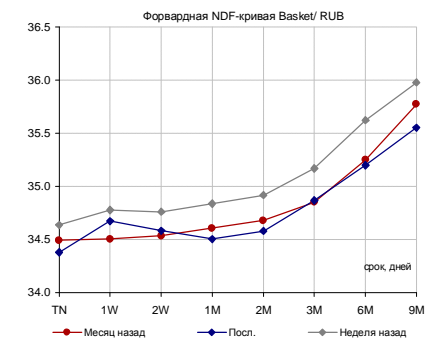
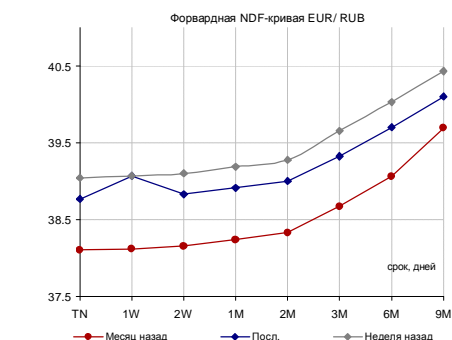
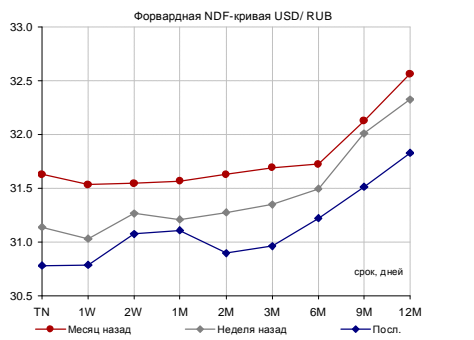
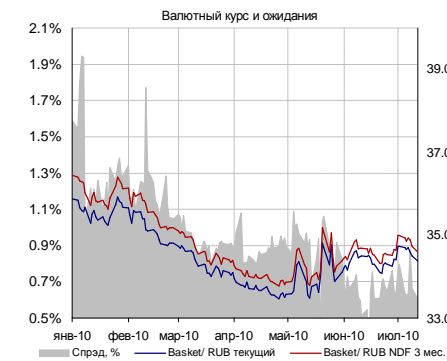
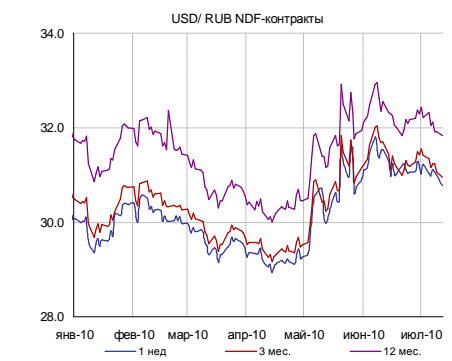
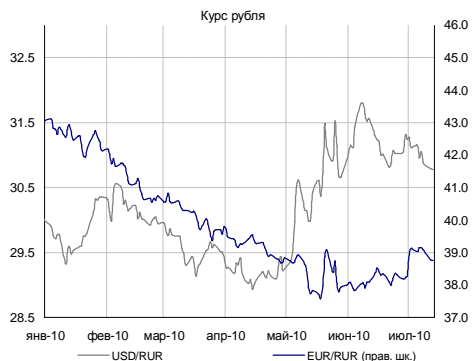
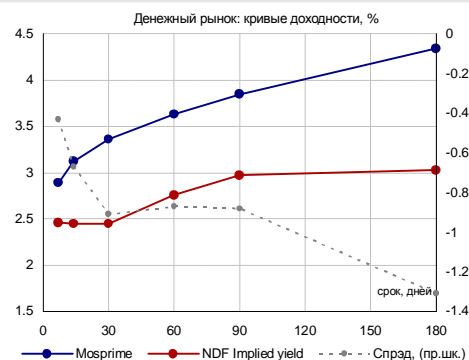
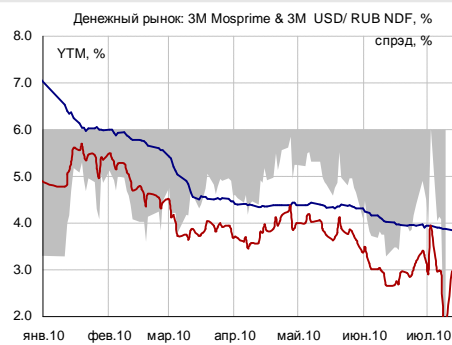
Хотя кредитное качество компаний сопоставимо, с точки зрения операционных показателей размер бизнеса НОВАТЭКа почти в 25 раз меньше, чем у ЛУКОЙЛа, и в девять раз меньше, чем у Газпром нефти (по выручке, на основе отчетности за 1-й квартал 2010 г.). Мы также отмечаем, что переговорные позиции эмитента серьезно ограничены доминирующим игроком отрасли – Газпрома – и, кроме того, могут быть слабее, чем у той же Газпром нефти и ЛУКОЙЛа. Поэтому в настоящее время мы расцениваем бонды НОВАТЭКа как слегка переоцененные и рекомендуем их к покупке только как альтернативу бумагам ЛУКОЙЛа и Газпром нефти в ситуации дальнейшего сужения спредов в бумагах высококлассных заемщиков.

*Леонид Игнатьев, Дмитрий Турмышев*

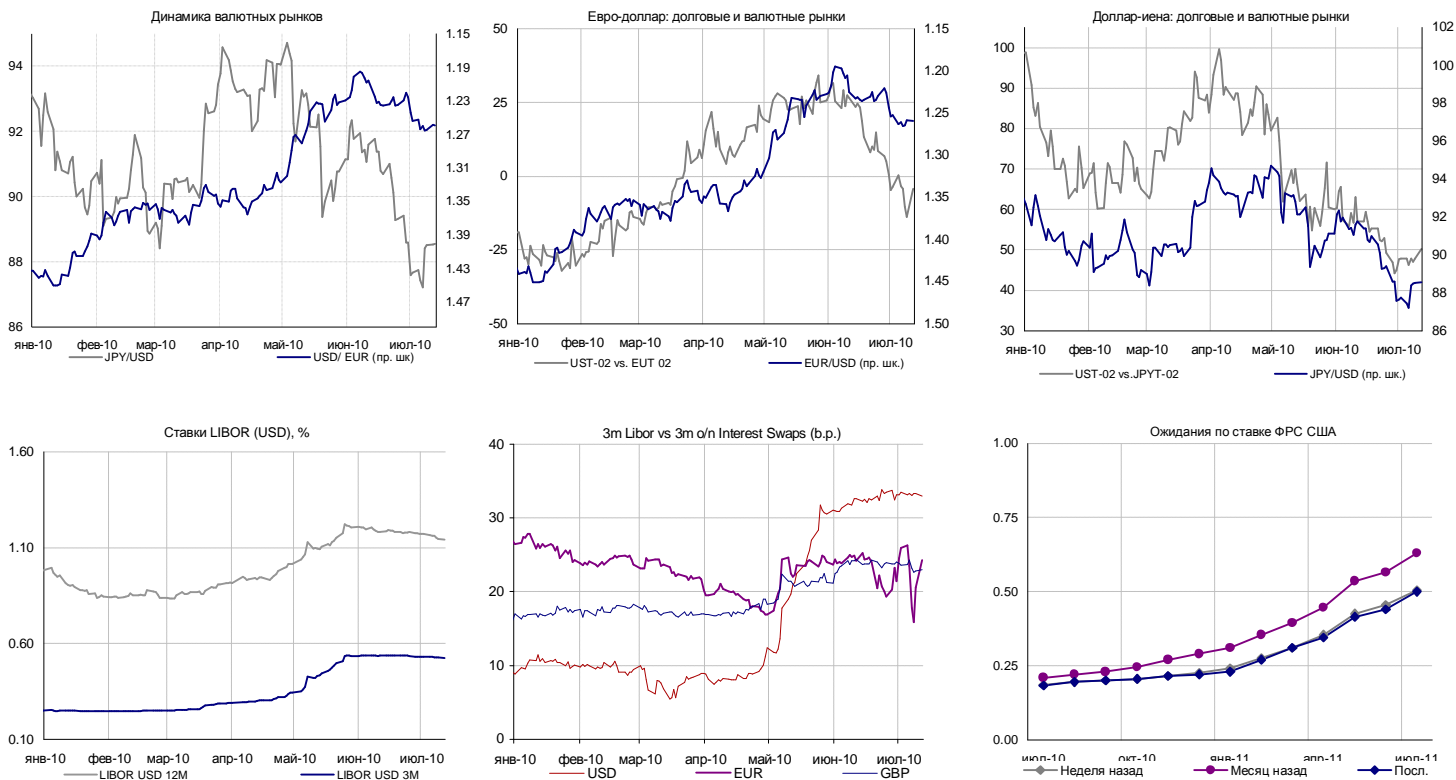
Российский долговой рынок



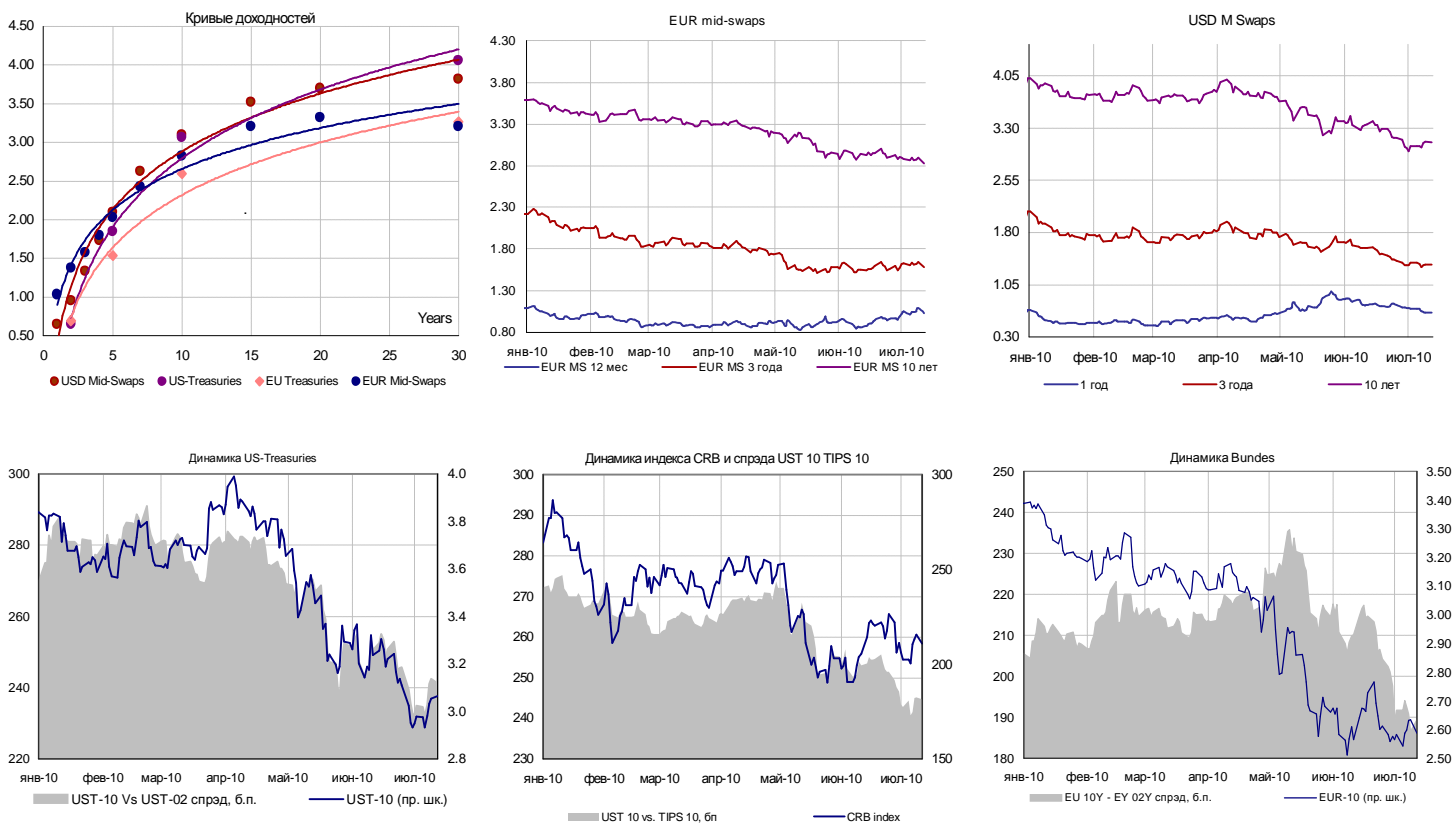
Денежно-валютный рынок



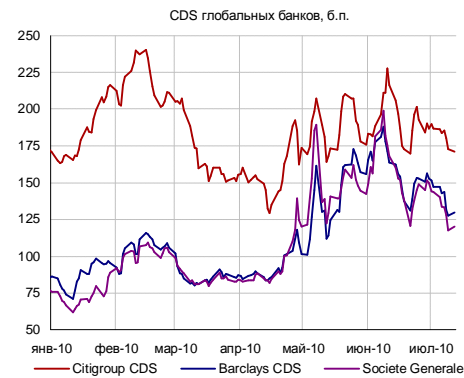
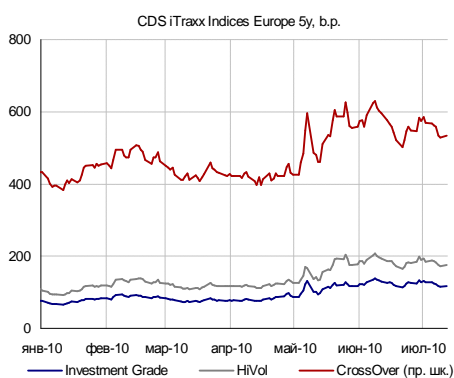
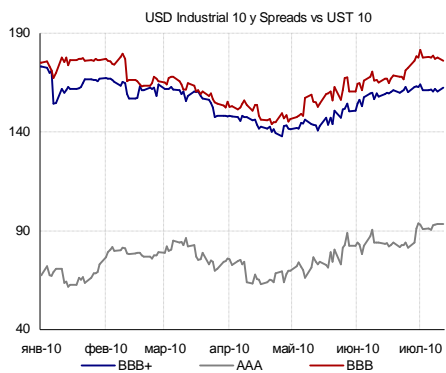
Глобальный валютный и денежный рынок



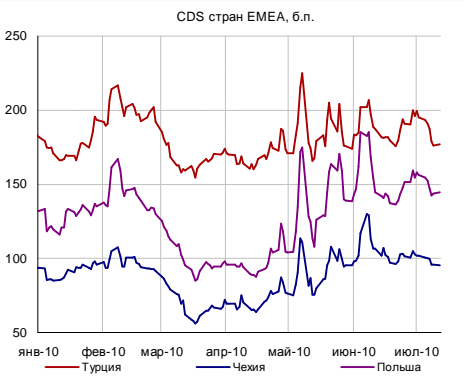
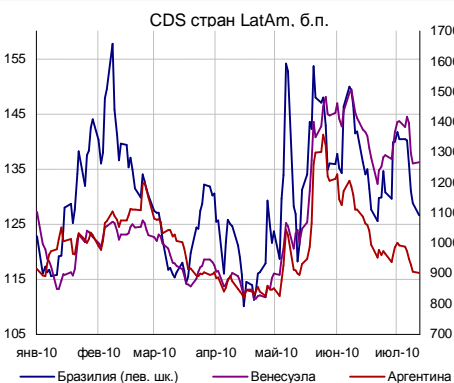
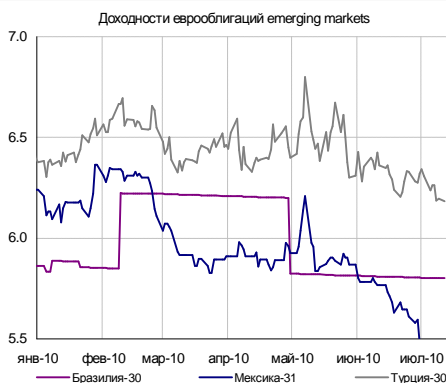
Глобальный долговой рынок



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	МИЭЛЬ-Ф 01	1 500	Погаш.	-	1 500
СЕГОДНЯ	Х-МСтройР2	2 000	Оферта	100	2 000
14.07.2010	ВТБ - 6 об	15 000	Оферта	100	15 000
14.07.2010	ЕБРР 05обл	5 000	Оферта	100	5 000
14.07.2010	М-Индустр2	1 500	Оферта	100	1 500
15.07.2010	Инпром 02	1 000	Погаш.	-	1 000
15.07.2010	КомосГр. 1	2 000	Оферта	100	2 000
15.07.2010	ЛипецкОбл5	500	Погаш.	-	500
15.07.2010	ЛСР-Инв 02	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](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)
**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)
**Управление рынка акций**
**Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Волов Юрий, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)
**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

[Borisov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Borisov_DV@mmbank.ru)

Вахрамеев Сергей, к.э.н

[Vahrameev\\_SS@mmbank.ru](mailto:Vahrameev_SS@mmbank.ru)
**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Рубинов Иван

[Rubinov\\_IV@mmbank.ru](mailto:Rubinov_IV@mmbank.ru)
**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Кучеров Андрей

[Kucherov\\_AA@mmbank.ru](mailto:Kucherov_AA@mmbank.ru)
**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)
**Потребсектор, телекоммуникации**

Горячих Кирилл

[Goryachih\\_KA@mmbank.ru](mailto:Goryachih_KA@mmbank.ru)
**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)
**Управление долговых рынков**

Игнатъев Леонид

[Ignatiev\\_LA@mmbank.ru](mailto:Ignatiev_LA@mmbank.ru)

Сарсон Анастасия

[Sarson\\_AY@mmbank.ru](mailto:Sarson_AY@mmbank.ru)

Горбунова Екатерина

[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto:Gorbunova_EB@mmbank.ru)

Турмышев Дмитрий

[Turmyshev\\_DS@mmbank.ru](mailto: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.