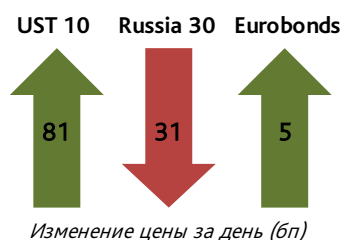


## Навигатор долгового рынка

Агентство Cbonds проводит ежегодное голосование Cbonds Awards 2011. Вы можете поддержать «Траст» в номинациях «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и «Лучшая макроаналитика». Голосование доступно по ссылке <http://www.cbonds.info/rus/vote/votes.php/params/id/85>

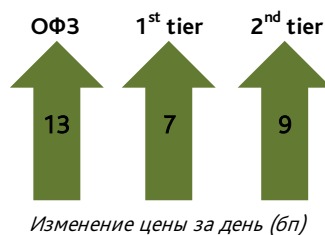
### Глобальные рынки и еврооблигации

- Оптимизм от прихода к власти в Греции и Италии «технократов» начал постепенно угасать; эксперты указывают на фундаментальную слабость Франции – CDS страны в итоге достиг нового рекорда
- Итоги торгов по еврооблигациям:** низкая активность и разнонаправленное движение котировок; **Russia 30** потерял 30 бп
- Открытие торгов по еврооблигациям:** рынки сомневаются в скором разрешении долговых проблем Европы; фондовые индексы снижаются, нефть стабильна; ждем открытия торгов в небольшом минусе
- Германия** намерена форсировать фискальный союз в Европе: **А. Меркель** говорит о самом сложном периоде для региона с момента окончания Второй мировой, а министр финансов намерен добиться внесения изменений в Лиссабонский договор до конца 2012, даже без отдельных стран ЕС



### Рублевые облигации и денежный рынок

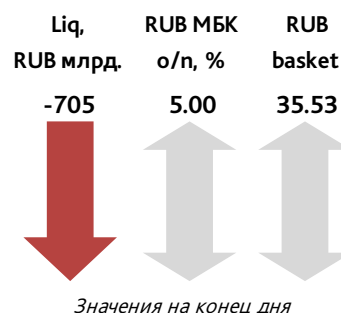
- Покупки в ликвидных **ОФЗ** вдоль всей кривой; активность за пределами сектора госбумаг в новых выпусках (**ФСК ЕЭС-15**, **Русский Стандарт БО-01**)
- ТКС Банк** установил интересный купон по выпуску **ТКС БО-2** на 2 года; данный выпуск, как и другие облигации банка, интересен для склонных к риску инвесторов
- Состояние с **ликвидностью** относительно пятницы не изменилось, ставки **money market** растут в преддверии оттоков в виде налоговых выплат
- ЕАБР** изменил параметры вторичного размещения бумаг 3-й серии: УТР 8.4–8.9% к оферте через 2 года, а книга будет открыта до 16 ноября 2011 г.; доходность ближе к верхней границе смотрится интересно, предлагая до 125 бп к кривой ОФЗ
- Банк Зенит** установил купон по новым облигациям серии БО-3 по нижней границе ориентиров в размере 8.75%, или УТР 8.94% к годовой оферте, что, на наш взгляд, не предполагает торгового интереса на вторичном рынке



### Кредитные комментарии

- VimpelCom Ltd.** опубликовал нейтральную отчетность по US GAAP за 9М 2011; долг несколько снизился, но рентабельность остается под давлением; к еврооблигациям относимся нейтрально
- Казаньоргсинтез** опубликовал негативную отчетность по РСБУ за 9М 2011; операционные показатели снижаются, а долг растет; риски еврооблигаций считаем недооцененными
- НКНХ** подтверждает свое высокое кредитное качество отчетностью по РСБУ за 9М 2011; долговая нагрузка остается невысокой; проблем с погашением еврооблигационного займа у компании не возникнет
- Fitch** понизило рейтинг **БТА Банка** до «ССС» с «В-»; самостоятельная кредитоспособность банка останется на слабом уровне без принятия кардинальных мер со стороны государства; еврооблигации считаем неинтересными
- Аэрофлот** подтвердил, что сроки передачи терминала D аэропорту Шереметьево затягиваются; встреча в **Минэкономразвития** по данной проблеме назначена на четверг; новость негативна для Аэрофлота, однако соответствующая информация уже была доступна рынку

### Индикаторы FX/MM



### Российская макроэкономика

- Темпы прироста **ВВП России** в 3К 2011 составили 4.8%; по итогам года ожидаем достижения «плановых» показателей **Минэкономразвития** в 4.2%

### Макроцифра

+4.8% – ВВП в 3К 2011

### Последние обзоры

- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.
- 1 ноября Совкомфлот: история с цикличным оттенком
- 27 октября Банковская система в сентябре: прибыль под давлением
- 26 октября Металлургические компании «второй лиги»: в условиях рыночной волатильности
- 19 октября Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур

### Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

## Глобальные рынки и еврооблигации

### Статистика и события

11:00	ВВП Германии за 3К (предварительные данные)
13:00	Итоги аукционов по 12- и 18-мес. госбумагам Испании
14:00	ВВП еврозоны за 3К (предварительные данные)
17:30	Розничные продажи в США за октябрь
17:30	Индекс деловой активности в производственном секторе от ФРБ Нью-Йорка
17:30	Выступление главы ФРБ Сент-Луиса Д. Балларда

### Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	281	+3
UST10	▼	2.04	-0.09
Russia 30–UST 10	▲	229	+14
EUR/USD	▼	1.3623	-0.9%
Oil (Brent)	▼	112.5	-1.7%
VIX	▲	31.13	+1.09

### Оптимизм от прихода к власти в Греции и Италии «технократов» начал постепенно угасать; эксперты указывают на фундаментальную слабость Франции – CDS страны в итоге достиг нового рекорда

Надежды рынков на улучшение ситуации с суверенными долгами еврозоны, наблюдавшиеся в конце прошлой недели, в понедельник начали постепенно угасать. Неблагоприятным известием для инвесторов стал фактический отказ одной из крупных греческих партий поддерживать какие-либо новые меры экономии, несмотря на требования внешних кредиторов. Результаты аукциона по итальянским 5-летним бумагам (доходность взлетела до рекордных 6.29% против 5.32% месяцем ранее) также несколько сбили оптимизм на рынках. Дополнительным фактором, способствовавшим возобновлению понижательного тренда на рынках, стали данные по промышленному производству в еврозоне, объемы которого в сентябре рухнули на 2.2%.

Долговые рынки Европы в понедельник вновь оказались под давлением. Доходности 10-летних госбумаг Италии и Испании повысились на 25 бп, а Франции – на 5 бп. Между тем на рынке CDS были установлены новые антирекорды: 5-летний контракт для Франции вырос на 15 бп до 214 бп, а для Испании – почти на 40 бп до 457 бп. В первом случае дополнительным фактором мог послужить отчет Брюссельского исследовательского института, поставивший Францию в экономическом рейтинге еврозоны (потенциал экономического роста, уровень занятости и потребления) лишь на 13 место из 17 возможных. Причем результаты Пятой республики при другом способе ранжирования – по экономическим реформам, особенно в части сокращения дефицита бюджета – оказались еще хуже: страна заняла лишь 15 место.

Мы полагаем, что в случае дальнейшего ухудшения ситуации, прежде всего в Италии, именно Франция может в краткосрочной перспективе стать центром внимания в Европе. Случайное несколько часовое снижение агентством S&P рейтинга Франции на прошлой неделе убеждает нас в мысли о том, что все «заготовки» уже сделаны и рейтинговым агентствам осталось лишь «нажать на курок».

### Итоги торгов по еврооблигациям: низкая активность и разнонаправленное движение котировок; Russia 30 потерял 30 бп

Пониженная активность, отмеченная накануне на глобальных рынках, была характерна и для российского рынка еврооблигаций. Дневной торговый оборот составил всего лишь USD19 млн. против среднегодового значения USD81 млн.

В корпоративном сегменте торговый оборот составил USD9 млн. Небольшое повышение (+35–40 бп) котировок было отмечено в отдельных выпусках Газпрома, однако стоимость долгосрочных евробондов газового монополиста снизилась 20–25 бп. Котировки на длинном конце кривой Вымпелкома снизились на 20–75 бп, причем на операции с данными бумагами пришлось около трети всего оборота в корпоративном секторе. Из банков активность сосредоточилась в долгосрочных выпусках ВТБ (+10 бп), а также бумагах **VEB-Leasing 16** и **AlfaBank 17N** (+5–10 бп).

Торговый оборот в суверенном сегменте составил USD7 млн., причем основная доля традиционно пришлась на индикативный выпуск **Russia 30**, стоимость которого по итогам торгов снизилась на 30 бп до 118.18% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** расширился почти на 10 бп до 219 бп.

### Открытие торгов по еврооблигациям: рынки сомневаются в скором разрешении долговых проблем Европы; фондовые индексы снижаются, нефть стабильна; ждем открытия торгов в небольшом минусе

Сомнения относительно способности «обновленных» правительств Греции и Италии существенно и в течение короткого времени улучшить ситуацию в экономиках обеих стран продолжают во вторник оказывать давление на рынки. Азиатские фондовые индексы находятся в красной зоне (**Nikkei 225** теряет порядка 0.8%), а фьючерс на

**S&P 500** снижается на 0.2%. Баррель Brent торгуется на уровне USD112.3, что в целом соответствует уровню закрытия основных торгов в России в минувшую пятницу. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с умеренного снижения котировок.

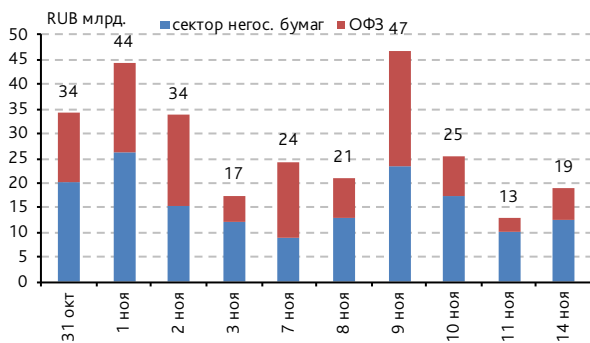
Новостной фон вторника определит статистика из Европы и, в меньшей степени, из США. Сегодня будут опубликованы предварительные данные по ВВП Германии и еврозоны за 3К 2011 г. (после вчерашних провальных сентябрьских данных по промпроизводству). Отдельной темой в Европе станет аукцион по гособлигациям Испании. Также во вторник будут представлены статистика по розничным продажам в США и индекс деловой активности от ФРБ Нью-Йорка. Рынки наверняка обратят внимание на выступления сразу четырех представителей американского монетарного регулятора, темами которых заявлены состояние экономики США, двойной мандат ФРС и проблемы спасения крупных банков.



**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Внутренний рынок и рублевые облигации

### Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

### Дюрация торгов

от 0 до 1 года	17.3%
от 1 до 1.5 лет	5.5%
от 1.5 до 2 лет	6.8%
от 2 до 3 лет	33.4%
от 3 до 5 лет	21.0%
> 5 лет	16.0%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.98%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.84%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.26%	6.5
Банки	8.08%	1.5
Корп 1 эшелон	7.84%	2.5
Корп 2 эшелон	8.66%	2.0

### Покупки в ликвидных ОФЗ вдоль всей кривой; активность за пределами сектора госбумаг в новых выпусках (ФСК ЕЭС-15, Русский Стандарт БО-01)

По итогам понедельника на рынке рублевого долга можно констатировать рост – котировки прибавили в среднем не более 10–15 бп. В ОФЗ активно торговалась вся кривая – доходность ликвидных выпусков снизилась на 4–10 бп. Наибольший оборот при незначительном числе сделок сложился в 10-летнем **ОФЗ 26205** (YTM 8.39%), подешевевшем на 40 бп.

Активность за пределами госбумаг присутствует в новых выпусках: **ФСК ЕЭС-15** (YTW 8.67%) вчера практически остался на месте (+10 бп по средневзвешенной цене). Вышедший на вторичные торги **Русский Стандарт БО-1** (YTW 11.16%, дюрация – 1 год) по итогам вчерашнего дня отторговался на уровне 100.11% от номинала.

### ТКС Банк установил интересный купон по выпуску ТКС БО-2 на 2 года; данный выпуск, как и другие облигации банка, интересен для склонных к риску инвесторов

Вчера ТКС банк установил ставку 3–6 купонов на уровне 16.5% по облигациям серии БО-2 на сумму RUB1.5 млрд. Учитывая, что последние сделки по бондам проходили по цене 100.15–100.25% от номинала, установленные параметры предполагают эффективный уровень доходности YTM 17.1–17.0% к погашению через 2 года.

На наш взгляд, предложенная доходность выглядит довольно интересно для склонных к риску инвесторов. Впрочем, другие наиболее ликвидные выпуски банка смотрятся интереснее, предлагая привлекательные уровни доходности на более коротком диапазоне. Так, **ТКС-2** и **ТКС БО-3** вчера торговались с YTM 14.5–15.4% и YTP 16.3–17.1% на диапазоне чуть менее 1–1.5 лет. Заметим, что в большинстве выпусков облигаций ТКС Банка сохраняется ликвидность даже в период ухудшения рыночной конъюнктуры, что делает бумаги интересными не только в качестве инструмента до погашения, но и как спекулятивного торгового актива.

Роман Дзугаев  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

Юлия Сафарбакова  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)



## Денежный рынок

### События денежного рынка

15 ноя	Аукцион Минфина по размещению средств бюджета (RUB80 млрд., 42 дня)
15 ноя	Уплата страховых взносов за октябрь (RUB180-185 млрд.)
16 ноя	Возврат Минфину RUB50.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
16 ноя	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB10 млрд.
21 ноя	Уплата 1/3 НДС за 3К 2011
23 ноя	Возврат Минфину RUB95.0 млрд. бюджетных средств с депозитов

### RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.40	4.75	5.75	4.75/5.25
2-й круг	5.25/5.75	4.75	6.00	5.00/5.50

### Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.40	5.35-5.50	4.75-5.25

### Состояние с ликвидностью относительно пятницы не изменилось, ставки money market растут в преддверии оттоков в виде налоговых выплат

В преддверии завершения расчетов по страховым взносам, которые должны оттянуть RUB180–185 млрд. ликвидности, банки активизировали привлечение денег у ЦБ: в рамках однодневного аукционного РЕПО с ЦБ в понедельник банки выбрали практически весь установленный лимит в RUB500 млрд., а спрос составил RUB495.7 млрд. (на RUB66.3 млрд. выше пятничного привлечения). Аукцион прямого РЕПО с регулятором по 3-месячным деньгам на сей раз куда больше заинтересовал участников рынка в сравнении с октябрьским: спрос был предъявлен на RUB41.4 млрд.

Накануне первого налогового платежа октября суммарные остатки на корсчетах и депозитах выросли до RUB1048.6 млрд. (+RUB62.8 млрд.), что сопоставимо с увеличением задолженности банков в рамках инструментов рефинансирования ЦБ (+RUB67.0 млрд.). Таким образом, изменение чистой ликвидной позиции относительно пятницы оказалось минимальным – сокращение до -RUB704.5 млрд. против -RUB700.3 млрд. днем ранее.

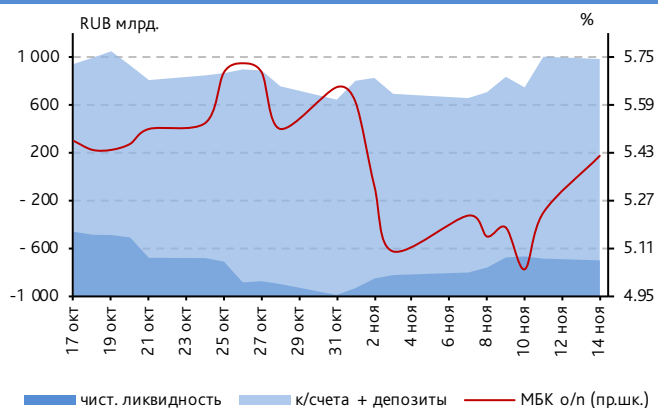
На money market повышение наблюдалось по всей группе ставок. На МБК сделки по привлечению денег в овернайт банками первого круга внутри дня шли в центральном диапазоне 5.35–5.50% против 4.75–5.0% в пятницу, снизившись на конец дня до 4.75-5.25%. На рынке междилерского РЕПО стоимость однодневного привлечения под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона подорожала на 10–15 бп: средняя ставка по сделкам за день составила 5.30–5.60%. Средневзвешенная ставка по валютным свопам «доллар-рубль» овернайт на валютном рынке ММВБ в понедельник прибавила свыше 30 бп относительно пятницы (5.50% по итогам дня).

Срок размещения средств на сегодняшнем аукционе Минфина (42 дня), как и на аукционе прошлой недели, предполагает их возврат в декабре, в данном случае в самом конце месяца. Таким образом, ждать рефинансирования Минфином декабрьских возвратов бюджетных средств за счет новых аукционов, как это происходит в ноябре, видимо, не приходится: как мы думаем, выбывающая с депозитов временно свободная ликвидность бюджета будет оплачиваться активизацией госрасходов.

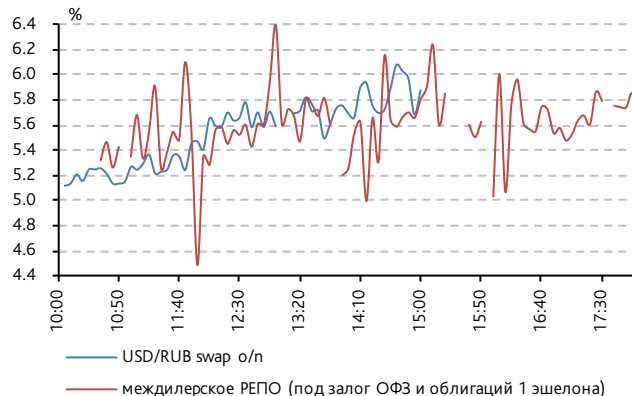


**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

### Ликвидность



### Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



**Кредитные комментарии**

**VimpelCom Ltd. опубликовал нейтральную отчетность по US GAAP за 9М 2011; долг несколько снизился, но рентабельность остается под давлением; к еврооблигациям относимся нейтрально**

Вчера один из крупнейших глобальных телекоммуникационных холдингов – VimpelCom Ltd. – опубликовал консолидированную отчетность по US GAAP за 3К 2011 г.

**КОММЕНТАРИЙ**

Опубликованные данные не принесли значительных сюрпризов как с точки зрения операционных, так и балансовых показателей. В квартальном выражении выручка увеличилась на 10% и достигла USD6.1 млрд., EBITDA выросла на 16% до USD2.5 млрд. Главными драйверами роста операционных показателей стали рынки России и СНГ: на них выручка увеличилась за квартал на 7% и 6% соответственно. Однако очевидными стали и проблемы российского направления бизнеса: EBITDA здесь продемонстрировала скромную динамику, что вылилось в снижение рентабельности по этому показателю до 40%.

Мы уже неоднократно отмечали, что операционные проблемы российского направления бизнеса остаются для VimpelCom Ltd. одной из наиболее серьезных задач, требующих быстрого решения. Топ-менеджмент компании уже по итогам 2К 2011 г. убеждал, что российский рынок является для компании приоритетным, и Вымпелком сконцентрируется на увеличении абонентской базы, а затем на монетизации прироста абонентской базы. В 3К очевидных успехов на этом фронте пока сложно отметить. Более позитивные результаты продемонстрировало итальянское направление, увеличившее рентабельность по EBITDA до 40.5% (с 38% во 2К 2011 г.).

Позитивную картину демонстрирует чистый операционный денежный поток компании – за квартал он увеличился более чем на 50%. Как следствие вырос и свободный денежный поток, позволивший VimpelCom Ltd. выплатить значительные дивиденды и частично погасить долг.

**ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ VIMPELCOM LTD.**

US GAAP, USD млрд.	9М 2010	2010	1П 11*	9М 11*	3К 11/2К 11
Выручка	7.7	10.5	8.3	14.4	10%
ЕБИТДА	3.7	4.9	3.4	5.9	16%
Чистая прибыль	1.2	1.7	0.8	1.0	-33%
Чистый операц. денежный поток	2.9	3.7	2.2	4.1	51%
Капвложения и М&А	0.8	1.4	2.3	3.2	-44%
Свободный денежный поток	2.2	2.2	0.9	1.8	161%
Совокупный долг, в т.ч.	6.5	5.7	27.4	26.0	-5%
краткосрочный долг	2.1	1.2	1.6	1.6	-2%
Денежные средства и эквиваленты	2.5	0.9	3.2	3.4	8%
Активы	21	20	59	56	-5%
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	48%	47%	41%	41%	
ЕБИТДА/проценты, (х)	9.2	9.1	5.6	5.3	
Долг/ЕБИТДА**, (х)	1.4	1.1	2.9	2.8	
Чистый долг/ЕБИТДА**, (х)	0.8	1.0	2.6	2.4	
Долг/Собственный капитал, (х)	0.6	0.5	1.5	1.5	

\* после консолидации Wind Telecom

\*\* значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев, для 1П и 9М 2011 – данные по pro-forma

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Ситуация с долгом VimpelCom Ltd. несколько улучшается: компании за квартал удалось снизить долг на USD1.4 млрд., что при росте операционных показателей вылилось в снижение долговой нагрузки. Показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 3К 2011 г. составил 2.4х.

В ходе телеконференции, проведенной по итогам публикации, менеджмент VimpelCom Ltd. сообщил, что текущее соглашение со структурами Н.Савириса о разделении рисков алжирского актива, истекающее 15 ноября, более не будет пролонгироваться. Для VimpelCom Ltd. это означает, что в случае негативного развития событий вокруг алжирского актива (недружественной национализации) все убытки понесет VimpelCom Ltd. На данный момент алжирское правительство продолжает настаивать на национализации, однако сроки и окончательная оценка Djezzu до сих пор неизвестны.

VimpelCom Ltd.	NR
<i>US GAAP, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	14.4
ЕБИТДА margin	41%
Долг/ЕБИТДА	2.8

Еврооблигации VimpelCom Ltd. можно считать одними из самых волатильных бумаг среди всех еврооблигаций российских эмитентов. Они преимущественно реагируют на общерыночные настроения, а не на корпоративные события. Мы нейтрально относимся к этим бумагам, и считаем спред длинных **VimpeCom 21** и **VimpelCom 22** к длинным евробондам МТС в размере более 170 бп оправданным.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**Казаньоргсинтез опубликовал негативную отчетность по РСБУ за 9М 2011; операционные показатели снижаются, а долг растет; риски еврооблигаций считаем недооцененными**

*Вчера один из крупнейших игроков российской нефтехимической отрасли – Казаньоргсинтез (КОС) – опубликовал ежеквартальный отчет эмитента, в котором раскрыл квартальную отчетность по российским стандартам за 9М 2011 г.*

**КОММЕНТАРИЙ**

Многие статьи отчетности по РСБУ у Казаньоргсинтеза, как и у НКНХ, совпадают с аналогичными статьями консолидированной отчетности по МСФО, поэтому публикуемые в ежеквартальных отчетах эмитента данные дают возможность оперативно отслеживать финансовое состояние эмитента.

Последний опубликованный отчет за 9М 2011 г. показал, что у КОСа на операционном уровне ситуация далеко не безоблачна: в годовом выражении выручка практически не изменилась, составив около RUB27 млрд., тогда как EBITDA снизилась на ощутимые 11% до RUB4.8 млрд. В квартальном выражении динамика основных операционных показателей выглядит еще более негативной: –8% по выручке и –37% по EBITDA. По заявлению представителей компании, наиболее негативное влияние на показатель рентабельности в 3К 2011 г. оказал рост себестоимости, в том числе расходы на основное сырье: этан (+10% по цене относительно 3К 2010 г.), этилен (+35%), пропан-бутан (+32%).

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КОСА

РСБУ, RUB млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	26.4	33.7	27.0	-8%	2%
ЕБИТДА	5.4	6.8	4.8	-37%	-11%
Чистая прибыль	1.5	1.1	0.02		-99%
Совокупный долг, в т.ч.	29.3	29.4	30.3	4%	3%
краткосрочный долг	0.0	0.6	0.7	18%	> 500%
Денежные средства и эквиваленты	1.3	0.9	0.6	99%	-57%
Активы	44	44	43	-1%	-2%
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	20%	20%	18%		
ЕБИТДА/проценты	2.7	2.5	2.6		
Долг/ЕБИТДА*	4.4	4.3	4.9		
Чистый долг/ЕБИТДА*	4.2	4.2	4.8		
Долг/Собственный капитал	3.3	3.5	3.7		

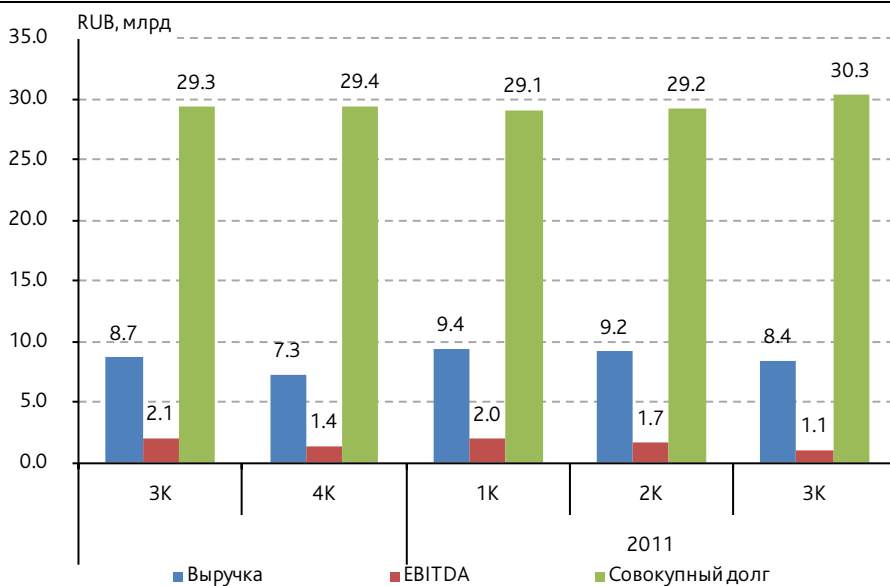
\* значение EBITDA за последние 12 месяцев  
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Общий уровень долга КОСа за 3К 2011 г. увеличился более чем на RUB1 млрд. до RUB30.3 млрд. Высокая долговая нагрузка – это один из основных источников беспокорства публичных кредиторов компании. Даже при условии не слишком агрессивного роста долга в абсолютном выражении небольшое снижение операционных показателей приводит к ощутимому росту долговой нагрузки. Так, по итогам 9М 2011 г. показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составил около 4.8х, что крайне много для компании циклической отрасли. Главный кредитор КОСа на данный момент – Сбербанк, на кредиты которого приходится около 85% от совокупного объема займов компании, обладает несравнимо более сильной переговорной позицией по сравнению с публичными кредиторами.

Некоторую финансовую устойчивость компании в среднесрочной перспективе гарантирует недавнее рефинансирование долгов группы ТАИФ и Сбербанка. Последний открыл КОСу новую кредитную линию на RUB28.8 млрд. Этот кредит подразумевает 2-летний льготный период, поэтому у нефтехимической компании есть запас времени для решения проблем на операционном и финансовом уровнях.

Казаньоргсинтез	Fitch: CCC
<i>РСБУ, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	27.0
ЕБИТДА margin	18%
Долг/ЕБИТДА	4.9

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КОСА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Мы расцениваем кредитные риски КОСа как исключительно высокие: компания единожды уже продемонстрировала не самое лояльное отношение к держателям еврооблигаций, предложив после большой задержки сравнительно жесткие условия реструктуризации. Сейчас евробонды КОСа имеют невысокую ликвидность и предлагают доходность около 9% при дюрации чуть более двух лет. Мы расцениваем данный уровень как явно несоответствующий высоким кредитным рискам КОСа и не рекомендуем эти бумаги к покупке.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**НКНХ подтверждает свое высокое кредитное качество отчетностью по РСБУ за 9М 2011; долговая нагрузка остается невысокой; проблем с погашением еврооблигационного займа у компании не возникнет**

Вчера крупнейший в России производитель синтетических каучуков и полистирола – Нижнекамскнефтехим – опубликовал отчетность по РСБУ за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Вместе с отчетностью по российским стандартам за 9М 2011 г. НКНХ раскрыл консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г. Из-за традиционно высокого уровня соответствия между отчетностями по МСФО и РСБУ компании более прикладной характер имеет РСБУ, так как дает финансовый срез всего 1.5-месячной давности.

НКНХ продолжает радовать инвесторов отличными операционными результатами как в квартальном, так и в годовом выражении. Выручка в 3К 2011 г. увеличилась на 7% относительно 2К и достигла RUB92 млрд. по итогам 9М 2011 г. (+33% год-к-году). Положительное влияние на выручку компании оказал рост цен на производимые продукты (изопреновые и бутадиеновые каучуки). Цены на нефть, основное сырье для НКНХ, выросли за этот период более чем на 35%, однако компании удалось удержать показатель рентабельности по EBITDA по итогам 9М 2011 г. на уровне 19%, а в 3К даже увеличить его до 22%.

Ситуация с долгом у НКНХ выглядит безопасной: объем денежных средств на счетах существенно превышает размер краткосрочного долга, поэтому даже в случае ухудшения ситуации на долговых рынках у компании не должно возникнуть трудностей с его погашением и комфортным рефинансированием. Долговая нагрузка НКНХ остается одной из самых низких среди российских химических компаний – около 0.3х по показателю «Чистый долг/EBITDA».

НКНХ	Ва3/NR/B+
<i>РСБУ, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	91.6
EBITDA margin	19%
Долг/EBITDA	0.6

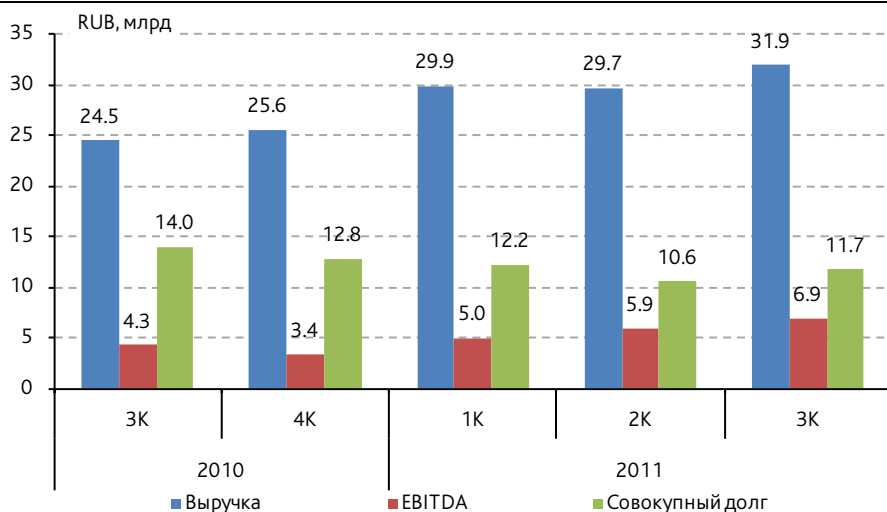
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НКНХ

РСБУ, RUB млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	68.8	94.4	91.6	7%	33%
ЕБИТДА	12.1	15.5	17.8	17%	47%
Чистая прибыль	6.3	7.2	11.1	14%	77%
Совокупный долг, в т.ч.	14.0	12.8	11.7	11%	-16%
краткосрочный долг	4.7	5.1	4.7	31%	17%
Денежные средства и эквиваленты	2.4	2.7	6.0	76%	154%
Краткосрочные фин. вложения	0.5	0.6	0.4	-61%	-23%
Активы	59	58	65	4%	11%
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	18%	16%	19%		
ЕБИТДА/проценты	15.0	14.8	30.3		
Долг/ЕБИТДА*	0.9	0.8	0.6		
Чистый долг/ЕБИТДА*	0.7	0.6	0.3		
Долг/Собственный капитал	0.4	0.4	0.3		

\* значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев  
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Из публичного долга НКНХ на рынке остается только часть реструктуризационного выпуска еврооблигаций с погашением в 2012 г. В октябре компания успешно выплатила очередную купон по нему и около 33.8% от номинала выпуска, т.е. в обращении остаются бумаги совокупным объемом чуть более USD34 млн. Мы не сомневаемся, что НКНХ успешно расплатится по оставшейся части еврооблигационного займа, ликвидные средства в размере около RUB6 млрд. и стабильно положительный свободный денежный поток являются дополнительным тому подтверждением. Вчера небольшие объемы выпуска **НКНХ 12** можно было купить по цене около 104% от номинала, что транслируется в доходность к погашению в районе 2.5%. Мы нейтрально относимся к бумагам НКНХ и рассматриваем их в качестве надежного защитного актива до погашения с минимальными рыночными рисками.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НКНХ



Источник: данные компании, НБ «Траст»



**Дмитрий Турмышев**  
 +7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**Fitch понизило рейтинг БТА Банка до «ССС» с «В-»; самостоятельная кредитоспособность банка останется на слабом уровне без принятия кардинальных мер со стороны государства; еврооблигации считаем неинтересными**

*Вчера Fitch понизило рейтинг БТА Банка с «В-» до «ССС» из-за резкого ухудшения финансовых показателей банка. Агентство также опасается, что принятие мер со стороны регулятора по восстановлению деятельности банка может быть менее благоприятным для его кредиторов.*

**КОММЕНТАРИЙ**

Действие Fitch в отношении БТА Банка, на наш взгляд, вполне ожидаемо, учитывая его слабый уровень самостоятельной кредитоспособности. Напомним, что в 1П 2011 г. банк начислил существенный объем убытка, который увеличил дефицит капитала по МСФО (см. «Навигатор долгового рынка» от 24.10.2011). При этом S&P изменило прогноз по рейтингу «В-» БТА Банка на «негативный» в преддверии отзыва рейтинга. Напомним, что Moody's сохраняет «развивающийся» прогноз по рейтингу банка.

Мы разделяем опасения рейтингового агентства Fitch относительно неопределенности позиции регулятора в принятии мер по восстановлению деятельности банка. Учитывая намерения фонда Самрук-Казына вернуть в полном объеме инвестиции в проблемные банки, не исключено, что банк может пройти повторную реструктуризацию с менее благоприятными последствиями для кредиторов, тем более что прецедент выдвижения крайне жестких условий держателям внешнего долга уже имел место.

Вдобавок отметим, что предоставленная финансовая помощь обходится БТА Банку крайне дорого, принимая во внимание практически вдвое меньшие процентные поступления от инвестиций в государственные облигации. Заметим, что ранее регулятор озвучивал намерения поддерживать кредитоспособность банка, и мы не исключаем, что при пересмотре пакета мер «поддержки» государство примет во внимание влияние репутационных рисков.

Мы нейтрально смотрим на еврооблигации БТА Банка до принятия мер по поддержке банка в связи с его высокими кредитными рисками.



**Юлия Сафарбакова**  
 +7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

БТА Банк		ВЗ/WR/ССС
<i>КФН, 9М 2011</i>		
Кредиты, KZT трлн.		2.3
NPLs (+90 дней)		61.1%
K1-1		11.5%

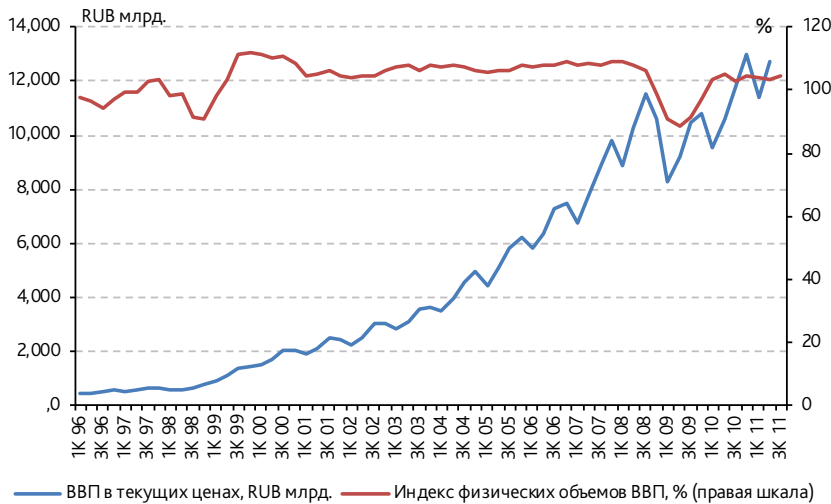
**Российская макроэкономика**

**Темпы прироста ВВП России в ЗК 2011 составили 4.8%; по итогам года ожидаем достижения «плановых» показателей Минэкономразвития в 4.2%**

14 ноября Росстат опубликовал предварительные данные о темпах роста выпуска в ЗК текущего года (см. диаграмму). Индекс физического объема ВВП составил в ЗК 2011 г. 104.8% по сравнению с ЗК 2010 г.

Данный показатель не должен вводить в заблуждение относительно перспектив экономики: прирост в 4.8% был обеспечен за счет эффекта «низкого старта» 2009–2010 гг., которые характеризовались сокращением промышленного и сельскохозяйственного производства. События прошлых периодов (финансовый кризис, засуха, масштабные лесные пожары) сохранили свое влияние в среднесрочной перспективе.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ПОКАЗАТЕЛЕЙ ВВП



Источник: Росстат

Статистика по инфляции и промышленному производству за август–октябрь 2011 г. свидетельствует о синдромах стагнации реального сектора экономики: наибольшее сокращение отмечается в добывающих отраслях при относительном сохранении физических объемов экспорта.

В стоимостном выражении ВВП оценивается нами в RUB10.4 трлн. (в ценах 2008 г.), что меньше выпуска «предкризисного» ЗК 2008 г. примерно на RUB70 млрд. Несмотря на то, что по итогам 2011 г. будет достигнута «плановая» отметка Минэкономразвития (104.2%), объективные макроэкономические тенденции не позволяют говорить о выходе российской экономики на траекторию сбалансированного роста.



**Иван Синельников**  
 +7 495 789-36-09  
[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
11 ноя	РусСтандарт-16о	5.0	11.00%	1*	11.29%
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.50%	1*	7.64%
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	8.22%	3	8.04%
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4	9.20%
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.33%	3*	8.50%
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.5	3.00%	0*	3.00%
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.75%	2*	8.94%
3 ноя	ОТП Банк-36о	4.0	10.50%	1*	10.75%
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	8.80%	3*	8.99%
31 окт	РТК-1	0.3	9.00%	2	8.63%
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*	8.94%
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	8.50%	5	8.68%
21 окт	СЗКК-4	5.0	11.15%	20	11.46%
21 окт	СЗКК-3	5.0	11.15%	20	11.46%
18 окт	Номос-Банк-26о	5.0	8.00%	2*	8.16%
18 окт	ОТКРЫТИЕ ФК-1	5.0	9.00%	3	9.20%
7 окт	Платежные системы-1	0.4	8.25%	20	8.07%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
15 ноя	НЛМК-76о	10.0	8.95%	3
15 ноя	Банк Зенит-36о	3.0	8.75%	1*
16 ноя	Росбанк-36о	10.0	8.47-8.95%	1.5*
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5
17 ноя	Росбанк-56о	5.0	8.47-8.95%	3
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	н.д.	3
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	н.д.	5

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
16 ноя	ВнешПромБанк-1	1.5	9.00%	10.50%	1
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	0.00%	2
24 ноя	МОЭК	6.0	6.35%	6.35%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	0.10%	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	н.д.	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-26о	1.5	16.50%	н.д.	2
30 ноя	ВнешПромБанк-16о	3.0	9.30%	н.д.	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	н.д.	5
7 дек	СКБ-Банк-46о	2.0	9.80%	н.д.	2
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	н.д.	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	н.д.	2
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	н.д.	7
8 дек	Формат	1.0	17.00%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
17 ноя	ПарнасМ-2	1.0
17 ноя	РосТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0
30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7
30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0
9 дек	ОГКЗ	3.0
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгуляй-096о	2.0
18 дек	Москва-50	15.0
21 дек	Золото Селигдара-2	0.5
22 дек	Томск-2	0.2
22 дек	ХМАО-6	2.0
25 дек	Иркутская Обл-317	0.3

\* срок до ближайшей оферты, лет

## Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175
16 ноя	MDM 11E	EUR	300
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250
14 янв	UMS 12	USD	1500
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000

## Дирекция анализа долговых рынков

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

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

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

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель управления торговли

**Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

**Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

## Руководитель управления продаж

**Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

## Управление продаж

**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

## Кредитный анализ

**Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@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 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. 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 Правилах 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 Дирекции анализа экономики и финансовых 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 ценному 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.