

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Статистика из США:** ситуация на рынке недвижимости ухудшилась, ВВП в ЗК пересмотрен вверх
- **Политический кризис в Ирландии** помешает ей получить кредит ЕС и МВФ?
- **S&P** понижает рейтинг Ирландии всего на 2 ступени
- **Белоруссия** планирует разместить **евробонды** на азиатских рынках
- «Бегство в качество» затронуло и **российские евробонды** ([стр. 2](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Вопреки притоку ликвидности **ставки** на **МБК** и по междилерскому **РЕПО** подросли
- Рынок был слабым; ситуация с **ОФЗ** разыгралась по привычному сценарию ([стр. 3](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Банк Москвы** заключил договор о сотрудничестве с Правительством Москвы; СМИ пишут о возможной продаже блокирующего или контрольного пакета акций банку ВТБ; неопределенность создает официально неподтвержденный статус опорного банка столицы
- **РусГидро** отчиталась по МСФО за 1П 2010 г; рублевый евробонд по-прежнему интересен
- **Евраз** высвобождает себе еще 2 года до крупных выплат по долгу: очередной довод в пользу покупки его облигаций
- **Альянс Ойл:** умеренно позитивная отчетность за ЗК 2010 не отменяет среднесрочных рисков; бонды не кажутся нам привлекательными
- **Акрон** публикует отчетность за 9М 2010 г. по МСФО; бонды по-прежнему выглядят перекупленными ([стр. 4-8](#))

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- Спред **NCSF 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
- 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 7-летних облигациях **ФСК** возможно сужение спреда к ОФЗ с 90 до 60-70 бп
- Покупать **VimpelCom 16** и **VimpelCom 18**. Их спреды к свопам на 15 и 50 бп шире, чем у **MTS 20**
- Покупать рублевые облигации **Алроса**, **СУЭК** и **Evraz Group**
- Рублевый евробонд **РусГидро** имеет завышенную доходность, относимся к нему как к полноценной blue chip

СЕГОДНЯ

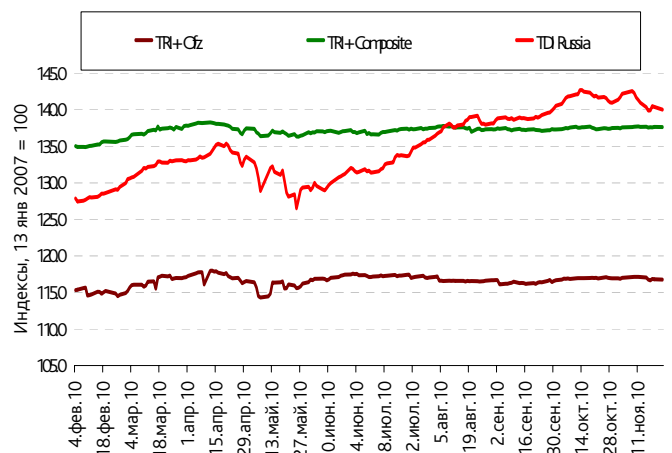
- Статистика США: продажи товаров длительного пользования, личные доходы и расходы, потребительские настроения, первичные обращения по безработице.
- Размещение: **ЕвроХим-3**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 232.00	14.00	27.00	44.00
EMBI+ spread	↑ 260.17	8.23	14.65	-13.59
Russia 30 Price	↓ 117.51	- 5/8	-3	+4 5/8
Russia 30 Spread	↑ 177.10	+9.00	+23.80	+22.90
Russia 5Y CDS	↑ 153.86	+9.88	+10.88	-28.96
UST 10y Yield	↓ 2.802	-0.00	+0.17	-1.04
BUND 10y Yield	↓ 2.6	-0.05	+0.10	-0.79
UST 10y/2y Yield	↓ 233.7	-1	+8	-36
Mexico 33 Spread	↑ 261	+1	+24	+22
Brazil 40 Spread	↑ 93	+10	-5	-61
Turkey 34 Spread	↑ 257	+5	-14	-25
ОФЗ 26199	↑ 5.94	+0.11	+0.37	-1.86
Москва 50	↓ 5.60	-0.02	-0.05	-2.99
Мособласть 8	↓ 7.84	-0.01	-0.05	-2.95
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	+3.66
МТС 3	↑ 8.59	+1.33	+1.31	+0.63
Руб / \$	↑ 31.264	+0.315	+1.038	+1.079
\$ / EUR	↓ 1.337	-0.031	-0.049	-0.095
Руб / EUR	↑ 42.404	0.047	-0.094	-1.057
NDF 1 год	↑ 4.460	+0.110	+0.430	-1.630
RUR Overnight	↓ 2.00	-1.3	-0.3	+1.5
Корсчета	↑ 533.2	+39.00	+55.00	-300.90
Депозиты в ЦБ	↓ 346.1	-76.80	+22.60	-94.20
Сальдо опер. ЦБ	↓ 109.80	-13.60	-25.70	+178.70
RTS Index	↓ 1571.66	-1.87%	-2.61%	+8.79%
Dow Jones Index	↓ 11036.37	-1.27%	-1.19%	+5.83%
Nasdaq	↓ 2494.95	-1.46%	-0.09%	+9.95%
Золото	↑ 1374.90	+0.95%	+2.67%	+25.30%
Нефть Urals	↓ 81.19	-1.11%	+0.35%	+6.05%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↓ 244.03	-0.05	0.64	27.53
TRIP Composite	↓ 236.23	-0.02	0.33	7.16
TRIP OFZ	↓ 185.48	-0.07	-0.52	7.76
TDI Russia	↓ 219.41	-0.91	-2.49	21.50
TDI Ukraine	↓ 216.45	-0.65	0.33	44.72
TDI Kazakhs	↓ 177.99	-1.11	-3.70	29.77
TDI Banks	↓ 217.18	-0.64	-1.22	17.96
TDI Corp	↓ 229.26	-1.11	-1.95	26.01

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Статистика из США: ситуация на рынке недвижимости ухудшилась, ВВП в 3К пересмотрен вверх

Вчера в США были опубликованы 2 важных макроэкономических отчета:

Вторая оценка роста ВВП за 3К текущего года была пересмотрена с предварительных 2.4% до 2.5%. Что важно – это произошло благодаря более позитивным оценкам внутреннего потребления (+1.2 п.п. к предварительной оценке).

Отчет по продажам домов на вторичном рынке оказался негативным: падение продаж оказалось **большим**, чем того ожидали рынки (-2.2% против консенсус-прогноза в -1.1%).

Над рынками сейчас довлеет негатив, связанный с проблемами Ирландии и возникшим там политическим кризисом, поэтому макроэкономические данные из США, даже имеющие позитивный оттенок, не увеличивают интерес инвесторов к рискованным активам.

Политический кризис в Ирландии мешает ей получить кредит ЕС и МВФ?

В понедельник премьер-министр Ирландии Б. Коуэн сообщил, что планирует распустить кабинет министров и назначить досрочные выборы в парламент в начале следующего года.

Правительство, однако, до конца года хочет успеть принять бюджет на следующий год, в котором будет закреплено снижение дефицита бюджета на EUR6 млрд. в год. Принятие бюджета в этой редакции является главным условием получения страной финансовой помощи от ЕС и МВФ в размере EUR80-90 млрд.

Рынки опасаются, что дестабилизация политической обстановки в Ирландии может привести к срыву ранее достигнутых договоренностей о доступе Ирландии к экстренному фонду ЕС.

S&P понижает рейтинг Ирландии всего на 2 ступени

Вчера рейтинговое агентство понизило суверенный рейтинг Ирландии с уровня AA- до A. Эксперты S&P мотивируют понижение планами правительства взять кредиты у МВФ и ЕС.

Понижение всего на 2 ступени стало, скорее, позитивной новостью для рынков, так как по формальным признакам ожидалось, что рейтинг будет понижен заметнее.

Белоруссия планирует разместить евробонды на азиатских рынках

Вчера появились сведения о том, что Белоруссия готова разместить еврооблигации объемом не менее USD500 млн. на азиатских рынках. Об этом вчера сообщил глава Национального банка страны П. Прокопович.

По его словам, новые евробонды будут 7-летними, а процентная ставка останется на уровне обращающихся еврооблигаций.

«Бегство в качество» затронуло и российские евробонды

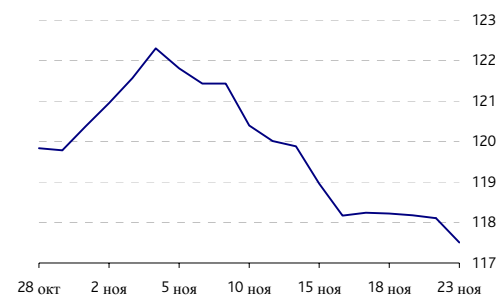
Напряженный внешний фон, связанный с опасениями вокруг долгов Европы, а также военным конфликтом на Корейском полуострове, заставили инвесторов предъявить больший спрос на безрисковые активы и отказаться от покупок в бумагах EM.

Корпоративный сегмент российских еврооблигаций вчера торговался в красной зоне, снижение цен в наиболее ликвидных бумагах превысило 60 бп.

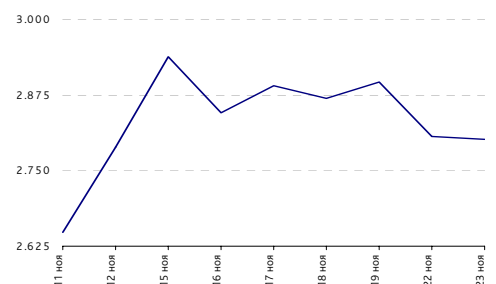
Суверенные евробонды вчера также дешевели, **Russia 30** завершила торги около отметки 117.5% от номинала, ее спред к **UST 10** расширился до 185-188 бп.

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

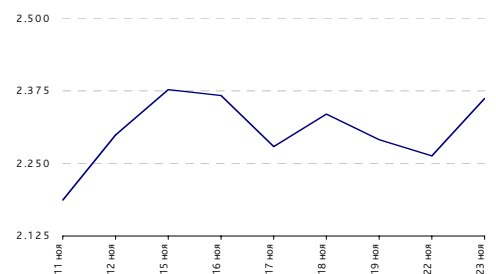
Russia 30 (Price)



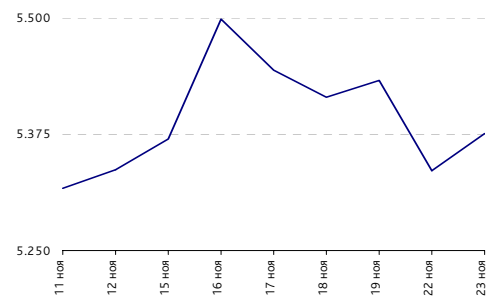
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Вопреки притоку ликвидности ставки на МБК и по междилерскому РЕПО подросли

Чистого притока ликвидности в размере RUB23 млрд. (до RUB1.54 трлн.) из-за увеличения корсчетов (на RUB17.1 млрд. до RUB550.3 млрд.) и депозитов (на RUB5.9 млрд. до 352.0 млрд.) рынок как будто и не заметил. В сегменте однодневных межбанковских кредитов ставки днем поднялись до 3.5-3.75%, где и находились на протяжении всех торгов, опустившись до 2.25-2.5% лишь к закрытию. В то же время стоимость 1-дневного междилерского РЕПО под залог ОФЗ и облигаций первого эшелона в течение торговой сессии подскочила до 4.25-4.5%. Напомним, что сегодня напряжение на денежном рынке может сохраниться из-за стечения нескольких обстоятельств – возврата банками Минфину с депозитов RUB57 млрд., аукционов ОФЗ (RUB35.5 млрд.) и предварительных платежей по НДС и акцизам (RUB160-170 млрд., до 25 ноября).

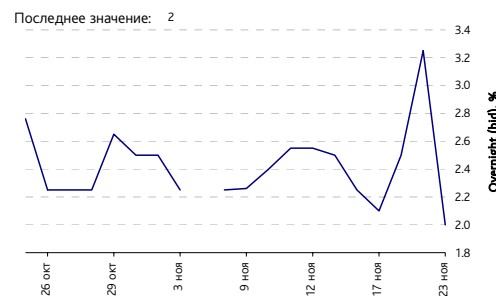
На валютном рынке во вторник доминировали продажи валюты. Открывшись на уровне RUB36.32, т.е. на 14 копеек выше предыдущего, закрытия, цена бивалютной корзины подавляющую часть дня снижалась, подойдя к отметке RUB36.21 по окончании торгов. Сегодня рубль может немного укрепиться.

Рынок был слабым; ситуация с ОФЗ разыгралась по привычному сценарию

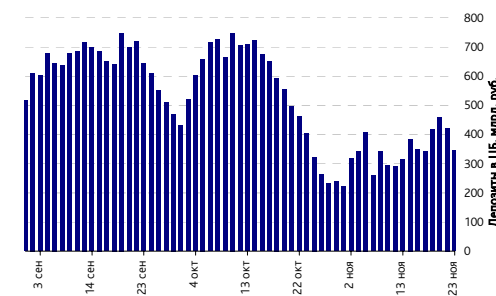
Рублевый рынок вчера был под давлением. После объявления в первой половине дня ориентиров доходности по размещаемым сегодня ОФЗ на вторичном рынке ставки сразу же подтянулись к верхним границам указанных диапазонов (**ОФЗ 25073** – 5.95-6.05%, **ОФЗ 25075** – 7.17-7.27%). Таким образом, можно констатировать, скорее, не то, что Минфин предоставляет премии на аукционах, а то, что он «рисует» уровни доходностей для кривых ОФЗ на вторичном рынке.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru ☎ 647-23-60
Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru ☎ 789-35-94

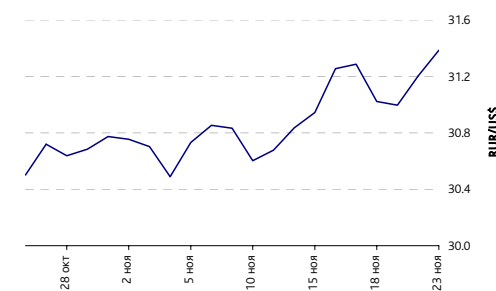
Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ



Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Банк Москвы (Ваа1/NR/BBB-) заключил договор о сотрудничестве с Правительством Москвы; СМИ пишут о возможной продаже блокирующего или контрольного пакета акций банку ВТБ; неопределенность создает официально неподтвержденный статус опорного банка столицы

По данным, Reuters, Интерфакс, вчера Правительство Москвы и глава Банка Москвы г-н Бородин заявили, что не планируют сокращать свои доли в акционерном капитале Банка Москвы. Кроме того, был перезаключен договор на 5 лет о сотрудничестве Банка Москвы с новым правительством города.

Вместе с тем, вчера вице-мэр Москвы Юрий Росляк публично заявил, что столичное правительство пока не определилось с судьбой своего опорного банка – Банка Москвы (информация Интерфакса).

Коммерсант пишет о том, что готовится внеочередное собрание акционеров Банка Москвы, на которое выносятся вопросы о смене нынешнего состава совета директоров банка. Персональный состав нового совета пока не определен, но в него могут войти представители ВТБ, в частности, первый зампред правления банка Михаил Кузовлев, который, как ожидается, его и возглавит.

КОММЕНТАРИЙ

Новостной фон вокруг банка мы расцениваем умеренно негативно. С одной стороны, заявления Правительства Москвы о намерениях сохранить свою долю акций банка звучат комфортно. Плюс к этому, подписан рамочный 5-летний договор о сотрудничестве. Однако договор о сотрудничестве мы склонны рассматривать в большей степени как формальный момент. Насколько мы понимаем, у Правительства Москвы такие договоры подписаны с целым рядом банком, поэтому для Банка Москвы эта опция не является эксклюзивной.

С другой стороны, официально признается, что стратегия развития банка в рамках нового столичного руководства четко не определена. Это факт еще больше подкрепляют заявления источников Ведомостей и Коммерсанта о том, что определенный пакет акций уже предложено купить ВТБ. Очевидно, что в случае установления эффективного контроля над банком со стороны ВТБ или же просто приобретения блокпакета акций кредитоспособность Банка Москвы пострадать не должна. Другое дело, что пока официальных заявлений на этот счет сделано не будет, неопределенность продолжит нервировать рынок еврооблигаций.

Заметим, что в отличие от рублевого рынка рынок еврооблигаций быстро и оперативно отыгрывает в стоимости бумаг новости или же неопределенность стратегического характера даже по эмитентам высокого калибра, коим является Банк Москвы.

На фоне новой информации мы можем ожидать дополнительной турбулентности в еврообондах Банка Москвы, особенно на фоне слабого рынка. Напомним, что по мере поступления новостей об отставке мэра спред еврооблигаций Банка Москвы расширился к бумагам других эмитентов. В частности, исторический уровень премии к кривой ВТБ увеличился с исторического значения в 40-60 бп до 120-130 бп.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 786-23-48

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

РусГидро (Ва1/BB+/BB+) отчиталась по МСФО за 1П 2010 г; рублевый евробонд по-прежнему интересен

Накануне компания «РусГидро» опубликовала отчетность по МСФО за 1П 2010 и провела телеконференцию с инвесторами и аналитиками.

КОММЕНТАРИЙ

Основным событием отчетного полугодия для РусГидро стала покупка ряда энергосбытовых компаний у ОАО «РАО Энергетические системы Востока» и ОАО «Ленэнерго», результаты которых были включены в отчетность по методу учета



предшественника, что несколько затрудняет оценку динамики консолидированных показателей.

Консолидированная выручка выросла на 21% и по итогам 1П 2010 г. достигла RUB205 млрд., на долю приобретенных сбытовых компаний приходится RUB143.5 млрд. или 70% выручки. EBITDA продемонстрировала рост лишь на 12%, достигнув RUB35 млрд. При этом RUB6.2 млрд., или 18% совокупной EBITDA приходится на сбыты. Совокупная рентабельность за 1П 2010 г. снизилась до 17% против 18% годом ранее, это связано с увеличившейся долей сбытов в выручке РусГидро, рентабельность которых значительно ниже, чем у генерирующего сегмента. Рентабельность по EBITDA генерирующего сегмента, напротив, выросла с 44% в конце 2009 г. до 47% по итогам 9М текущего года.

Позитивное влияние на рост операционных показателей оказали: увеличение доли электроэнергии, продаваемой по нерегулируемым тарифам, рост цен на свободном рынке электроэнергии, в особенности в Европейской части России, увеличение объема продаж за счет сбытового сегмента.

КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РУСГИДРО

МСФО, RUB млрд.	1П 09	2009	2009*	1П 10	1П 10*
Выручка	169		116	205	61
ЕБИТДА	31		51	35	29
Чистая прибыль	20		31	21	
Чистый операц. денежный поток	16		41	21	
Капвложения и М&А	11		32	29	
Свободный денежный поток	5.8		8.8	0.1	
Совокупный долг	23	24	22	24	
Краткосрочный долг	3.2	5.1	2.6	4.7	
Денежные средства и эквиваленты	39	52	48	28	
Активы	460	507	483	524	
Показатели					
EBITDA margin	18%		44%	17%	47%
EBITDA/проценты	20.1		21.0	35.6	
Долг/EBITDA**	0.4		0.4	0.3	
Чистый долг/EBITDA**	< 0		< 0	< 0	
Долг/Собственный капитал	0.1	0.1	0.1	0.1	

* Без учета показателей приобретенных компаний

** Аннуализированное значение EBITDA

Источники: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

Кредитный профиль РусГидро остается, на наш взгляд, одним из самых крепких в отрасли. Долговая нагрузка компании незначительна: размер денежных средств на счетах превышает объем совокупного долга, а показатель «Совокупный долг/EBITDA» составил по итогам 1П 2010 г всего 0.3х. Снижение на RUB20 млрд. денежных средств на счетах связано с затратами на приобретение сбытовых компаний (около RUB8 млрд.), института «Гидропроект» за RUB1.48 млрд. и реализацией инвестиционной программы.

Рублевый евробонд не продемонстрировал существенной динамики с момента размещения и сейчас торгуется чуть ниже номинала. Однако мы по-прежнему считаем его одной из самых лучших инвестиционных идей на рынке российских еврооблигаций и ожидаем снижения доходности как минимум до уровня 7.50-7.60% годовых (сейчас около 8.00%).

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

МЕТАЛЛУРГИЯ

Евраз (В1/В/В+) высвобождает себе еще 2 года до крупных выплат по долгу: очередной довод в пользу покупки его облигаций

На днях Evraz Group сообщила о подписании очередного синдицированного кредита. По его условиям компания получит USD950 млн. сроком на 5 лет под ставку, привязанную к LIBOR. Исходя из текущего уровня долговой нагрузки, ставка купона составит LIBOR+2.8%, хотя в будущем может измениться.

Как сообщает компания, средства от данной сделки, как и от размещения рублевых облигаций на RUB15 млрд. ранее в ноябре, пойдут на рефинансирование другого синдицированного кредита.

КОММЕНТАРИЙ

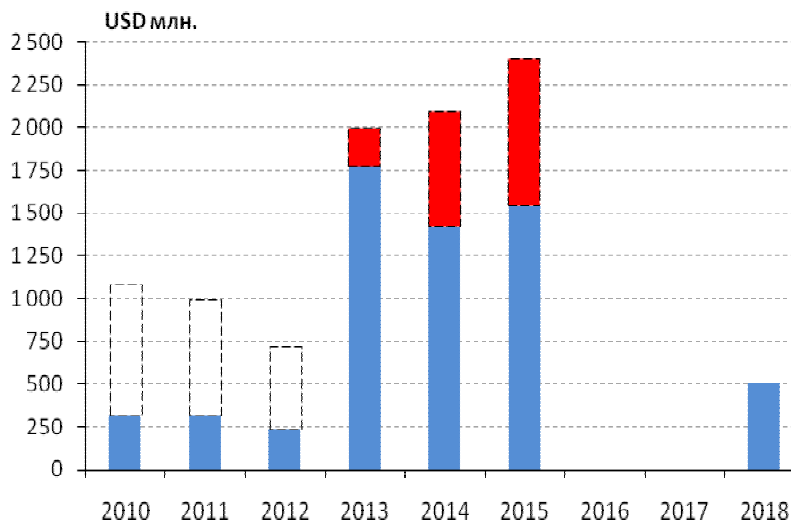
Мы с позитивом отмечаем работу, проведенную Евразом, по рефинансированию



своих долгов. Напомним, что в кризисных 2008-2009 годах практически все металлурги договаривались с банками о смягчении графиков выплат в обмен на более высокие ставки.

После объявления данной сделки кредитная позиция Евраз, на наш взгляд, мало подвержена риску рефинансирования. Как четко видно из диаграммы, в 2010-2012 годах выплаты по долгу становятся незначительными, особенно с учетом того, что на конец 1П 2010 у компании было около USD920 млн. невыбранных кредитных линий.

ДИАГРАММА. ИЗМЕНЕНИЕ ГРАФИКА ПОГАШЕНИЙ* ЕВРАЗА С 30.06.2010 ДО 23.11.2010



* Пунктирные незакрашенные области показывают рефинансированный долг; пунктирные закрашенные – тот объем долга, на который увеличились выплаты с конца 1П 2010
Источник: данные компании, оценки НБ «ТРАСТ»

Новость стала очередным свидетельством быстро восстанавливающегося кредитного качества Евраз, которому, на наш взгляд, должны соответствовать более низкие доходности по облигациям (по сравнению с другими эмитентами сектора с рейтингами категории «B1/B+»). В частности, мы бы хотели еще раз обратить внимание инвесторов на тот факт, что облигации **ЕвразХФ-1, 3** до сих пор предлагают 90 бп премии к «коротким» выпускам Алросы. Мы считаем, что в текущих условиях сжавшихся спредов кредитные метрики Евраз соответствуют спреду не более чем в 50 бп.

Для более длинных бумаг **Сибметинвест-1, 2** и **ЕвразХФ-2, 4**, на наш взгляд, справедливой является премия в 50 бп к облигациям Алросы, что означает, что в перспективе их доходность может снизиться на 50-70 бп.

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

НЕФТЬ И ГАЗ

Альянс Ойл (NR/B+/B): умеренно позитивная отчетность за 3К 2010 не отменяет среднесрочных рисков; бонды не кажутся нам привлекательными

Вчера нефтяная компания «Альянс Ойл» опубликовала операционные результаты, а также финансовую отчетность по МСФО за 3К и 9М 2010 года. Мы оцениваем их умеренно позитивно, однако считаем, что кредитный профиль компании сильно зависит от реализации крупных проектов, связанных с ВСТО-2, а также повышением экспортных пошлин на продукты нефтепереработки.

С точки зрения **операционной деятельности** результаты квартала позитивны, так как Альянс Ойлу удалось впервые за последние два года нарастить добычу (4.3 млн. баррелей или +13% относительно 2К 2010), чего удалось добиться за счет активного процесса разработки новых скважин в Тимано-Печорском регионе. Объемы переработки также выросли до 6.5 млн. тонн (против 6.0 млн. тонн во 2К 2010).

В то же время с глобальной точки зрения результаты менее позитивны. Так, менеджмент признал, что план на 2010 год по добыче в 18.3 млн. баррелей выполнить не удастся (за 9М 2010 добыто 11.9 млн. барр.). В будущем компания



планирует существенно нарастить объемы бизнеса в upstream (за счет ввода Колвинского месторождения добыча вырастет вдвое уже в 2012 году).

С финансовой точки зрения показатели также продолжили демонстрировать позитивную динамику. Наиболее примечательно, на наш взгляд, выглядит восстановление рентабельности до уровней 2009 года (22.3%).

Крупнейшим проектом компании, а также ее наибольшим риском является модернизация Хабаровского НПЗ. При этом нас смущает даже не столько рост долговой нагрузки за счет средств ВЭБа (USD770 млн.), так как они будут выделяться на долгосрочной основе (12.5 лет), сколько необходимость дополнительных трат, которые обуславливаются повышением конкуренции со стороны более крупных проектов, которые сейчас реализуются параллельно со строительством ВСТО-2. В частности, большие объемы поставок планируются Роснефтью в Китай.

Долговая нагрузка компании будет сдерживаться после 2010 года ковенантами по евробондам, которые ограничивают допустимый уровень «Долг/ЕБИТДА» значением в 3.5x.

На наш взгляд, премия в 200 бп к кривой Евразы на евробондах и 250 бп к выпускам нефтяных компаний первого эшелона – на рублевом рынке является оправданной в силу высоких средне- и долгосрочных рисков Альянса.

ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НК АЛЬЯНС

МСФО, USD млн.	2008	2009	1К 10	2К 10	3К 10	3К/2К 10
Выручка	2,722	1,726	501	532	581	9.3%
ЕБИТДА	585	390	101	90	130	44.9%
Чистая прибыль	46	345	45	34	85	150%
Чистый операционный денежный поток	301	323	(22)	5	66	1112%
Капвложения и приобретение ДЗО	477	206	157	105	147	41%
Свободный денежный поток	(240)	116	(179)	(96)	(81)	-15%
Совокупный долг в т.ч.	876	710	959	920	993	8.0%
<i>Краткосрочный долг</i>	633	345	283	232	110	-52%
Денежные средства и эквиваленты	335	392	455	307	270	-12%
Активы	2,391	2,727	3,068	2,983	3,184	6.7%
Показатели						
ЕБИТДА margin	21.5%	22.6%	20.1%	16.8%	22.3%	
ЕБИТДА/проценты* (x)	18.7	11.4	12.9	32.1	27.1	
Долг/ЕБИТДА (x)	1.5	1.8	2.5	2.3	2.4	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.9	0.8	1.3	1.6	1.8	
Долг/Собственный капитал (x)	0.8	0.4	0.6	0.6	0.6	

* Данные по процентным платежам согласно отчету о движении денежных средств

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

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

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Акрон (Fitch: B+) публикует отчетность за 9М 2010 г. по МСФО; бонды по-прежнему выглядят перекупленными

Вчера производитель удобрений Акрон опубликовал промежуточную отчетность по МСФО за 9М 2010.

КОММЕНТАРИЙ

Опубликованные результаты не стали для рынков сюрпризом. Операционные показатели Акрона демонстрируют умеренный рост, во многом повторяющий динамику цен на удобрения. В относительных величинах выручка компании по итогам 9М 2010 г. выросла на 14% относительно 9М 2009 года (до RUB32.4 млрд.). Позитивную динамику продемонстрировала и эффективность компании: рентабельность по ЕБИТДА достигла 20%. Сам показатель «ЕБИТДА» за квартал снизился на 17% и достиг по итогам 9М значения RUB6.4 млрд. (+27% год к году).

Хорошую динамику продемонстрировал операционный денежный поток, выросший за квартал в полтора раза (RUB5.3 млрд. по итогам 9М текущего года).

Ситуация с долгом, на наш взгляд, по-прежнему напряженная: размер чистого долга остается значительным – около RUB27 млрд., что превышает ЕБИТДА более,



чем в 3 раза. Однако в опубликованной отчетности компания отмечает, что после 30 сентября привлекла кредит в размере RUB1.2 млрд. и погасила кредиты на сумму, превышающую RUB2.3 млрд. Снижение совокупного долга – позитивная новость для держателей облигаций компании.

Акрон также отмечает, что в феврале-апреле 2011 г. будет проводить выкуп собственных акций в объеме не более 4% от уставного капитала, что может потребовать от компании дополнительных средств в размере около RUB1.9 млрд. Денежных средств на счетах компании достаточно для проведения выкупа, однако с долговой точки зрения эти планы практически полностью нивелируют эффект от погашения части долга в октябре-ноябре 2010 г.

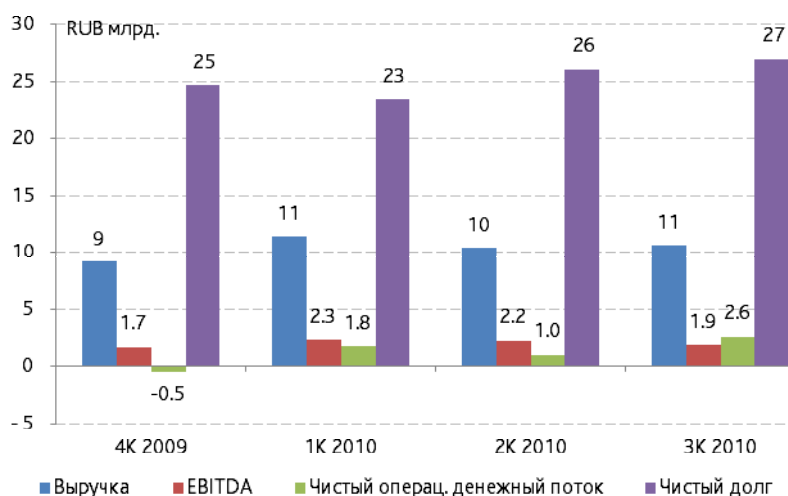
КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АКРОНА

МСФО, RUB млрд.	9М 09	2009	9М 09	9М 10/9М 09	ЗК 10/ЗК 10
Выручка	28.4	37.5	32.4	14%	2%
ЕБИТДА	5.1	6.8	6.4	27%	-17%
Чистая прибыль	5.8	7.3	4.0	-30%	99%
Чистый операц. денежный поток	3.4	2.9	5.3	60%	151%
Капвложения и М&А	2.3	3.7	3.6	53%	51%
Свободный денежный поток	1.0	-0.9	1.8	73%	
Совокупный долг	33	32	34	4%	17%
Краткосрочный долг	11.8	12.5	12.5	6%	35%
Денежные средства и эквиваленты	9.8	7.7	7.0	-29%	140%
Активы	82	85	90	9%	9%
Показатели					
ЕБИТДА margin	18%	18%	20%		
ЕБИТДА/проценты	34.0	18.5	17.0		
Долг/ЕБИТДА*	5.3	4.8	4.2		
Чистый долг/ЕБИТДА*	3.7	3.7	3.3		
Долг/Собственный капитал	0.8	0.8	0.8		

* Значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев
Источники: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

Напомним, что в начале месяца Акрон озвучил планы заимствований на ближайшие 5 лет. Сумма, эквивалентная USD2.2 млрд., будет потрачена на инвестиции в разработку калийных месторождений. Несмотря на то, что операционные показатели компании за последние полгода значительно улучшились, дальнейшее расширение инвестиционной программы потребует увеличения совокупного долга, а это может неблагоприятно сказаться на котировках облигаций Акрона.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ АКРОНА ЗА ПОСЛЕДНИЙ ГОД



Источник: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

Облигации компании на рублевом рынке, на наш взгляд, очень дороги, мы не ожидаем от них ни опережающей рынок динамики, ни роста «вместе с рынком».

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Черкизово-360	3000	8,25	3	8,42
РВК Финанс-3	3000	9,00	5 / 3	NA / 9,20
ЮниКредит Банк-4	10000	7,00	5 / 2	NA / 7,12
МТС-7	10000	8,70	7	8,89
МТС-8	15000	8,15	10 / 5	NA / 8,32
Русфинанс Банк-10	2000	7,90	5 / 3	NA / 8,06
Русфинанс Банк-11	2000	7,90	5 / 3	NA / 8,06
ТрансКредитБанк-160	5000	7,80	3	7,95
Главная дорога-3	8000	5,00	18	5,00
Новикомбанк-1	2000	9,00	3 / 2	NA / 9,20

Налоговые выплаты

Дата	Налог
25 ноября	НДПИ и акцизы

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
24 ноя 10	ЕвроХим МХК-3	5000	TBD	8 / 5
25 ноя 10	Инвестторгбанк-160	2000	TBD	3 / 2
25 ноя 10	Беларусь-1	7000	TBD	2
25 ноя 10	Удмуртия-34004	2000	TBD	5
25 ноя 10	СПетербург-25038	10000	TBD	5
26 ноя 10	РК Казначей-1	3000	TBD	5

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
25 ноя 10	САХО	2 000	15	10	21 май 12
29 ноя 10	Газпромбанк-5	20 000	8.75	6.85	22 ноя 12
30 ноя 10	Свободный Сокол-3	1 200	18	0.1	24 май 11
2 дек 10	ТрансГазСервис	3 000	9.5		1 дек 11
2 дек 10	ЮгФинСервис	900	15.25	9.1	22 май 12
3 дек 10	Трудовое	23	12		
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
15 дек 10	ГАЗ Финанс	5 000	18	18	8 фев 11
15 дек 10	МосКоммерцБанк-3	5 000	1		
16 дек 10	ОГКЗ	3 000	7.75		
16 дек 10	Разгуляй-0860	2 000	0	0	23 мар 11
16 дек 10	Разгуляй-1260	1 000	0	0	23 мар 11
17 дек 10	ХКФ Банк-6	5 000	12.2		
21 дек 10	Агроком	1 500	10		
21 дек 10	Строймонтаж	1 200	0.05		
22 дек 10	ПромСвязьБанк-6	5 000	10.25		
23 дек 10	ТатФондБанк-7	1 000	13.75		22 дек 11
23 дек 10	Транскредитбанк-2	3 000	15		
24 дек 10	ДиПОС	2 000	8		
24 дек 10	Минплита Финанс	500	20	20	22 апр 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 Федоровы

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.