

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Ирландия просит помощи у ЕС; проблемы еврозоны слишком быстро выходят на первый план после объявления QE2
- Полностью негативная неделя для **российских еврооблигаций** (стр. 2)

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- На фоне сокращения **ликвидности**, ставки по однодневному РЕПО вновь немного подросли
- **Русфинанс банк** закрыл книгу на покупку **рублевых облигаций**; купон интересен
- **ЕвроХим** предлагает **новые рублевые облигации**; ориентиры привлекательны даже по нижней границе диапазона
- **Новые бонды МТС**: по нижней границе уменьшенного диапазона (стр. 3-5)

МАКРОЭКОНОМИКА

- **Дефицит бюджета**: освоение расходов традиционно запаздывает (стр. 6)

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **НМТП** предложение инвесторам об отмене ряда ковенантов выглядит привлекательно на фоне отчетности ПТП по МСФО; рекомендуем евробонды к покупке
- **Новатэк** позитивные итоги по МСФО за 3К 2010 подкрепляют способность удержать метрики на высоком уровне после поглощений; рейтинги, скорее всего, не будут снижены
- **Башнефть** выплатит рекордные промежуточные дивиденды; умеренно негативно для облигаций
- Moody's изменило прогноз по рейтингам **Альфа-Банка** и **банка «Возрождение»** на «Стабильный» с «Негативного»; евробонды первого оценены справедливо
- **Черкизово** разместило биржевые облигации; положительное отношение к кредитным рискам компании, но выпуск выглядит дорого (стр. 7-10)
- S&P подтвердило рейтинг **Лукойла**, вывел из списка CW; ожидаемо на фоне размещения евробондов
- Fitch повысил **Темирбанку** рейтинг до «В-/Стабильный» в связи с завершением реструктуризации долга; евробонд неинтересен

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- Спред **NCSP 12** к **TrNeft 12** завышен рынком на опасениях по поводу предстоящей сделки с ПТП
- Мы возвращаем в список наших торговых рекомендаций явно недооцененный выпуск **ПрофМедиа**, который расширил спред к прочим облигациям рейтинговой группы В+ до 250-300 бп
- Из размещаемых/разместившихся выпусков интересно смотрятся бумаги **Евраз**, **МТС** (рубли) и **РусГидро** (евробонды)
- Мы ожидаем ралли в евробондах **ВымпелКома** в случае все более и более вероятного объявления об отмене сделки с **Orascom**
- Выпуск **ТД «Детский мир»** выглядит привлекательно, в выплате долга при наличии гарантий Москвы мы не сомневаемся
- **Sinek 15**, исходя из финансов и квазисуверенного статуса, недооценен по отношению к нефтяным компаниям
- В частном сегменте интересно смотрятся длинные субординированные выпуски **PromSvBk 15** и **PromSvBk 16**

СЕГОДНЯ

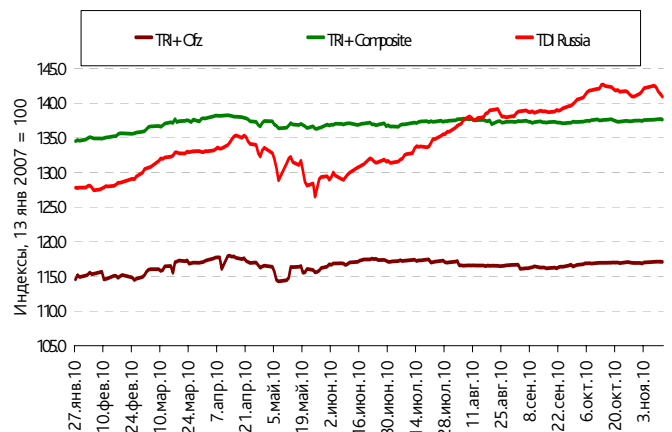
- Статистика США: индекс доверия потребителей

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 202.00	-2.00	5.00	14.00
EMBI+ spread	↓ 241.00	-0.43	-6.70	-32.76
Russia 30 Price	↓ 119.88	- 1/8	-1 6/8	+7
Russia 30 Spread	↓ 145.10	-12.40	-2.90	-9.10
Russia 5Y CDS	↓ 144.70	-1.37	+10.11	-38.13
UST 10y Yield	↑ 2.789	+0.14	+0.24	-1.05
BUND 10y Yield	↑ 2.51	+0.08	+0.14	-0.88
UST 10y/2y Yield	↑ 228.2	+8	+9	-42
Mexico 33 Spread	↓ 250	-9	-6	+11
Brazil 40 Spread	↓ 93	-2	-8	-60
Turkey 34 Spread	↓ 255	-12	-16	-27
ОФЗ 26199	↑ 5.78	+0.00	+0.24	-2.03
Москва 50	↑ 5.45	+0.05	-0.12	-3.14
Мособласть 8	↓ 7.66	-0.01	-0.56	-3.12
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	+3.66
МТС 3	↓ 7.27	-0.00	+0.11	-0.69
Руб / \$	↑ 30.772	+0.080	+0.841	+0.587
\$ / EUR	↑ 1.369	+0.004	-0.029	-0.063
Руб / EUR	↓ 41.878	-0.423	-0.281	-1.583
NDF 1 год	↑ 4.240	+0.010	+0.080	-1.850
RUR Overnight	↔ 2.55	0.0	+0.5	+2.1
Корсчета	↓ 601.6	-7.70	+117.90	-232.50
Депозиты в ЦБ	↓ 292.7	-1.00	-382.40	-147.60
Сальдо опер. ЦБ	↓ 54.60	-20.50	-207.00	+123.50
RTS Index	↓ 1606.03	-1.43%	+1.49%	+11.17%
Dow Jones Index	↓ 11192.58	-0.80%	+1.17%	+7.33%
Nasdaq	↓ 2518.21	-1.46%	+2.00%	+10.98%
Золото	↓ 1368.75	-1.90%	+0.70%	+24.74%
Нефть Urals	↓ 84.01	-2.91%	+2.64%	+9.73%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↓ 243.94	-0.19	1.35	27.44
TRIP Composite	↓ 236.26	-0.09	0.09	7.20
TRIP OFZ	↓ 186.04	-0.03	0.21	8.32
TDI Russia	↓ 220.90	-0.59	-2.38	22.99
TDI Ukraine	↓ 216.66	-0.76	-0.26	44.93
TDI Kazakhs	↓ 179.20	-0.31	-4.03	30.98
TDI Banks	↓ 217.77	-0.44	-1.42	18.55
TDI Corp	↓ 229.91	-0.75	-2.80	26.66

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

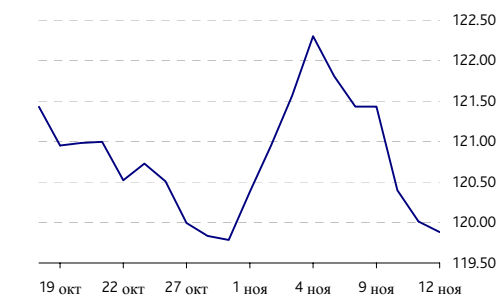
Ирландия просит помощи у ЕС; проблемы еврозоны слишком быстро выходят на первый план после объявления QE2

На завершившемся вчера саммите стран G20 министры финансов Германии, Франции и Великобритании обсудили проблемы долгового кризиса в Ирландии. Результатом этого стали отдельные заявления правительства Ирландии о том, что страна сама в состоянии справиться со своими проблемами.

Сегодня утром Интерфакс, со ссылкой на газету The New York Times, сообщает, что Ирландия уже ведет переговоры с ЕС о доступе к экстренному фонду. Евросоюз же в свою очередь настаивает на том, чтобы проблемная экономика поскорее воспользовалась помощью для предотвращения распространения долговых проблем на другие периферийные страны Европы.

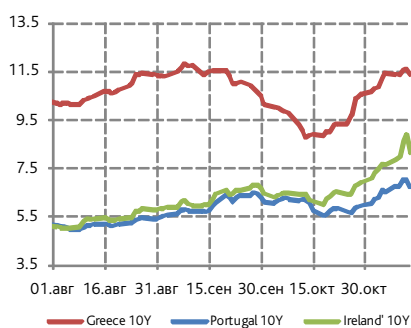
Рост доходности государственных бумаг Ирландии вчера приостановился, однако нервозность на рынке все еще сохраняется.

Russia 30 (Price)



ДИНАМИКА ГОСБУМАГ СТРАН PIIGS

ДОХОДНОСТЬ И СПРЕД 10Y ГОСБУМАГ ИРЛАНДИИ



Источник: Bloomberg, расчеты НБ «ТРАСТ»

Источник: Bloomberg, расчеты НБ «ТРАСТ»

Полностью негативная неделя для российских еврооблигаций

Прошедшая неделя оказалась одной из самых негативных для российских еврооблигаций за последние месяцы. Озвученные параметры QE2 не смогли оказать поддержку спросу на рискованные активы, а эскалация долговых проблем еврозоны и слухи о возможном ужесточении монетарной политики в Китае только охладили интерес инвесторов к бумагам EM.

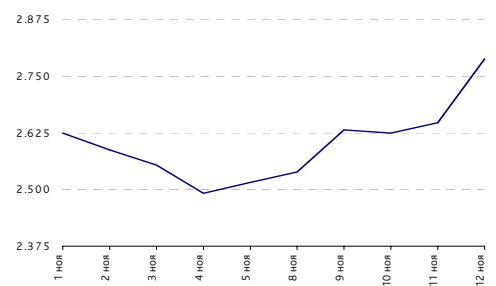
Пятница не стала исключением, и даже позитивные сигналы от макростатистики США не смогли спасти ситуацию: дешевели наиболее ликвидные бумаги корпоративного сектора: Газпрома, Лукойла, ТНК-ВР.

В банковском секторе наибольшая активность наблюдалась в новых евробондах ВЭБа, которые по итогам вчерашней торговой сессии подешевели на 40-50 бп и торговались ниже номинала.

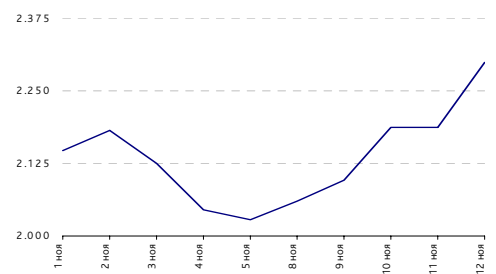
Суверенные еврооблигации также продолжили падение: **Russia 30** торговалась уже ниже отметки 119.75%, ее спред к **UST 10** расширился до 152-155 бп.

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

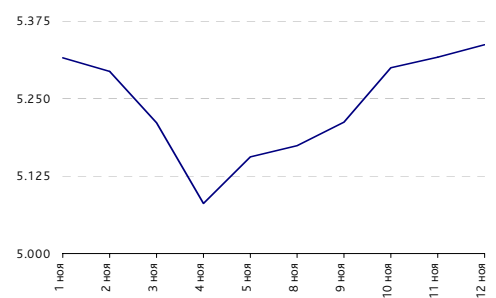
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На фоне сокращения ликвидности, ставки по однодневному РЕПО вновь немного подросли

Пятница была отмечена ухудшением ситуации с ликвидностью. С [корсчетов](#) вчера ушло RUB37.0 млрд. (сокращение до RUB564.6 млрд.), а [депозиты](#), напротив, подросли, но всего на RUB22.7 млрд. (до RUB292.0 млрд.). На этом фоне [чистый запас ликвидности](#) снизился примерно на RUB14.3 млрд. до RUB1.59 трлн.

Нестабильность пополнения ликвидности сказывается на рублевых ставках. Отметим повышение средней стоимости средств по 1-дневному [РЕПО под залог ОФЗ](#) и облигаций [первого эшелона](#) – до 3.56%. Снова выше стоимости депозитов овернайт ЦБ (2.5%) были ставки в сегменте [МБК](#): днем они держались на уровне 2.65-2.75%, а вечером отреагировали на отток ликвидности повышением до 2.5-2.8%. Сегмент [валютных свопов](#), напротив, был стабилен и подавляющую часть торговой сессии демонстрировал ставки на уровне 2.5%.

На общем негативном фоне рубль за вчерашний день подешевел с RUB35.8 до RUB35.94 за бивалютную корзину. Учитывая, что распределение продаж валютной выручки экспортерами стало более равномерным, даже приближающийся налоговый период, который традиционно оказывал поддержку российской валюте, по всей видимости, сейчас уже не сможет существенно улучшить ситуацию. Ощущение большей неустойчивости курса рубля отражается в повышении [трехмесячных ставок NDF](#), которые вчера подросли до 2.93-3.36% (2.99-3.2% накануне).

Русфинанс банк (Moody's: Ваа3) закрыл книгу на покупку рублевых облигаций; купон интересен

Вчера Русфинанс банк закрыл книгу заявок на покупку рублевых облигаций 10 и 11 серий и назначил ставку 1-го купона на уровне 7.90%, что соответствует доходности YTP 8.06% к оферте через 3 года. Изначально ориентир по купону составлял 8.00-8.30%, а к концу недели диапазон был понижен до 7.75-8.00%.

Несмотря на закрытие книги по купону выше сниженных ориентиров, мы находим итоговую доходность привлекательной. Нам нравится кредитный риск банка, и мы оцениваем предложенный спред в 60 бп к бумагам в ВТБ интересным относительно более коротких выпусков Русфинанс банка (YTP 7.32-7.35%, или 20-30 бп выше кривой ВТБ).

ЕвроХим (NR/BB/BB) предлагает новые рублевые облигации; ориентиры привлекательны даже по нижней границе диапазона

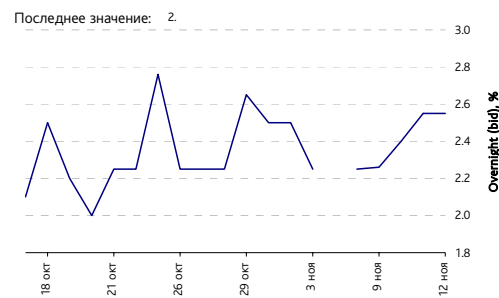
ЕвроХим 24 ноября планирует разместить 8-летние рублевые облигации объемом RUB5 млрд. с офертой через 5 лет. Предварительный ориентир по купону был установлен на уровне 8.50-9.00%, что транслируется в доходность к 5-летней оферте на уровне 8.68-9.20%.

С точки зрения кредитного качества позиции ЕвроХима выглядят прочно. Несмотря на значительное (более чем на 30%) падение выручки по итогам 2009 г., в послекризисный период компания демонстрирует уверенное восстановление операционных и финансовых показателей. Согласно последней актуальной отчетности по МСФО за 1П 2010 г., долговая нагрузка ЕвроХима в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» снизилась до 1.6х (при 2.8х в конце 2009 г.), а совокупный долг уменьшился на 13% (около RUB6 млрд.).

Ключевыми факторами поддержки кредитного качества компании мы видим:

- лидирующее положение на российском рынке удобрений;
- вертикально-интегрированную структуру бизнеса, включающую добывающий сегмент;
- наличие кредитных рейтингов уровня BB от двух рейтинговых агентств;
- отсутствие рисков крупных сделок M&A в ближайшем будущем, ориентация на стратегию органического роста.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ

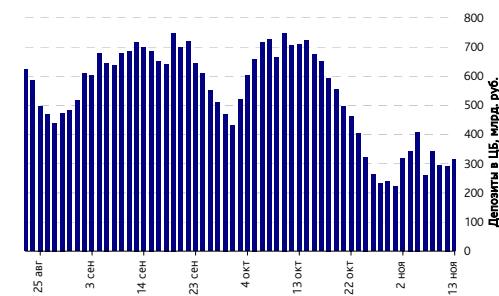
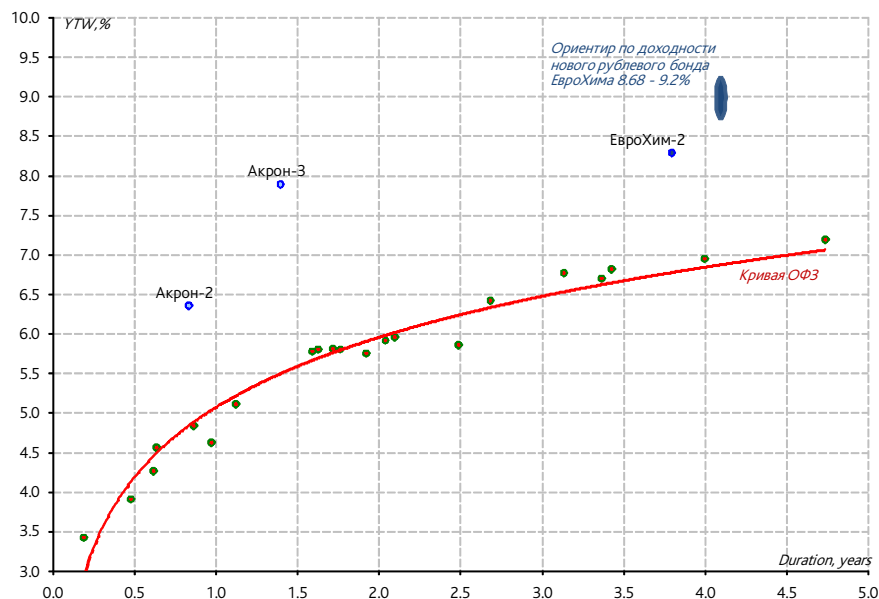




ДИАГРАММА. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ЕВРОХИМА И АКРОНА



Источник: ММВБ, расчеты НБ «ТРАСТ»

На рублевом рынке обращается единственный бонд ЕвроХима, предлагающий доходность 8.30% годовых при дюрации около 3.8 лет. Данную бумагу сложно назвать ликвидной, пятилетние рублевые корпоративные риски до последнего времени пользовались весьма ограниченным спросом. Тем не менее, он оценен справедливо, и премия нового выпуска ко вторичному рынку составляет не менее 20 бп. Таким образом, предложение ЕвроХима выглядит интересным даже по нижней границе указанного диапазона.

Новые бонды МТС (Ba2/BB/BB+): по нижней границе уменьшенного диапазона

Вчера компания МТС закрыла книгу заявок на 2 новых выпуска рублевых облигаций совокупным объемом RUB25 млрд. Размещение можно с уверенностью назвать успешным: во-первых, ставки купонов по 5-летней и 7-летней бумагам были установлены по нижним границам скорректированного диапазона, а во-вторых, МТС стала первой частной компанией России за последние годы, разместившей 7-летнюю рублевую бумагу.

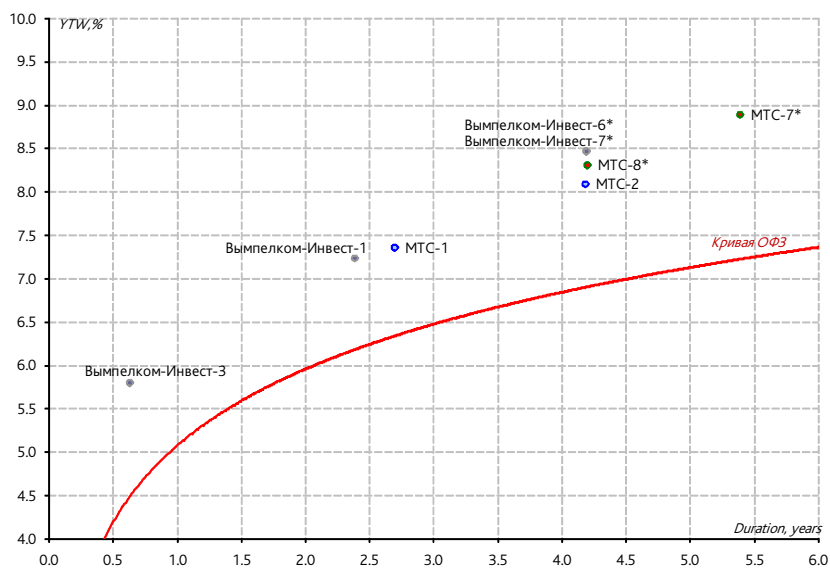
5-летняя бумага предлагает дисконт в 15 бп к недавно размещенным 5-летним выпускам ВымпелКома и небольшую премию к уже обращающемуся бонду МТС-2. На наш взгляд, установленные уровни доходности выглядят справедливо: спред к кривой ОФЗ составил 140 бп для 5-летней и 160 бп для 7-летней бумаги.

МТС – прозрачный и надежный заемщик на как публичном российском рынке, так и на рынке еврооблигаций. Наиболее весомыми фактами кредитного профиля эмитента нам видятся:

- Лидирующие позиции на рынке мобильной связи РФ и СНГ,
- Устойчивый к кризисным ситуациям бизнес (падение выручки в кризисный год составило всего 4%),
- Стабильно высокий уровень рентабельности,
- Наличие сильного мажоритарного акционера (АФК «Система»)
- Наличие рейтинга предынвестиционной категории от Fitch



ДИАГРАММА. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ МТС И ВЫМПЕЛКОМ



* Доходность, установленная в ходе размещения

Источник: ММВБ, расчеты НБ «ТРАСТ»

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 786-23-48



МАКРОЭКОНОМИКА

Дефицит бюджета: освоение расходов традиционно запаздывает

Согласно опубликованным вчера оценкам Минфина, дефицит федерального бюджета РФ в январе-октябре 2010 года составил 2.1%, ВВП – RUB783.6 млрд. Доходы бюджета достигли RUB6,722 млрд. (86.4% к общему объему доходов на 2010 год), расходы – RUB7,506 млрд. (73.4% к уточненной росписи).

КОММЕНТАРИЙ

Первое, что обращает на себя внимание, – доходы и расходы в октябре росли умеренно, – прирост на 0.8% и 3.4% к уровню сентября соответственно, что создает предпосылки для еще более резкого роста расходов в ноябре и декабре 2010 г., чем предполагалось ранее.

Октябрьский рост доходов в большей степени объясняется увеличением нефтегазовых доходов. При этом росли не только физические объемы поставок, но и стоимость сырьевых товаров.

То, что расходование бюджетных средств по-прежнему значительно запаздывает, – вполне естественная для этого времени года картина. Традиционно, пик освоения бюджетных средств приходится на последние два месяца, причем, исходя из исторических данных, декабрьские расходы практически вдвое превышают среднемесячные значения. Принимая в расчет запланированные на этот год в законе о бюджете расходы в RUB10.2 трлн., подразумевается, что в ноябре-декабре Минфин должен потратить около RUB2.7 трлн., а это, исходя из средних темпов роста расходов за сопоставимый период прошлых лет, соответствует чуть более RUB1 трлн. расходов в ноябре и около RUB1.6 трлн. в декабре.

Курс рубль/доллар

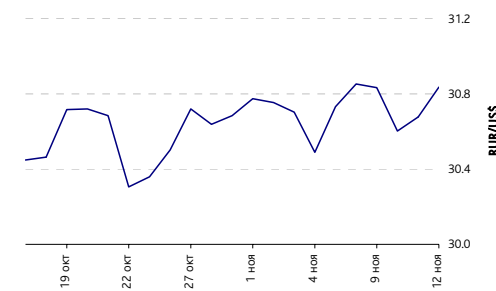
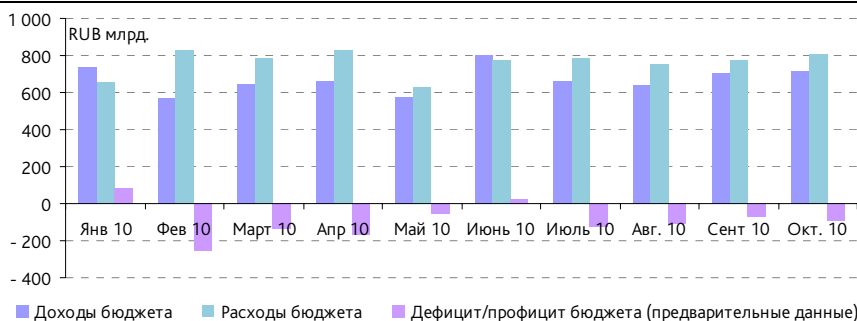


ДИАГРАММА. ДЕФИЦИТ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА 2010



Источник: Минфин, расчеты НБ «ТРАСТ»

Принимая во внимание менее агрессивный характер заимствований на внутреннем рынке в октябре-ноябре 2010 г., даже с учетом имеющихся остатков бюджетных средств на счетах, становится очевидным, что для покрытия дефицита Минфину в ближайшее время придется прибегнуть к расходованию средств Резервного фонда.

Такая позиция вполне увязывается с официальными комментариями. Недавно замминистра финансов Татьяна Нестеренко лишь уточнила, что, ввиду благоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках, экономия резервных средств может составить около RUB100-120 млрд. С учетом лимита трат из Резервного фонда на 2010 г. в размере RUB1.4 трлн. и потраченных в марте-апреле RUB519.5 млрд. это означает еще около RUB800 млрд. расходов из фонда до конца года. Принимая во внимание сложившуюся на долговом рынке ситуацию, действия Минфина видятся нам вполне оправданными.

Если в ноябре расходование средств ускорится незначительно, то в этом году всплеск расходов в декабре будет ощущаться гораздо существенней, чем ранее. Причем если в ноябре пока не наблюдается динамичного пополнения ликвидности, то в декабре значительный приток ликвидности практически гарантирован, что поспособствует смягчению ситуации на денежном рынке.

Учитывая возобновление роста цен на сырьевых рынках, в 2010 г. мы ожидаем меньшего, чем прогнозируют власти (5.3% ВВП), дефицита бюджета. Наиболее вероятным нам видится интервал 4.6-4.8% ВВП.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ТРАНСПОРТ

НМТП (Ba1/BB+/NR): предложение инвесторам об отмене ряда ковенантов выглядит привлекательно на фоне отчетности ПТП по МСФО; рекомендуем евробонды к покупке

Вчера Новороссийский Морской Торговый Порт (НМТП) опубликовал предложение держателям своих еврооблигаций об отмене ряда ковенантов, которые будут нарушены в результате предстоящей сделки по покупке Приморского Торгового Порта, по привлечению USD1.95 млрд. на сделку и смене контрольного акционера НМТП.

Компания предлагает:

- *Снять ограничение показателя «Совокупный долг/EBITDA» уровнем в 3.5x (по нашим оценкам, мог бы составить по итогам сделки 4.5x);*
- *Отказаться от возможности предъявить бумаги к погашению в случае смены контрольного акционера;*
- *Получить компенсацию в размере 1.25% в случае высказанного согласия. Данная премия будет выплачена только тем держателям, которые проголосуют «за» предложение;*
- *В случае, если в результате привлечения нового кредита возникнет договоренность о более жестком ограничении долговой нагрузки (чем «Долг/EBITDA» в 3.5x), это ограничение будет распространяться и на еврооблигации.*

Собрание, на котором будет проходить голосование, состоится 6 декабря 2010 года в 15:00 (Лондонское время). В случае электронного голосования необходимо подать заявки до 15:00 (Лондонское время) 2 декабря.

Помимо этого вчера Приморский Торговый Порт впервые опубликовал МСФО отчетность за 2007-2009 гг. и за 1П 2010.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что держателям еврооблигаций НМТП однозначно стоит принять данные поправки по нескольким причинам. Во-первых, с учетом предоставленных вчера финансовых результатов ПТП, можно сказать о том, что это, безусловно, качественный актив (см. ниже). Во-вторых, помимо привлекаемого 7-летнего кредита и еврооблигаций долг объединенной компании будет минимален, то есть практически все долги будут долгосрочными. В-третьих, по итогам сделки в капитале НМТП будет присутствовать Транснефть, эффект чего мы оцениваем как в целом положительный. В-четвертых, возможен положительный синергетический эффект, а также эффект масштаба. Наконец, премия в 1.25% от номинала за согласие сама по себе также привлекательна и расценивается нами как знак высокой корпоративной культуры эмитента.

Что касается отчетности Приморского порта, то основные сильные ее моменты заключаются в том, что в кризис практически не пострадала ни рентабельность (EBITDA margin – 63% по итогам 1П 2010, ни способность генерировать операционные денежные средства (на протяжении 1П 2009 – 1П 2010 стабильна на уровне RUB1.5 млрд.). Чистый долг компании и вовсе отрицателен.

В связи с этим мы считаем, что в течение ближайших года-полтора объединенной компании удастся накопить достаточный объем ликвидности, чтобы погасить еврооблигационный выпуск в USD300 млн., так как только за последние 12 месяцев в сумме НМТП и ПТП сгенерировали USD320 млн. свободного денежного потока.

Единственным негативным моментом в этой сделке может стать снижение рейтингов, так как формально долговая нагрузка эмитента окажется высокой. Однако мы считаем, что агентства примут во внимание упомянутые нами факторы, и снижение не превысит одной ступени. А на фоне улучшающихся показателей, по нашим оценкам, рейтинговые агентства будут вынуждены изменить прогнозы на «позитивные».

С первой новости о возможной сделке на фоне неопределенности спред **NCSP 12 к TrNeft 12** вырос со 130 до 230 бп. Вчера бумаги не успели отреагировать на новость, в том числе в силу их не самой высокой ликвидности. Мы считаем, что сейчас удачный момент для покупки облигаций порта. При этом привлекательна может быть как ориентация на сокращение спреда, так и buy-and-hold стратегия.



ТАБЛИЦА. ПРОФОРМА* ОТЧЕТНОСТЬ НМТП И ПТП

МСФО, USD млн.	2008	1П 09	2009	1П 10	1П 10/ 1П 09
Выручка	879	426	872	447	5%
ЕБИТДА	540	300	573	300	-0.1%
Чистая прибыль	222	147	352	172	17%
Чистый операционный денежный поток	408	254	442	238	-6%
Свободный денежный поток	318	240	367	194	-19%
Совокупный долг в т.ч.	560	463	473	2,604**	463%
<i>Краткосрочный долг</i>	97	12	148	135	1016%
Денежные средства и эквиваленты	131	123	222	154	26%
Активы	1,472	1,266	1,627	1,736	37%
Показатели					
ЕБИТДА margin	61.5%	70.4%	65.7%	67.1%	
ЕБИТДА/проценты (x)	11.2	16.5	16.3	20.9	
Долг/ЕБИТДА (x)	1.0	0.6	0.8	4.5	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.8	1.1	0.4	4.3	
Долг/Собственный капитал (x)	0.1		0.1	0.3	

* Все данные баланса, ОПУ и ОДДС вычислены как сумма соответствующих цифр из МСФО отчетностей НМТП и ПТП, показатели вычислены на их основе. В силу того, что компании действуют в разных географических регионах, сумма адекватно, на наш взгляд, отражает общую картину

** Мы включаем в совокупный долг полную оценку стоимости ПТП, как если бы стоимость сделки полностью финансировалась за счет долга, фактически наличными будет оплачено около USD200 млн.

Источник: данные НМТП, ПТП, оценки НБ «ТРАСТ»

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

НЕФТЬ И ГАЗ

Новатэк (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-): позитивные итоги по МСФО за 3К 2010 подкрепляют способность удержать метрики на высоком уровне после поглощений; рейтинги, скорее всего, не будут снижены

Вчера Новатэк представил позитивные итоги своей операционной и финансовой деятельности за 3К и 9М 2010 года. Стоит отметить, что данная отчетность может послужить хорошим основанием для актуальной оценки кредитного качества компании, в частности, рейтинговыми агентствами Fitch и S&P, которые, напомним, на фоне новостей о крупных приобретениях поместили рейтинги Новатэка в группу с «негативным» прогнозом».

Наиболее выделяющимся моментом отчетности мы считаем сохранение высоких темпов развития бизнеса: квартальная выручка и ЕБИТДА достигли исторических максимумов (RUB30.6 млрд. и RUB14.2 млрд. за 3К 2010 соответственно). Это объясняется в том числе и увеличением добычи на основном – Юрхаровском – месторождении, которое в прошедшем квартале вышло на проектную мощность. В связи с этим мы считаем, что компании удастся выполнить свои планы по добыче 37 млрд. куб. м газа в 2010 году и увеличения этого показателя на 12% – в 2011.

Способность независимого газового оператора генерировать денежные средства сохраняется высокой. В 3К 2010 свободный денежный поток Новатэка составил RUB6 млрд., за счет чего компании удалось сократить совокупный долг с RUB45 млрд. до RUB34 млрд.

Основными новостями, относящимися к кредитному качеству компании, на наш взгляд, являются предстоящие возможные сделки по покупке СеверЭнергии и Сибнефтегаза, выпуск еврооблигаций на USD1.5 млрд., а также продажа Газпромом половины пакета в Новатэке (то есть около 10%).

Представленная отчетность свидетельствует о том, что рейтинги Новатэка будут сохранены на инвестиционном уровне. Даже с учетом возможных сумм сделок, совокупный долг, по нашим оценкам, увеличится с RUB34 млрд. до RUB91 млрд., а долговая нагрузка в терминах «Долг/ЕБИТДА» вырастет до 1.7x – цифры, не вызывающей опасений. Отметим, что, как и в случае с выкупом Лукойлом собственных акций, агентства придерживаются формальных консервативных критериев, а потому по мере выяснения деталей сделок, скорее всего, подтвердят рейтинги Новатэка на текущих уровнях.

Рублевые бумаги Новатэка фактически игнорируют новости о компании, что выглядит естественным с учетом исключительно позитивного восприятия эмитентов первого эшелона на рублевом рынке. В то же время при размещении



на евробондах все вышеупомянутые новости будут играть важную роль. Мы предварительно оцениваем премию возможного 10-летнего выпуска Новатэка в 20-40 бп к свежему Lukoil 20, хотя, как показывает практика последних размещений, это сильно зависит от частых изменений настроения рынков.

ТАБЛИЦА. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НОВАТЭКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	1К 10	2К 10	3К 10	3К 10/2К 10
Выручка	79.3	90.0	27.7	24.5	30.6	24.7%
ЕБИТДА	36.7	39.2	13.4	11.6	14.2	22.7%
Чистая прибыль	22.9	25.7	11.1	7.1	10.1	42.4%
Чистый операционный денежный поток	31.5	36.5	12.5	6.3	12.1	90.6%
Капитальные вложения	30.5	16.2	4.6	4.7	6.1	30.6%
Совокупный долг в т.ч.	26.3	37.7	33.6	45.0	34.0	-24.4%
Краткосрочный долг	6.3	13.8	18.4	21.2	10.4	-51.0%
Денежные средства и эквиваленты	11.0	10.5	11.5	18.1	12.5	-31.1%
Активы	140	194	205	217	215	-0.8%
Показатели						
ЕБИТДА margin	46.3%	43.6%	48.4%	47.2%	46.4%	
ЕБИТДА/проценты (x)	165	48	90	139	146	
Долг/ЕБИТДА (x)	0.7	1.0	0.7	0.9	0.6	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.4	0.7	0.5	0.6	0.4	
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

Башнефть (NR) выплатит рекордные промежуточные дивиденды; умеренно негативно для облигаций компании

На днях нефтяная компания «Башнефть», подконтрольная АФК «Система», сообщила о том, что может выплатить рекордные промежуточные дивиденды за 9М 2010 – RUB21.4 млрд. За весь 2009 год дивиденды были на уровне RUB22.5 млрд., за 2008 – RUB10 млрд.

Мы считаем, что данная новость умеренно негативна как для самой Башнефти с точки зрения кредитного качества, так и для ее облигаций. Во-первых, указанный объем близок к OIBDA компании за 2К 2010, что очень существенно. Во-вторых, сама тенденция использования материнской компанией Башнефти в качестве «донора» может ограничивать в будущем реализацию собственной инвестпрограммы. Так, в частности, напомним, что Башнефть с большой вероятностью получит месторождения им. Требса и Титова.

С начала года премия бондов Башнефти к биржевым выпускам Лукойла сократилась с 260 до 150 бп в среднем, и мы считаем, что с учетом тенденции к высоким дивидендам этот уровень не является интересным.

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

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Moody's изменило прогноз по рейтингам Альфа-Банка (Ba1/B+/BB) и банка «Возрождение» (Ba3/B+/NR) на «Стабильный» с «Негативного»; евробонды первого оценены справедливо

Вчера Moody's повысило прогноз по рейтингам Альфа-Банка и банка «Возрождение» с «Негативного» до «Стабильного», подтвердив соответственно уровни «Ba1» и «Ba3», в связи со стабилизацией финансовых показателей на протяжении 2010 года. Мы согласны с действиями рейтингового агентства и считаем их нейтральными для еврооблигаций Альфа-Банка.

Аналитики отмечают поддержание комфортной позиции ликвидности для обоих банков, способность абсорбировать убытки в случае стресс-сценария, благодаря комфортным уровням достаточности капитала и накопленным резервам.

Сильной стороной Альфа-Банка является также успешное привлечение фондирования на публичных долговых рынках. Напомним, что на 2011 год у банка намечена значительная программа размещений на общую сумму RUB1.9 млрд. Добавим, что, по данным РСБУ, в 3К 2010 Альфа-Банк



демонстрирует позитивную динамику средств как юридических, так и физических лиц, и мы склонны ожидать прироста доли средств клиентов в пассивах к концу 2010 года.

Однако остаются проблемы с качеством кредитных портфелей. В случае Альфа-Банка, несмотря на стабилизацию с начала года, доля проблемных кредитов все еще значительна (по данным Moody's, по итогам 3К 2010 доля NPLs свыше 90 дней снизилась до 7.4% с 15% в корпоративном кредитном портфеле, а доля реструктурированных кредитов составила 12.4% в совокупном кредитном портфеле). У банка «Возрождение» доля NPLs на протяжении 2010 года даже несколько возросла до 7.7% в совокупном заемном портфеле.

К слабым моментам кредитного профиля Альфа-Банка можно отнести высокий уровень средств связанных сторон на балансе и значительную долю кредитов в иностранной валюте в заемном портфеле. Moody's также отмечает высокую концентрацию кредитов отдельных компаний и секторов у банка «Возрождение».

Еврооблигации Альфа-Банка, на наш взгляд, справедливо оценены рынком. Напомним, что, как мы и ожидали, в декабре банк намерен досрочно выкупить еврооблигации с погашением в 2015 году. На текущий момент у банка «Возрождение» нет бумаг в обращении, но зарегистрировано 4 выпуска биржевых облигаций на общую сумму RUB16 млрд.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru ☎ 786-23-48

СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО

Черкизово (Moody's: B2) разместило биржевые облигации; положительное отношение к кредитным рискам компании, но выпуск выглядит дорого

Черкизово в пятницу полностью разместило 3-летние биржевые облигации серии БО-03 объемом RUB3 млрд. Ставка купона составила 8.25%, что соответствует доходности порядка YTM 8.42% годовых.

КОММЕНТАРИЙ

Если брать сектор АПК в целом, то среди большинства его представителей Черкизово выглядит, пожалуй, сильнее и выгоднее всего. Так, Черкизово характеризуется приемлемым уровнем информационной прозрачности, неплохим для компании АПК рейтингом B2 от Moody's, хорошей интеграцией (производство комбикорма, свои фермы, своя мясопереработка, продажи конечной продукции) и диверсификацией (свинина, говядина, птица). Отметим, что дефолты, которые буквально «выкосили» сельскохозяйственных эмитентов с рынка, обошли Черкизово стороной.

Финансовый профиль эмитента также выглядит вполне крепко. В сентябре агропромышленная группа «Черкизово» подвела финансовые итоги за первую половину 2010 г. по US GAAP.

Мы отмечаем, что отчетность оказалась сильной как с точки зрения сокращения долговой нагрузки, так и с позиции уверенного роста рентабельности бизнеса. За последние 12 месяцев величина чистого долга упала на 13% до USD387 млн., показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» упал ниже 2.0х. Компания демонстрирует вполне высокую рентабельность как по валовой прибыли, так и по ЕБИТДА: 28% и 19% соответственно.

У нас есть все основания ожидать более высоких данных по рентабельности во 2-й половине 2010-2011 гг. Представители компании прогнозируют рост цен на мясо и птицу на 10-15% из-за подорожания зерновых, доля которых в себестоимости продукции Черкизово близка к 20%. Таким образом, мы ждем опережающего роста выручки над затратами.

«Старые» облигации Черкизово погашаются в мае 2011 г. и стоят сейчас весьма дорого (менее 7.00% годовых при цене почти 103.4% от номинала). Если же говорить о новом 3-летнем выпуске, то доходность 8.42% весьма агрессивна. Доходность нового выпуска попадает в диапазон доходности примерно посередине между **Алроса-21** и **Мечел БО-3**. Надо ли говорить, что это несправедливо. В любом случае 50-60 бп премии над рублевой кривой ВБД, который имеет рейтинги на 2 ступени выше, чем Черкизово, - это слишком мало. Наше мнение о справедливой доходности - не ниже 9.25% годовых.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru ☎ 647-23-60



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
ЕБРР-8	7000	0,01	8	0,01
ФСК ЕЭС-7	5000	7,50	10	NA / 7,64
ФСК ЕЭС-9	5000	7,99	10	NA / 8,15
ФСК ЕЭС-11	10000	7,99	10	NA / 8,15
ЕвразХолдинг-2	10000	9,95	10	10,20
ЕвразХолдинг-4	5000	9,95	10	10,20
Уралсиб ЛК-Збо	3000	9,50	3 / 1	9,84
РСХБ-6бо	10000	6,60	3 / 2	NA / 6,71
РГС-2	5000	10,50	7	NA / 10,78
Черкизово-Збо	3000	8,25	3	8,42

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 ноября	Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды
22 ноября	Уплата НДС

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
15 ноя 10	РВК Финанс-3	3000	TBD	5 / 3
16 ноя 10	ПищевИнгредиент-1	1300	TBD	3
16 ноя 10	МТС-7	10000	TBD	7
16 ноя 10	МТС-8	15000	TBD	10 / 5
16 ноя 10	Русфинанс Банк-10	2000	TBD	5
17 ноя 10	Русфинанс Банк-11	2000	TBD	5

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
15 ноя 10	ВТБ Лизинг-1	4 923	9.8	7.1	10 май 12
19 ноя 10	Объед. Кондитеры-1	3 000	3		
19 ноя 10	РЖД-09	15 000	0.1		
22 ноя 10	ВнешПромБанк	1 500	14		
22 ноя 10	Газпромбанк-4	20 000	8.75		
22 ноя 10	ММК-16о	5 000	9.45		
25 ноя 10	САХО	2 000	15		
29 ноя 10	Газпромбанк-5	20 000	8.75		
30 ноя 10	Свободный Сокол-3	1 200	18		
2 дек 10	ТрансГазСервис	3 000	9.5		1 дек 11
2 дек 10	ЮгФинСервис	900	15.25		
8 дек 10	СатурнНПО-3	3 500	10		
9 дек 10	Зенит Банк-5	5 000	10.85		
10 дек 10	ВТБ Лизинг-7	5 000	9.7		
10 дек 10	Мастер-Банк-3	960	11		
13 дек 10	ПромНефтеСервис	3 000	9.5		12 дек 11
13 дек 10	Формат	1 000	17.5	17	13 июн 11

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

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
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

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46
Светлана Федоровых

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» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагает 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. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и 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, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному 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.