

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- Пятничная статистика из США оказалась смешанной
- Распродажа в российских еврооблигациях ([стр. 2](#))

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- **Рубль** дешевеет; выплаты во внебюджетные фонды не привели к повышению ставок
- **ВымпелКом** пришелся по вкусу; итоги размещения **ВымпелКом-6, 7**: на 100-120 бп ниже первоначальных ориентиров
- **ФСК** будет занимать еще; среди новичков первички – **Почта России**
- **ТГК-5** успешно разместила дебютные рублевые бонды; потенциала опережающего роста котировок нет
- **Ренессанс Кредит** выкупил по ofercie RUB1.7 млрд. облигаций; ждем предложения облигаций от **инвестбанка «Ренессанс Капитал»** ([стр. 3-4](#))

**МАКРОЭКОНОМИКА**

- Промпроизводство: восстановление продолжилось ([стр. 5-6](#))

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- **ТНК-ВР**: покупка венесуэльских и вьетнамских активов ВР нейтральна с кредитной точки зрения; рост долга вероятен при объявлении сделки по алжирским активам
- **Алроса**: повышение рейтинга на одну ступень было заложено в цену евробонда, рублевые бумаги имеют ограниченный потенциал
- **Аптеки 36.6** привлекают кредит на рефинансирование долга; кредитные риски эмитента очень высокие
- **Магнит** публикует неаудированные финансовые результаты за 3К 2010 г.; облигации оценены по рынку ([стр. 7-9](#))
- **Новатэк** направит RUB4.6 млрд. на дивиденды за 1П 2010; нейтрально с точки зрения кредитного профиля и облигаций

**ТОРГОВЫЕ ИДЕИ**

- При первоначальных ориентирах организаторов участвовать в первичных размещениях **ВымпелКома, ВЭБ, ТМК**
- Спреды **Евраз ХФ-1** и **Сибметинвест-Финанс** к другим выпускам металлургов, в частности Северстали, по-прежнему слишком широки
- В крепком третьем эшелоне по соотношению «риск/доходность» лучше всего смотрятся **ЛенСпецСМУ-1** и **БО-2**
- **Sinek 15**, исходя из финансов и квазисуверенного статуса, недооценен по отношению к нефтяным компаниям
- Среди квазисуверенных банков привлекательнее всего выглядят **VTB 18, Ak Bars 12, GazpromBk 14, 15**
- В частном сегменте интересно смотрятся длинные субординированные выпуски **PromSvBk 15** и **PromSvBk 16**
- Среди бумаг эмитентов Казахстана мы выделяем евробонды Казкоммерцбанка, в частности, наиболее ликвидный **ККВ 13**, предлагающий слишком высокую премию к выпускам Халык Банка

**СЕГОДНЯ**

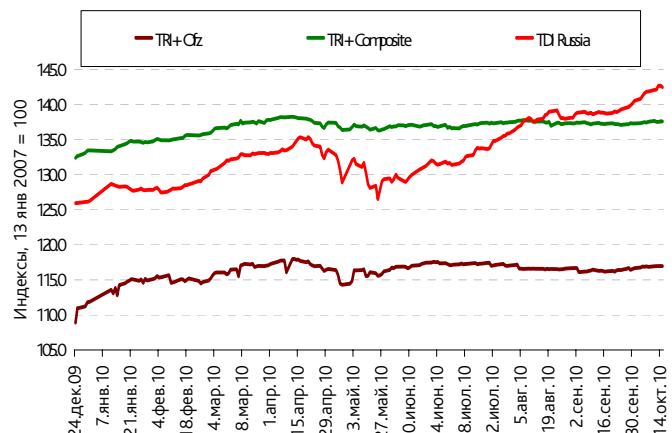
- Статистика США: промпроизводство, данные по рынку жилья

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↔ 197.00	0.00	-23.00	9.00
EMBI+ spread	↓ 247.70	-1.00	-31.71	-26.06
Russia 30 Price	↓ 121.61	- 3/8	+3 1/8	+8 6/8
Russia 30 Spread	↓ 148.00	-0.10	-20.40	-6.20
Russia 5Y CDS	↑ 134.59	+0.21	-28.06	-48.24
UST 10y Yield	↑ 2.545	+0.06	-0.20	-1.29
BUND 10y Yield	↑ 2.369	+0.08	-0.06	-1.02
UST 10y/2y Yield	↑ 219	+8	+21	-51
Mexico 33 Spread	↑ 256	+3	+13	+17
Brazil 40 Spread	↓ 101	+7	-31	-52
Turkey 34 Spread	↓ 271	-5	-52	-11
ОФЗ 26199	↑ 5.54	+0.02	-0.20	-2.27
Москва 50	↓ 5.57	-0.00	+0.08	-3.02
Мособласть 8	↑ 8.22	+0.16	-0.34	-2.56
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	+3.66
МТС 3	↓ 7.16	-0.00	-0.26	-0.80
Руб / \$	↓ 30.124	-0.003	-0.898	-0.061
\$ / EUR	↓ 1.398	-0.010	+0.093	-0.035
Руб / EUR	↑ 42.394	0.349	2.077	-1.067
NDF 1 год	↑ 4.160	+0.010	-0.090	-1.930
RUR Overnight	↔ 2.10	0.0	-0.6	+1.6
Корсчета	↑ 483.7	+15.60	-105.30	-350.40
Депозиты в ЦБ	↓ 675.1	-47.80	+32.80	+234.80
Сальдо опер. ЦБ	↑ 261.60	+43.70	+149.80	+330.50
RTS Index	↑ 1582.47	+0.13%	+8.08%	+9.54%
Dow Jones Index	↓ 11062.78	-0.29%	+4.29%	+6.09%
Nasdaq	↑ 2468.77	+1.37%	+6.61%	+8.80%
Золото	↓ 1359.30	-1.42%	+6.34%	+23.87%
Нефть Urals	↓ 81.85	-1.08%	+5.34%	+6.91%

**TRUST Bond Indices**

	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↓ 242.59	-0.01	2.17	26.09
TRIP Composite	↓ 236.17	-0.02	0.54	7.10
TRIP OFZ	↑ 185.82	0.03	1.22	8.11
TDI Russia	↓ 223.28	-0.32	5.88	25.37
TDI Ukraine	↓ 216.92	-0.52	3.80	45.19
TDI Kazakhs	↓ 183.23	-0.02	4.64	35.02
TDI Banks	↓ 219.19	-0.11	3.32	19.97
TDI Corp	↓ 232.71	-0.24	6.97	29.46

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Пятничная порция статистики из США оказалась смешанной

Пятница была богата на статистику из США, однако новых однозначных сигналов вышедшие отчеты не дали.

После опубликованного в четверг индекса цен производителей, который продемонстрировал отсутствие роста цен, от пятничной публикации индекса потребительских цен не ждали сюрпризов. CPI в сентябре вырос всего на 0.1%, что говорит практически о нулевой инфляции. Это позволит ФРС проводить политику количественного смягчения без опасений значительного роста инфляции в ближайшее время.

Индекс потребительских настроений продолжает снижаться второй месяц подряд. Это в первую очередь связано со сложным состоянием рынка труда.

Несколько улучшил картину отчет по динамике розничных продаж, который оказался лучше ожиданий рынка. Продажи в сентябре выросли на 0.6%, тогда как рынки ожидали увеличения всего на 0.5%.

### Российские евробонды распродавали

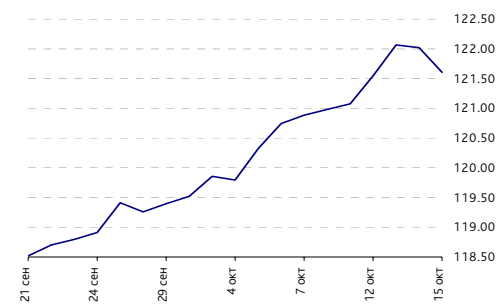
В пятницу фиксация прибыли в корпоративных еврооблигациях продолжилась. Длинные бумаги Газпрома, Лукойла и Evraz Group потеряли в цене 30-50 бп. Новый бонд Северстали пользовался спросом, и, несмотря на общие негативные настроения на рынке, к закрытию торгов торговался на полфигуры выше номинала.

В банковском секторе активность была не слишком высокой, продажи отмечались в новом выпуске **VTB 20**, который по итогам пятницы снизился в цене до 101.6%.

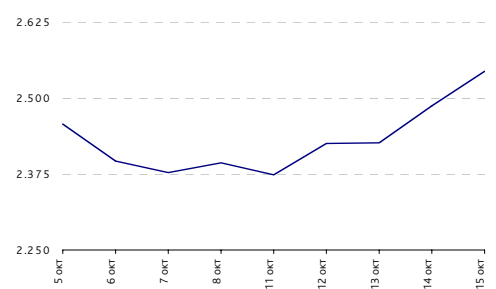
Суверенные еврооблигации также сдавали в пятницу свои позиции, **Russia 30** подешевела на 50-75 бп. Спред **Russia 30-UST 10** в последний рабочий день прошедшей недели находился в узком диапазоне 150-155 бп.

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89

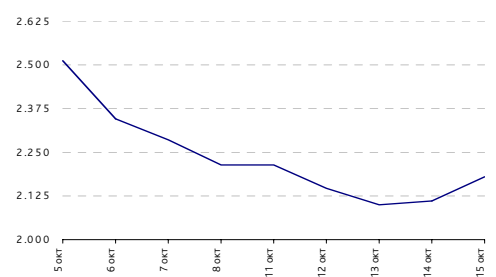
Russia 30 (Price)



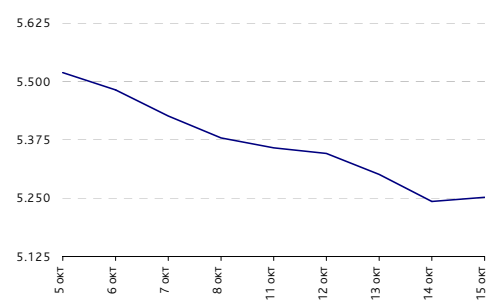
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Рубль дешевеет; выплаты во внебюджетные фонды не привели к повышению ставок

Ввиду сильного спроса на валюту на внутреннем рынке, рубль в пятницу подешевел с RUB35.6 до RUB35.79 за бивалютную корзину. Тенденция ослабления рубля привела к расширению диапазона [трехмесячных ставок NDF](#) в основном по верхней границе - до 2.73-2.99% (2.75-2.93% накануне). Давление на рубль может продолжиться и сегодня.

Снижение ликвидности вследствие завершения страховых выплат во внебюджетные фонды было умеренным, оттого ставки денежного рынка практически не изменились. Чуть повыше в течение дня была стоимость средств в сегменте однодневных [межбанковских кредитов](#): рынок МБК открылся на 0.25 п.п. выше привычных уровней - 2.5-2.75%, днем торги проходили вблизи верхней границы - 2.4-2.65%, ставки снизились лишь к закрытию - до 2.25%. Отражением страховых выплат стало и небольшое повышение 1-дневной индикативной ставки MosPrime - до 2.63% (+0.1%).

Корсчета в пятницу снизились на RUB5.4 млрд. до RUB478.3 млрд., депозиты сократились несколько больше - на RUB25.9 млрд. до RUB649.2 млрд. В ближайшее время существенно сказаться на ликвидности могут платежи по НДС (около RUB90-110 млрд., до 20 октября) и аукционы ОФЗ (RUB25 млрд., 20 октября).

### ВымпелКом (Ba2/BB+/BB-) пришелся по вкусу; итоги размещения ВымпелКом-6, 7: на 100-120 бп ниже первоначальных ориентиров

Центральным событием пятницы стало размещение двух выпусков рублевых облигаций ВымпелКома 6-й и 7-й серии на общую сумму RUB20 млрд. В ходе многократного понижения ориентиров размера купонов финальный диапазон составил 8.30-8.60% против 9.25-9.50% изначально. По неофициальным сведениям, спрос превысил предложение в 1.5 раза, поэтому итоговый купон в 8.30% нас не удивил. Мы ранее предполагали, что слишком уж привлекательные цифры от организаторов будут снижены на 100 бп, что и случилось. Но даже с доходностью порядка 8.50% 5-летние рублевые облигации ВымпелКома имеют премию более 50 бп к кривой МТС и небольшой (20-30 бп) потенциал снижения доходности.

### ФСК (Baa2/BBB/NR) будет занимать еще; среди новичков первички - Почта России (NR)

Сегодня с утра стало известно, что ФСК, не успев разместить 3 выпуска рублевых облигаций на сумму RUB30 млрд., открыло книгу заявок на облигации 7-й, 9-й и 11-й серий общим объемом RUB20 млрд. Кроме того, Интерфакс сообщает о том, что рассматривается выпуск 7-летних рублевых бондов.

Мы считаем, что после успеха с предыдущим размещением (3-летние инструменты торгуются на 60 бп выше номинала, а 5-летние - на 120 бп выше) у ФСК есть все шансы разместить бонды с купоном ниже 7.50% против 7.75% неделю назад.

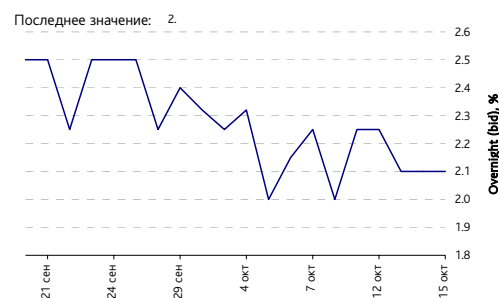
В отношении Почты России у нас нет единого мнения. С одной стороны, это огромный инфраструктурный ФГУП, 100% госкомпания большого размера. С другой стороны, стратегия развития эмитента крайне туманна, финансовое положение очень слабое, риски непрозрачны. Мы думаем, что размещение без рейтинга будет едва ли возможно. А вот от того, какого рейтинга удостоится Почта России (инвесткатегория или нет), зависит и цена. Пока мы думаем, что ниже 8.50-9.00% на 7-летний срок компания разместиться не сможет.

### ТГК-5 (NR) успешно разместила дебютные рублевые бонды; потенциала опережающего роста котировок нет

В пятницу ТГК-5 сообщила о завершении размещения дебютного выпуска 7-летних рублевых облигаций в объеме RUB5 млрд. (с офертой через 3 года). Компания нашла спрос на свои облигации при ставке купона 8.75%, т.е. по нижней границе первоначально указанного диапазона.

На наш взгляд, предлагаемая ТГК-5 доходность является минимально справедливой для их облигаций. Дебютный выпуск предлагает премию к уже обращающимся бумагам ТГК-6 и ТГК-9 в размере около 50 бп, хотя разница в кредитном качестве этих генерирующих компаний, входящих в КЭС-Холдинг, остается существенной. Так, согласно самой актуальной отчетности по РСБУ за 2К 2010 г., выручка ТГК-6 превышает выручку ТГК-5 более чем на 50%, выручка

### Ставка overnight (максимум, bid)





ТГК-9 – более чем в 2 раза. Показатели долговой нагрузки ТГК-5 также уступают аналогичным показателям «генераторов», входящих в КЭС-Холдинг. Показатель «Чистый долг/EBITDA» ТГК-5 (3.5x), согласно отчетности по РСБУ на конец 2009 г., был существенно выше, чем у ТГК-6 (около 0.4x) и ТГК-9 (менее 0.6x).

Мы считаем, что ТГК-5 на данный момент с финансовой точки зрения является самой слабой генерирующей компанией, входящей в КЭС-Холдинг. Учитывая агрессивный прайсинг по дебютному выпуску и минимальную премию к долговым инструментам более сильных ТГК-6 и ТГК-9, мы считаем, что дебютный выпуск ТГК-5 на данный момент не имеет потенциала к снижению доходности.

**Ренессанс Кредит (ВЗ/В-В-) выкупил по оферте RUB1.7 млрд. облигаций; ждем предложения рублевых облигаций от инвестбанка «Ренессанс Капитал»**

На прошлой неделе банк Ренессанс Кредит выкупил по оферте RUB1.7 млрд. облигаций 2-го выпуска, по данным Интерфакс.

Согласно данным МСФО, на 30.06.2010 в обращении находилось RUB2.6 млрд., то есть с рынка было выкуплено порядка 63% бумаг. Впрочем, учитывая обороты торгов, порядка RUB0.8-0.9 млрд. было возвращено в рынок в тот же день.

Выкуп облигаций, на наш взгляд, не должен критично сказаться на позиции ликвидности банка, принимая во внимание и планируемое размещение облигаций в октябре.

Ранее по выпуску **Ренессанс Капитал КБ-2** был установлен купон 10.50%, и на текущий момент бумаги торгуются с доходностью YTM 10.78% при дюрации 1.4 года. Мы находим спред к облигациям **ХКФ-7** в 300 бп привлекательным, оценивая справедливое значение на уровне 200-250 бп, в силу более качественного кредитного профиля ХКФ Банка.

Бумаги ХКФ Банка, на наш взгляд, оценены справедливо и нам импонирует кредитный профиль эмитента. Напомним, что на прошлой неделе к оферте по выпуску **ХКФ-4** был предъявлен и возвращен в рынок, как мы и ожидали, значительный объем выпуска (порядка RUB1.2 млрд., или 42% выпуска), в связи с объявлением нового купона в 7.10%.

*Леонид Игнатъев, leonid.ignatiev@trust.ru*

☎ 647-23-60

*Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru*

☎ 789-35-94

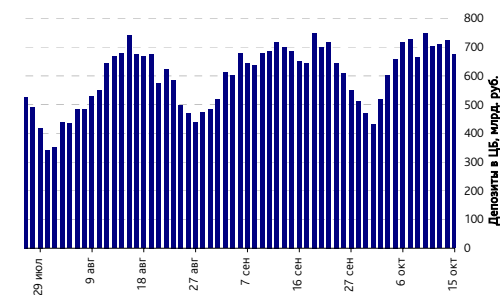
*Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru*

☎ 647-25-89

*Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru*

☎ 786-23-48

## Депозиты в ЦБ РФ





## МАКРОЭКОНОМИКА

### Промпроизводство: восстановление продолжилось

В пятницу ФСГС опубликовала отчет о промышленном производстве в сентябре 2010 года. По сравнению с августом выпуск продукции вырос на 1.5%. В годовом выражении (сентябрь 2010 к сентябрю 2009) рост замедлился до 6.2% (7% в августе). В целом за январь-сентябрь этот показатель увеличился на 8.9% к аналогичному периоду 2009.

	Сен 10	Авг 10	Сен 09	Янв-сен 10	Янв-сен 09
<b>Объем промышленного производства</b>					
К предыдущему периоду	101.5	100.1	102.2		
К аналогичному периоду прошлого года	106.2	107	91.6	108.9	87.1
<b>Добыча полезных ископаемых</b>					
К предыдущему периоду	99.3	98.6	99.4		
К аналогичному периоду прошлого года	100.5	100.6	100.9	104.2	97.4
<b>Обрабатывающее производство</b>					
К предыдущему периоду	102.1	100.4	103.5		
К аналогичному периоду прошлого года	109.4	111	86.9	112.6	80.2
<b>Производство и распределение электроэнергии, газа и воды</b>					
К предыдущему периоду	106.7	101.7	106.4		
К аналогичному периоду прошлого года	104.7	104.4	89.6	105.1	94

Источник: ФСГС

### КОММЕНТАРИЙ

Промпроизводство в сентябре продолжило восстанавливаться, но темпы роста замедлились главным образом за счет ослабления эффекта низкой базы. Тем не менее рост на 6.2% в годовом выражении в сентябре оказался значительно лучше наших прогнозов – 5.3%. В помесечном выражении производство подросло на 1.5% (против наших ожиданий – 0.5%).

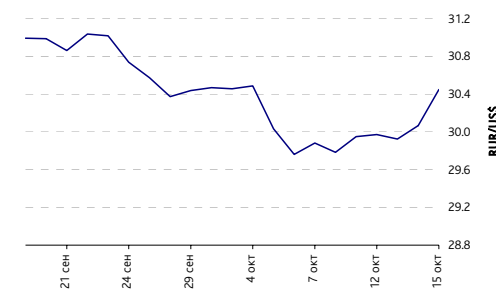
Снижение темпов роста выпуска в сентябре вызвано в основном ухудшением показателей сектора обработки, который формирует основную часть индекса, – годовой рост замедлился до 9.4% против 11% в августе. Свой вклад внесли и низкие темпы роста добывающей промышленности – 0.5% в сентябре (год к году). Ускорение роста наблюдалось лишь в секторе производства и распределения электроэнергии, газа и воды – до 4.7% в сравнении с 4.4% в августе (год к году), но и то за счет сравнения с падением на 10.4% за сопоставимый период предыдущего года.

Причиной хотя и более скромного, чем месяцем ранее, но все же существенного улучшения в обрабатывающем секторе стали неплохие темпы роста в силовом и энергетическом машиностроении. Наиболее высокими темпами рос выпуск промышленного и транспортного оборудования. Так, производство электродвигателей постоянного и переменного тока увеличилось на 20.9% и 13.3% (год к году), металлорежущих станков – на 61.5%, генераторных установок – на 79.2%, тракторов и прицепов – в 3.4 раза и на 14.9%, магистральных электровозов – на 10.5%. Это позволяет надеяться на довольно существенное улучшение показателя инвестиций в основной капитал.

Косвенным подтверждением такого предположения может быть и наблюдавшееся в сентябре улучшение по большинству позиций производства строительных материалов и сопутствующей промышленности (цемент, железобетонные конструкции, кирпичи, строительный раствор, плитка, окна, двери и т.д.). Хорошие показатели в этой отрасли, на наш взгляд, могут быть обусловлены как квартальной сдачей объектов, так и программой восстановления домов после пожаров.

Восстановление автомобильного рынка также служит одним из драйверов обрабатывающего сектора. Улучшение в автомобилестроении происходит в основном за счет реализации программы утилизации «автохлама», которая, к слову, была продлена до 2011 г. При этом растет не только выпуск легковых (в 2.2 раза год к году), но и грузовых автомобилей (в 2.3 раза), а также автобусов (+35.5%). Неплохо показала себя химическая отрасль, где восстановление наблюдалось в производстве минеральных удобрений, каучуков, пластмасс. Ускорение темпов роста происходит и по большинству позиций производства продуктов питания (мясо, молоко и молочные продукты, хлеб и т.д.).

### Курс рубль/доллар





Не хуже чем в августе были показатели черной металлургии и смежных с ней отраслей. В частности, в годовом выражении возобновился рост производства чугуна (+0.1%), кокса (+8%) и проката (+0.3%). Сопоставимыми с прошлыми месяцами темпами продолжает расти выпуск труб и стальных конструкций.

При этом в целом намного хуже обстоят дела в добывающей промышленности. Если после августовского снижения в сентябре возобновился рост в годовом выражении добычи нефти (+1.3%), газа (+4.2%) и железной руды (+0.9%), то добыча угля, напротив, снизилась (-4.1%). Снижение добычи наблюдается в ежемесячном выражении.

В отношении дальнейших перспектив мы не видим пока оснований для повышения прогноза роста промышленного производства на 2010 г. Учитывая неопределенность на внешних рынках и ограниченность внутреннего спроса, которые будут сдерживать рост производства, по итогам года мы ожидаем роста лишь на 7%.

*Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru*  
☎ 789-35-94



## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### НЕФТЬ И ГАЗ

**ТНК-ВР (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-): покупка венесуэльских активов ВР нейтральна для кредитного профиля; сделка по алжирским активам приведет к некритичному росту долговой нагрузки**

*Сегодня утром ТНК-ВР объявила о достижении договоренности с материнской компанией – британской ВР – о покупке российской компанией ее венесуэльских и вьетнамских активов. Сумма сделки – USD1.8 млрд., из которых USD1 млрд. будет выплачен до 29 октября, остаток – по завершении сделки, которое запланировано до середины 2011 года.*

### КОММЕНТАРИЙ

С кредитной точки зрения, данная сделка нейтральна для ТНК-ВР. Сумма сделки совпадает с предварительными оценками, сделанными ранее и учитывая нынешнее состояние ликвидной позиции компании (USD0.5 млрд. денежных средств и эквивалентов на 30.06.2010 и USD1.5 млрд. от привлечения синдицированного кредита в августе) не вызывает опасений для ее финансовых показателей. Более того, позитивен тот факт, что новый долг на сделку привлекаться не будет.

В то же время отметим, что в последнее время ТНК-ВР активно ведет переговоры с материнской нефтяной компанией и по поводу нефтегазовых активов в Алжире, стоимость которых более существенна (USD3 млрд., см. комментарий от 07.10.2010). На наш взгляд, в случае заключения этой сделки ТНК-ВР придется нарастить долговую нагрузку, даже несмотря на значительный объем генерируемых свободных денежных потоков (порядка USD1.1 млрд. ежеквартально на протяжении последнего года). Так, напомним, что компания недавно зарегистрировала рублевые облигации на RUB7.5 млрд.

Евробонды ТНК-ВР, на наш взгляд, оценены справедливо, их премия к кривой Газпрома не превосходит 50 бп. Мы считаем, что в случае объявления сделки по алжирским активам котировки могут просесть на опасениях инвесторов о росте долга. Мы рекомендуем воспользоваться возможным расширением спредов и купить облигации компании.

*Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru  
☎ 786-23-48*

### ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

**Алроса (Ва3/В+/ВВ-): повышение рейтинга на одну ступень было заложено в цену евробонда; рублевые бумаги имеют ограниченный потенциал**

*В пятницу Fitch опубликовало пресс-релиз, в котором обосновывает повышение рейтинга Алросы на одну ступень до «ВВ-/стабильный». При этом аналитики отмечают, что самостоятельное кредитное качество алмазной компании повысилось сразу на две ступени до «В+» в силу проведенных менеджментом за последний год действий по минимизации рисков, стабилизации отрасли и снижению необходимости господдержки.*

*Fitch прогнозирует сильные результаты по итогам 2010 года: рост выручки на уровне 40-50% относительно предыдущего года, а также рентабельность по EBITDA – 26-32% (против 24.6% годом ранее). Прогноз по «Долг/EBITDAR» на конец 2010 – 2.7-2.9х, 2011 – 3.2-3.4х.*

### КОММЕНТАРИЙ

Мы в целом с позитивом относимся к данному рейтинговому действию, которое выглядит ожидаемым на фоне отмечаемых нами ранее улучшений в операционной и финансовой деятельности Алросы. Самым последним примером таких изменений стала полугодовая отчетность компании по МСФО за 2010 г. (см. Навигатор долгового рынка от 15.10.2010).

По сути, на данный момент компания перешла в категорию «double-B» эмитентов. Напомним, что месяц назад финансовый директор Алросы Игорь Куличик заявлял, что целевой уровень компании в ближайшей перспективе – рейтинги уровня «ВВ/Ва2» от всех трех рейтинговых агентств.

Мы считаем, что с учетом сильных финансовых показателей деятельности, существенной работы по сокращению лeverиджа компании, а также по-



прежнему высокой вероятности поддержки государства и госбанков (в частности, ВТБ) эта цель выглядит реальной на горизонте 1.5-2.0 года. Впрочем, стоит учитывать, что необходимым условием для этого является отсутствие глобальных проблем в мировой экономике.

Евробонд **Alrosa 14** и так уже торговался на уровне компаний уровня «BB-». На рублевом рынке более короткие выпуски эмитента (**Алроса-21, 22**) предлагают порядка 100-130 бп премии к выпускам Северстали, ММК и НЛМК сравнимой дюрации. Мы считаем, что это, скорее, связано с перекупленностью бумаг Северстали, нежели с недооценкой Алросы, а потому перспективы роста облигаций последней ограничены 30-40 бп. Аналогичная ситуация, на наш взгляд, характерна и для более длинных **Алроса-20, 23**. После публикации отчетности Алросы ее рублевые облигации в четверг выросли на 30-50 бп, однако уже в пятницу их затронула коррекция ровно такой же глубины.

*Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru*  
☎ 786-23-48

#### ТОРГОВЛЯ

### **Аптеки 36.6 (NR) привлекают кредит для рефинансирования долгов; кредитные риски считаем очень высокими**

*В пятницу стало известно, что Аптеки 36.6 привлекли кредит в размере RUB1.2 млрд. у Номос-банка. По заявлению компании, средства будут направлены на рефинансирование кредитного портфеля.*

#### КОММЕНТАРИЙ

Привлечение крупного кредита, который будет полностью использован для решения проблем с долгом, – безусловно, хорошая новость для держателей облигаций компании. Размер предоставленного кредита покрывает около трети краткосрочного долга компании (RUB3.6 млрд. по итогам 1К 2010 г.) Это позволит компании несколько снизить долговую нагрузку в ближайшее время, однако потребности в рефинансировании кредитного портфеля еще очень велики. Чтобы решить этот вопрос компания ведет переговоры с крупными российскими банками о предоставлении кредитных средств на рефинансирование долга. Менеджмент ставит целью снижение средней ставки по кредитному портфелю с текущих 16% до 11-12%.

Что касается финансовых показателей компании, то, основываясь на наиболее актуальной отчетности за 1К 2010 г., можно однозначно сделать вывод о слабости финансового состояния компании. Консолидированная выручка Аптек 36.6 падает в квартальном выражении уже более года, а операционный денежный поток остается хронически отрицательным несколько последних лет.

Такое положение потребовало от Аптек 36.6 практически двукратного увеличения совокупного долга в 2009 г., который на конец 1-го квартала 2010 г. достиг значения RUB8.1 млрд. Долговая нагрузка находится на очень высоком для компании розничного сектора уровне: соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» превысило уровень 5х, а ЕБИТДА едва покрывает процентные выплаты: так, соотношение «ЕБИТДА/Проценты» за последние 2 года не превышало 1.5х.

Реструктуризационные бонды Аптек 36.6 с погашением в июне 2012 г. сейчас торгуются с доходностью около 20.00%, что, на наш взгляд, является справедливой ценой за кредитный риск компании. Мы сомневаемся, что доходность 2-3-летних рублевых облигаций в настоящее время может приблизиться к желаемой для менеджмента компании стоимости фондирования.

*Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru*  
☎ 647-25-89

### **Магнит (NR) публикует неаудированные финансовые результаты за 3К 2010 г.; облигации оценены по рынку**

*Сегодня утром Магнит опубликовал пресс-релиз, который свидетельствует об уверенном росте основных финансовых показателей.*

#### КОММЕНТАРИЙ

После очень позитивного отчета по операционной деятельности за 9М 2010 г. финансовые результаты не принесли сюрпризов. По нашим оценкам, рентабельность по ЕБИТДА выросла до 7.9% по итогам 9М 2010 г. по сравнению с результатами 1П 2010 г.



Динамику кредитного портфеля компания в опубликованном пресс-релизе не раскрывает.

Амбициозные планы по инвестиционной программе и отсутствие кредитных рейтингов от международных агентств не позволяют, на наш взгляд, бумагам Магнита продемонстрировать опережающую рынок динамику. Облигации компании остаются дорогой инвестицией, по соотношению риск/доходность в секторе retail нам больше нравятся выпуски Дикси как инвестиции до погашения.

*Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89*



## Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Технопромпроект	1200	9	6	9
Синергия-1	3000	9.75	3 / 2	NA / 9.99
Нижегородская обл-6	5000	8.5	5	8.54
Ситроникс-26о	3000	10.75	3 / 2	NA / 11.04
Судостроительный банк-4	1500	10	3 / 1.5	NA / 10.25
ТГК 5-1	3000	8.75	7	NA / 8.94
ВБД-16о	3000	7.35	3 / 2	NA / 7.49
ВБД-26о	3000	7.35	3 / 2	NA / 7.49
ВБД-36о	3000	7.35	3 / 2	NA / 7.49
ВБД-86о	5000	7.35	3 / 2	NA / 7.49

## Налоговые выплаты

Дата	Налог
20 октября	Уплата НДС
25 октября	Уплата НДС, акцизов
28 октября	Уплата налога на прибыль

## Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
19 окт 10	Вымпелком-6	10000	TBD	5
19 окт 10	Вымпелком-7	10000	TBD	5
19 окт 10	Коми Респ-9	2100	TBD	TBD
26 окт 10	ТМК-16о	5000	TBD	3

## Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
19 окт 10	ХКФ Банк-4	3 000	14	7.1	12 окт 11
25 окт 10	Тензор-16о	300	16.5		
26 окт 10	ЧТПЗ-3	8 000	10		
28 окт 10	МБРР-3	3 000	15	0	23 апр 13
28 окт 10	ПромТрактор-3	5 000	18	18	26 янв 11
28 окт 10	Союз Банк-3	2 000	16		
29 окт 10	Каспийская энергия	1 000	15.8		
29 окт 10	Разгуляй Фин.-5	2 000	12.5		
29 окт 10	Разгуляй-156о	500	0	0	4 апр 11
29 окт 10	УралХимПласт	500	8		
1 ноя 10	Технологии лизинга	1 750	15		
2 ноя 10	Ханты-МансийскийБанк-1	3 000	13		
3 ноя 10	Трансаэро	3 000	16.95		
5 ноя 10	А-Инжиниринг	1 750	15		
11 ноя 10	ЮФК	900	15.75		
15 ноя 10	ВТБ Лизинг-1	5 539	9.8		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

### ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

### Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

### Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-28-89

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-28-89

**Выпускающая группа** +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

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

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

### Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Кирилл Коваленко

### Клиентские продажи

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

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

### Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46

## REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1	ОФЗ
TRUSTBND/RUR2	Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3	Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1	Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2	Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3	Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30	Russia 30

## BLOOMBERG: TIBM

TIBM11.	Рублевые корпоративные облигации
TIBM12.	Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13.	Корпоративный внешний долг
TIBM4.	Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2.	Навигатор долгового рынка
TIBM3.	Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.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» (САО) («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 намереваются 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. Иностранцы инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутого в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или 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 Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.