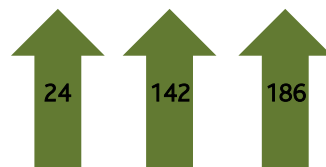


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

- Резкий рост спроса на риск – вновь на ожиданиях; **МВФ**, несмотря на опровержения, все же, вероятно, готовит план спасения **Италии**; итоги аукционов по госбумагам **Франции, Италии и Бельгии** можно считать относительно успешными
- Оснований для перехода рынков в режим «all-clear» по-прежнему нет; **Германии** и **Франции** до **саммита ЕС** 9 декабря необходимо найти единомышленников по идее «союза стабильности»
- Итоги торгов по еврооблигациям:** резкий рост котировок, преимущественно в длинных бумагах **Газпрома** и **Вымпелкома**; не ждем столь же стремительного роста сегодня, войти в длинные бумаги по-прежнему опасно из-за низкой активности
- Открытие торгов по еврооблигациям:** спрос на риск сохраняется, но неустойчив в преддверии аукционов по госбумагам **Италии**; в фокусе – встреча **Еврогруппы** и выступления представителей **ФРС**
- Fitch** пересмотрело прогноз по рейтингу **США** на «негативный», подтвердив его на уровне «AAA»; агентство сообщило, что недостижение соглашения о сокращении дефицита бюджета к 2013 приведет к снижению рейтинга
- Решение **ЕврАзЭС: Беларусь** (B3/B-/NR) в декабре получит второй транш кредита на сумму USD440 млн.; евробонды республики выросли накануне на 1.1–1.3 п.п., в том числе благодаря общему росту спроса на риск; ждем умеренного роста сегодня

UST 10 Russia 30 Eurobonds

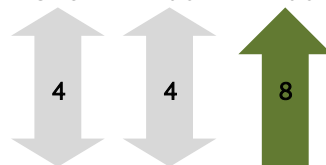


Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Зародившийся аппетит к риску обусловил **спекулятивные покупки на дальнем конце суверенной кривой**; обороты в корпоративном секторе восстанавливаются – активность в недавно размещенных выпусках и рост оборотов в «старых»
- Альфа-Банк** планирует разместить RUB5 млрд. облигаций с 1.5-годовой офертой; доходность ближе к верхней границе ориентиров смотрится интересно
- Ликвидная позиция банков** приблизилась к –RUB1 трлн.; спрос на фондирование через РЕПО с **ЦБ** превысил дневной лимит регулятора; на money market рост ставок затронул в первую очередь сегмент междилерского РЕПО

ОФЗ 1st tier 2nd tier



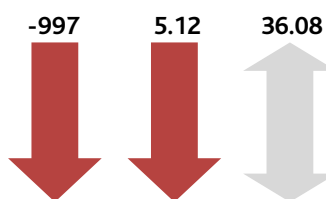
Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- Казахстан Темир Жолы:** долговая нагрузка увеличивается, несмотря на рост операционных показателей; поддержка государства остается неизменной; еврооблигации компании неинтересны
- Жаикмунай:** операционные результаты компании демонстрируют впечатляющий рост; долговая нагрузка снижается, однако по-прежнему остается очень высокой; не исключаем опережающего роста стоимости облигаций в будущем
- Ситроникс** рефинансировал часть краткосрочного долга; помощь госбанков остается главным источником кредитных средств; к облигациям относимся нейтрально
- Fitch** изменило прогноз по рейтингам **АФК «Система»** и **МТС** с «позитивного» на «стабильный»; вероятность получения МТС рейтинга инвестиционной категории резко снизилась, не ожидаем уменьшения дисконта **MTS 20** к **VimpelCom 21**
- Укрсиббанк** планирует увеличить капитал за счет вливания средств со стороны акционеров; одновременно, по данным **Bloomberg**, банк намерен продать розничный бизнес; нейтрально для евробондов, которые гасятся в декабре 2011

Индикаторы FX/MM

Liq, RUB млрд. RUB МБК o/n, % RUB basket



Значения на конец дня

Российская макроэкономика

- Сальдированный финансовый результат коммерческих организаций по итогам 9М 2011 оказался на RUB0.9 трлн. выше показателя 2010; доля убыточных предприятий составила 31.9%

Макроцифра

31.9% – доля убыточных предприятий

Последние обзоры

28 ноября Новый Ломбардный список от ЦБ РФ: RUB230 млрд. возможностей

23 ноября Банковская система в октябре: триллион от ЦБ, триллион от Минфина

22 ноября Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта

17 ноября Uranium One: второй эшелон по цене первого

16 ноября Группа ГАЗ: противоречивая отчетность за 1П 2011 и планы по выпуску евробондов

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

14:00	Итоги аукционов по госбумагам Италии в объеме EUR8 млрд. (2014–2022 гг.)
14:30	Итоги аукционов по госбумагам Бельгии в объеме EUR1.4 млрд.
19:00	Индекс доверия потребителей к экономике США за ноябрь
20:00	Заседание Еврогруппы
20:30	Выступление замглавы Совета управляющих ФРС Дж. Йеллен
21:27	Выступление главы ФРБ Атланты Д. Локхарта

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	315	-11
UST10	◄►	1.99	-0.03
Russia 30–UST 10	▼	261	-20
EUR/USD	▲	1.3308	+0.6%
Oil (Brent)	▲	108.6	+0.9%
VIX	▼	32.13	-2.34

Резкий рост спроса на риск – вновь на ожиданиях; МВФ, несмотря на опровержения, все же, вероятно, готовит план спасения Италии; итоги аукционов по госбумагам Франции, Италии и Бельгии можно считать относительно успешными

На глобальные рынки, похоже, вернулся «еврооптимизм». Надежды на решительные действия европейских политиков по сдерживанию кризиса суверенных долгов резко повысили спрос на риск, что выразилось в росте европейских индексов на 4–5% и росте **S&P 500** почти на 3%. Отметим при этом, что столь резкая смена настроений происходила на фоне достаточно противоречивой входящей информации.

Так, МВФ категорически опроверг появившуюся на выходных информацию о ведущихся с Италией переговорах по поводу возможной кредитной поддержки на сумму до EUR600 млрд. Глава Фонда К. Лагард подчеркнула, что ни Италия, ни Испания не обращались к МВФ с подобной просьбой. Примечательно, что вчера высокопоставленный чиновник Фонда признал, что в случае с Ирландией МВФ начал подготавливать программу помощи за семь месяцев до того, как страна вынужденно обратилась за bailout. В этом свете мы полагаем, что надежды рынков на подготовку плана спасения Италии могут быть вовсе не беспочвенны.

Умеренную поддержку рынкам оказали также итоги прошедших накануне аукционов по госбумагам Франции, Италии и Бельгии. Несмотря на существенно повышенные уровни доходности (в случае с Бельгией – рост на 1.3 п.п. по сравнению с предыдущим аукционом), они все же оказались ниже вторичного рынка. Кроме того, спрос со стороны инвесторов был достаточно сильным. На вторичном рынке доходности 10-летних бумаг Франции снизились в понедельник на 8 бп, Италии – на 3 бп, а Бельгии – почти на 30 бп.

Оснований для перехода рынков в режим «all-clear» по-прежнему нет; Германии и Франции до саммита ЕС 9 декабря необходимо найти единомышленников по идее «союза стабильности»

Резко повысившийся накануне аппетит инвесторов к риску, в нашем понимании, все же не позволяет говорить о переходе рынков в режим «all-clear». Предстоящие недели будут насыщены событиями и далеко не все из них обещают стать факторами поддержки рынков.

Так, во вторник Reuters со ссылкой на французскую La Tribune сообщило о том, что S&P может снизить прогноз по рейтингу Франции уже в течение ближайших 10 дней. После появления сообщений на ленте информагентства примерно в 04:45 МСК евро в течение получаса опустился в паре с долларом с 1.3315 до 1.3290. Однако затем продолжил плавное восхождение, восстановив утраченные позиции, и в настоящий момент торгуется на уровне 1.3352. Мы уже отмечали, что после «ложного» сообщения S&P от 10 ноября о снижении рейтинга Франции, данное событие является для нас скорее вопросом времени. Что, однако, не исключает потенциально сильного негативного эффекта для рынков даже в случае понижения лишь прогноза по рейтингу.

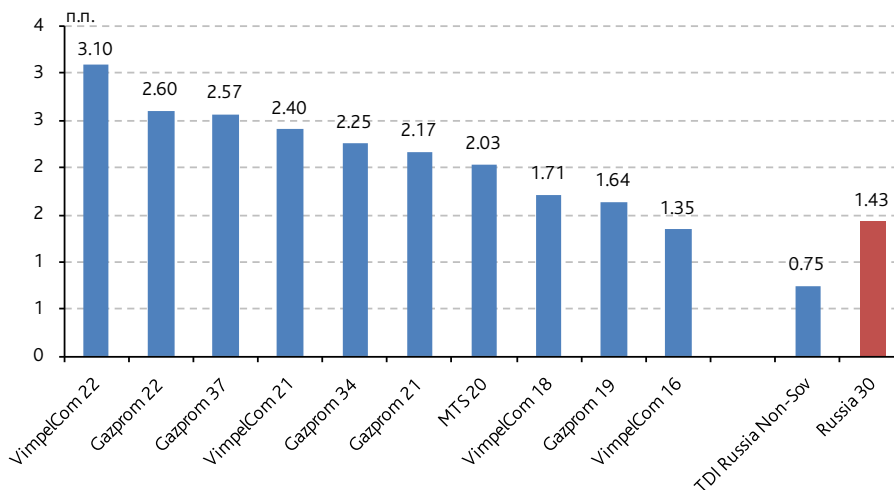
С рейтингом Франции мы также во многом связываем судьбу европейского «стабфонда», доля гарантий в котором Пятой республики достигает 1/5. Как ожидается, сегодня министры финансов еврозоны утвердят окончательные параметры EFSF, прежде всего, в части его «левериджа». Напомним, изначально предполагалось, что оставшиеся в фонде примерно EUR240 млрд. можно будет увеличить в 4–5 раз как за счет участия частного сектора, так и предоставления гарантий лишь по 20–30% от номинала новых выпусков проблемных стран. Тем не менее накануне глава фонда заявил, что в связи со сложившейся рыночной ситуацией цель по увеличению объема EFSF в 4–5 раз не представляется достижимой. Кроме того, несмотря на всю остроту ситуации в Европе, функционировать фонд начнет, вероятно, не ранее начала 2012 г.

Мы остаемся приверженными мнению, что наиболее важным событием в истории долгового кризиса в Европе, а значит и для глобальных рынков, станет саммит ЕС 9 декабря. Успех Германии и Франции по созданию коалиции вокруг своего плана по формированию «союза стабильности» может отчасти стабилизировать рынки.

Итоги торгов по еврооблигациям: резкий рост котировок, преимущественно в длинных бумагах Газпрома и Вымпелкома; не ждем столь же стремительного роста сегодня, входить в длинные бумаги по-прежнему опасно из-за низкой активности

Российские евробонды накануне отреагировали резким ростом котировок на зародившийся в очередной раз «еврооптимизм». Наиболее заметно подорожали длинные относительно более ликвидные еврооблигации таких эмитентов как Газпром и Вымпелком (см. диаграмму), также значительно выросли в цене выпуски Северстали и Альфа-Банка. Тем не менее объем торгов накануне был небольшим – около USD50 млн., что на USD30 млн. меньше среднегодового уровня. Отметим при этом практически нулевую активность в банковском секторе (оборот – USD0.5 млн.).

ДИАГРАММА. ТОП-10 РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ ПО ИТОГАМ ТОРГОВ 28.11.2011



Источник: НБ «Траст»

В нефтегазовом секторе безусловным лидером стали долгосрочные бумаги Газпрома, подорожавшие на 1.6–2.6 п.п. Небольшая активность наблюдалась также в евробондах Лукойла, прибавивших по итогам дня 0.7–0.9 п.п. Около трети оборота в корпоративном сегменте пришлось на выпуски Вымпелкома (USD4 млн.), котировки которых поднялись на несколько «фигур». Причем максимальный рост был отмечен в традиционно наиболее волатильном выпуске **VimpelCom 22** (+3.1 п.п.). Еврооблигации Северстали также значительно прибавили в цене – порядка 1–1.2 п.п. В банковском секторе активность целиком сосредоточилась в выпуске **AlfaBank 21**, котировка которого выросла на «фигуру».

Суверенный сегмент также испытал на себе влияние повышенного спроса на риск. Индикативный выпуск **Russia 30** дорожал в течение всего торгового дня и завершил понедельник на отметке 116.41% от номинала (+1.4 п.п.). Сужение спреда **Russia 30-UST10** составило 20 бп – до 260 бп.

Мы полагаем, что взрывной рост, наблюдавшийся на российском рынке еврооблигаций в понедельник, уже сегодня немного сойдет на нет. Предстоящее размещение Италией существенного объема долгосрочных бумаг, а также неясные итоги встречи министров финансов еврозоны вряд ли станут хорошим фоном для продолжения активных покупок в рисковом активах. По-прежнему актуальным сдерживающим фактором для нас остается малая активность на рынке российских евробондов.

Открытие торгов по еврооблигациям: спрос на риск сохраняется, но неустойчив в преддверии аукционов по госбумагам Италии; в фокусе – встреча Еврогруппы и выступления представителей ФРС

Настроения на глобальных рынках в целом остаются достаточно оптимистичными и подогреваются в основном ожиданиями каких-либо сильных мер со стороны Европы по преодолению кризиса. Азиатские фондовые площадки стремительно растут второй день подряд (**Nikkei 225** прибавляет около 2%), в плюсе торгуется также фьючерс на **S&P 500** (+0.6%). Баррель Brent немного поднялся в цене по сравнению с закрытием основных торгов в России накануне и в настоящий момент котируется около отметки USD109.4. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с положительной динамики, однако столь же стремительного роста как накануне не ждем из-за наличия нескольких точек неопределенности внутри дня.

В Европе безусловным центром внимания станет размещение Италией долгосрочных бумаг (с погашением в 2014–2022 гг.) на сумму EUR8 млрд. Немаловажную роль в определении динамики на рынках обещают также сыграть итоги очередных аукционов по госбумагам Бельгии. Позднее фокус инвесторов сместится на Брюссель, где сегодня начнется двухдневная встреча министров финансов Европы. В первый день традиционно соберется Еврогруппа (министры финансы 17 стран еврозоны), в среду – Экофин (министры финансов 27 стран ЕС). Важным итогом сегодняшнего заседания должно стать окончательное согласование механизмов «левериджа» европейского стабфонда, EFSF, а также утверждение очередного кредитного транша для Греции.

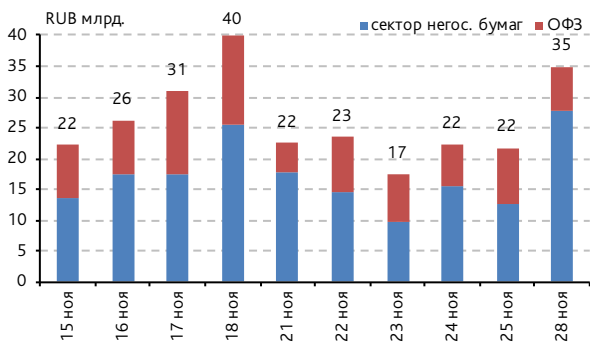
Новостной фон из США будет более скромным по важности, но не менее насыщенным. Так, во вторник выйдет статистика по доверию потребителей, а также данные по ценам на жилье в 20 крупнейших городах США. Кроме того, во вторник и утром в среду ожидаются выступления сразу трех представителей ФРС (Дж. Йеллен, Д. Локхарта и Н. Кочерлакоты), посвященные состоянию американской экономики и перспективам монетарной политики властей.



Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
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	14.5%
от 1 до 1.5 лет	5.4%
от 1.5 до 2 лет	4.1%
от 2 до 3 лет	14.1%
от 3 до 5 лет	14.5%
> 5 лет	47.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.18%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	8.08%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.33%	6.5
Банки	8.14%	1.5
Корп 1 эшелон	7.84%	2.0
Корп 2 эшелон	8.71%	2.0

Зародившийся аппетит к риску на внешних рынках обусловил спекулятивные покупки на дальнем конце суверенной кривой; обороты в корпоративном секторе восстанавливаются – активность в недавно размещенных выпусках поддержана ростом оборотов в «старых»

Покупки на внешних рынках и рост цен в commodities способствовали оживлению спроса и в рублевом долге. Спекулятивные покупки переместились ближе к дальнему сегменту суверенной кривой, которая опустилась на 7–13 бп на дюрации свыше 3.5 лет. Основные обороты пришлись на традиционно покупаемые в ситуациях роста спроса на риск **ОФЗ 25077** (YTM 8.19%) и **ОФЗ 26204** (YTM 8.51%), подорожавшие на 15–45 бп.

В корпоративном секторе традиционно активно торговались новые выпуски с дюрацией до 3 лет: **Газпром Капитал-3** (YTW 7.55%), **ФСК ЕЭС-15** (YTW 8.80%) и **РСХБ-15** (YTW 8.91%), без выраженных ценовых движений. Из «старых» бумаг свыше RUB600 млн. сделок прошло в **МТС-5** (YTW 6.89%), около RUB650 млн. на двоих составил оборот в выпусках **РусГидро-1** и **РусГидро-2** (с равной дюрацией 3.7 года, YTW 9.04%).

Альфа-Банк планирует разместить RUB5 млрд. облигаций с 1.5-годовой офертой; доходность ближе к верхней границе ориентиров смотрится интересно

Альфа-Банк 5 декабря текущего года планирует открыть книгу заявок инвесторов на приобретение облигаций 2-й серии на сумму RUB5 млрд. Формирование книги продлится до 7 декабря, а техническое размещение бумаг назначено на 9 декабря 2011 г. Срок обращения бумаг составит 5 лет, также по выпуску предполагается оферта через 1.5 года. Ориентир по купону находится в диапазоне 9.05–9.55%, или YTP 9.25–9.77% к оферте.

Озвученные параметры предполагают премию к суверенной кривой в размере 230–280 бп, что, на наш взгляд, вполне адекватно покрывает риски наиболее крепкого частного банка. Более того, доходность ближе к верхней границе ориентиров смотрится вполне интересно, учитывая котировки относительно ликвидных выпусков негосударственных банков на данном диапазоне. Так, **Росбанк БО-3** торгуется с YTP 9.2–9.4%, т.е. верхняя граница ориентиров по **Альфа-Банк-2** обуславливает премию около 37–57 бп, что весьма щедро, учитывая крепкий кредитный профиль Альфа-Банка и обострение проблем европейских банков при ослаблении потенциала поддержки своих дочерних структур. Также заметим, что новая бумага удовлетворяет условиям вхождения в Ломбардный список ЦБ РФ. Впрочем, успех размещения будет зависеть от рыночной конъюнктуры. На данный момент единственный выпуск Альфа-Банка не отличается высокой ликвидностью и котируется с YTP 9.2–10.0% на диапазоне чуть более двух лет при премии к ОФЗ 180–260 бп.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

29 ноя	Аукцион Минфина по размещению средств ФБ (RUB46 млрд., 21 день)
30 ноя	Возврат Минфину RUB38.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
5 дек	Аукцион прямого РЕПО ЦБ на срок 3 мес.
7 дек	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд.
7 дек	Возврат Минфину RUB111.2 млрд. бюджетных средств с депозитов
14 дек	Возврат Минфину RUB227 млрд. бюджетных средств с депозитов

RUB МБК о/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.50/6.00	5.25	5.90	5.00/5.25
2-й круг	5.50/6.50	5.25	6.25	5.25/5.75

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.50-6.00	5.50-5.75	5.00-5.25

Ликвидная позиция банков приблизилась к -RUB1 трлн.; спрос на фондирование через РЕПО с ЦБ превысил дневной лимит регулятора; на money market рост ставок затронул в первую очередь сегмент междилерского РЕПО

Ноябрьский период налоговых выплат завершился дальнейшим ухудшением ликвидной позиции банков, которые расширили спрос на рефинансирование со стороны ЦБ. Вчера привлечение через однодневное прямое РЕПО с ЦБ составило RUB495 млрд. (+RUB48.7 млрд. относительно пятницы), а величина чистой ликвидной позиции по операциям с ЦБ и с учетом задолженности перед Минфином по бюджетным депозитам снизилась до -RUB996.7 млрд. (на RUB60.7 млрд.).

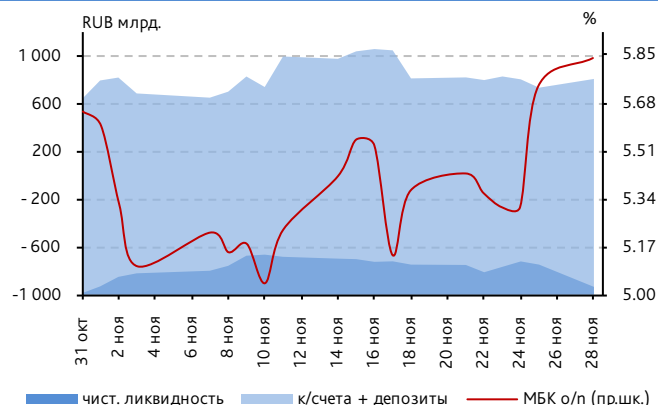
Отметим, что на второй сессии РЕПО регулятор лишь частично удовлетворил спрос участников (RUB67.8 млрд. при поданных заявках на RUB105.5 млрд.), руководствуясь объемом выставленного дневного лимита на уровне RUB500 млрд.

Ставки на межбанковском рынке в условиях спроса на ликвидность оставались на пятничных уровнях: внутри дня банки первого круга привлекали в овернайт все под те же 5.50-5.75%, а уровни end-of-day оказались на 25 бп ниже пятничных, сформировав диапазон 5.0-5.25%. Привлечение на междилерском РЕПО в свою очередь было не столь комфортным: ставки по сделкам, обеспеченным ОФЗ и облигациями 1-го эшелона, во второй половине дня доходили до 6.40-6.50%, хотя средневзвешенная ставка за день осталась на пятничном уровне (5.55-5.80%).

На сегодняшнем аукционе Минфин предложит RUB46 млрд. с возвратом 21 декабря, призванные рефинансировать завтрашнее выбытие из базы фондирования RUB38 млрд. бюджетных средств (размещенных 29 марта). Возвращаемые средства были размещены на депозиты двух банков – столь невысокое число участников не позволяет ждать «борьбы» за рефинансирование.

Спрос на средства Минфина на четырех последних ноябрьских аукционах заметно охладел, учитывая невысокий срок размещения средств (возврат которых приходился на декабрь) и непривлекательность ставки относительно стоимости фондирования через недельное РЕПО с ЦБ (см. диаграммы 1, 2). По нашему мнению, сегодня участники рынка также выберут фондирование через РЕПО, и соразмерного предложению в RUB46 млрд. спроса мы не увидим.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов о/n intraday

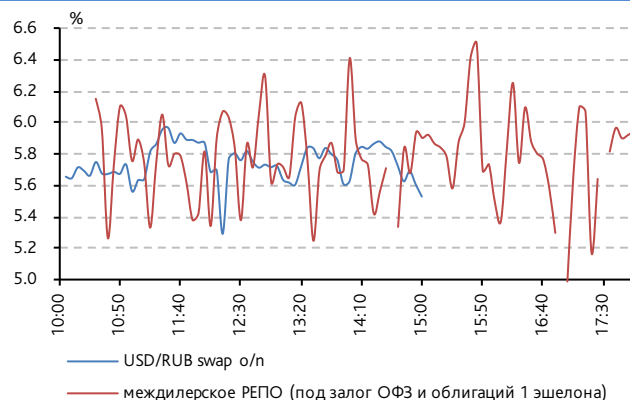
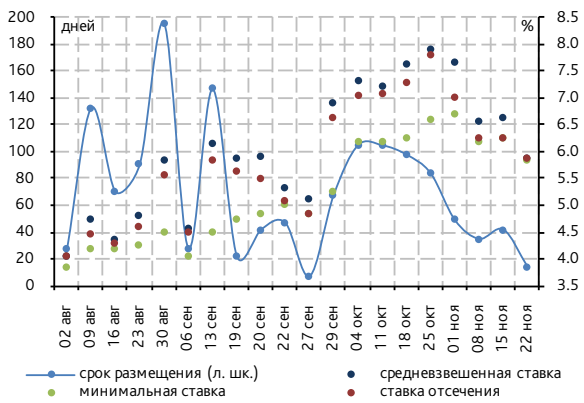


ДИАГРАММА 1. СРОЧНОСТЬ РАЗМЕЩЕНИЯ И СТАВКИ НА АУКЦИОНАХ МИНФИНА, АВГУСТ – НОЯБРЬ 2011



Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ЧИСЛО УЧАСТНИКОВ И УРОВНИ ПЕРЕСПРОСА НА АУКЦИОНАХ МИНФИНА, АВГУСТ – НОЯБРЬ 2011



Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»



Роман Дзугаев
 +7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Кредитные комментарии

Казахстан Темир Жолы: долговая нагрузка увеличивается, несмотря на рост операционных показателей; поддержка государства остается неизменной; еврооблигации компании неинтересны

Вчера Казахстан Темир Жолы опубликовал консолидированную финансовую отчетность за 9М 2011 г. по национальным стандартам.

КОММЕНТАРИЙ

Казахстан Темир Жолы (КТЖ) – монопольный оператор пассажирских перевозок (95% рынка) и доминирующий игрок на рынке грузоперевозок (80% рынка) – сумел продемонстрировать положительную динамику основных операционных показателей по итогам 9М 2011 г. Выручка компании увеличилась на 15%, что в основном обусловлено повышением тарифов государством на грузовые перевозки на 15% в текущем году. Рост выручки транслировался в увеличение валовой и чистой прибыли на 41% и 34% соответственно. Рентабельность по валовой и чистой прибыли выросла на 4%. В целом мы оцениваем операционные результаты деятельности как умеренно позитивные.

Несмотря на рост операционных показателей, КТЖ не в состоянии финансировать объемную инвестиционную программу за счет собственных средств. В результате совокупный долг компании увеличился с USD1.7 млрд. до USD3.1 млрд., а показатель «Чистый долг/EBITDA», который на начало года составлял 0.9х, сейчас оценивается нами на уровне 1.3х. Несмотря на то что увеличение является довольно ощутимым, мы не ожидаем, что оно окажет какое-либо влияние на отношение инвесторов к компании. Во-первых, КТЖ на 100% принадлежит суверенному фонду Самрук-Казына и пользуется значительной государственной поддержкой. Во-вторых, об объемной инвестиционной программе было известно заранее. Мы нейтрально оцениваем изменение финансового положения компании и отмечаем, что сильный кредитный профиль КТЖ в первую очередь обусловлен государственной поддержкой.

Недавно Президент Казахстана Нурсултан Назарбаев распорядился создать на базе КТЖ крупную транспортно-логистическую компанию международного уровня. В новой компании предполагается сконцентрировать управление железными и автомобильными дорогами, авиацией и речным транспортом. Такие глобальные изменения приведут к серьезной трансформации бизнеса компании, однако главный фактор кредитоспособности компании – государственная поддержка – судя по всему, сохранится, и поэтому трансформация, скорее всего, не повлечет за собой дополнительных рисков для кредиторов компании.

Сейчас в обращение находятся два выпуска еврооблигаций компании с погашением в 2016 г. и 2020 г. КТЖ 16 и КТЖ 20 предлагают доходность 5.2% и 5.6% соответственно, что ниже кривой Газпрома. Мы не видим потенциала опережающего роста в этих бумагах.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

КТЖ	Ваа3/BBB-/BBB-
<i>МСФО, 2010</i>	
Выручка, USD млрд.	4.0
EBITDA margin	30%
Долг/EBITDA	1.5

Жаикмунай: операционные результаты компании демонстрируют впечатляющий рост; долговая нагрузка снижается, однако по-прежнему остается очень высокой; не исключаем опережающего роста стоимости облигаций в будущем

Вчера материнская компания Жаикмунай опубликовала отчетность за 9М 2011 г. по МСФО.

КОММЕНТАРИЙ

Благодаря началу работы новой установки по очистке газа, компания смогла продемонстрировать впечатляющий рост операционных показателей. Среднесуточный объем добычи увеличился на 60.4%. Выручка и EBITDA компании выросли на 48% и 41% соответственно. По планам компании добыча должна увеличиться в 6 раз по сравнению с началом года после выхода на полную производственную мощность. Мы ожидаем дальнейший рост операционных показателей за счет увеличения добычи.

Жаикмунай	B3/B/NR
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млн.	189.6
EBITDA margin	61%
Долг/EBITDA	6.4

Уровень долга практически не изменился с начала года, однако благодаря значительному росту операционных показателей кредитные метрики немного улучшились. Показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составил на конец отчетного периода 5.2х, против 6.9х в начале года. Хорошим сигналом также является положительный свободный денежный поток. В дальнейшем увеличение операционных показателей и уменьшение объемов капитальных вложений, на наш взгляд, позволит компании улучшить свое финансовое положение. Однако пока долговая нагрузка остается очень высокой, и мы с осторожностью относимся к перспективам компании.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЖАИКМУНАЯ

МСФО, USD млн.	2009	2010	9M10	9M11	9M11/9M10*
Выручка	116	178	128	190	48%
ЕБИТДА	53	96	82	115	41%
Чистая прибыль	-15	23	23	54	136%
Чистый операционный денежный поток	19	68	39	103	163%
Капвложения и М&А	201	132	115	73	-37%
Свободный денежный поток	-181	-64	-75	31	
Совокупный долг, в т.ч.	958	811	610	827	2%
краткосрочный долг	0	9	0	21	125%
Денежные средства и эквиваленты	137	144	57	153	6%
Активы	1,000	1,085	1,043	1,273	17%
Показатели					
ЕБИТДА margin (%)	46%	54%	64%	61%	
ЕБИТДА/проценты (x)	8.8	4.8	4.5	4.5	
Долг/ЕБИТДА (x)	18.0	8.4	6.6	6.4	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	15.4	6.9	6.0	5.2	
Долг/Собственный капитал (x)	8.6	6.1	2.2	4.4	

* по балансовым показателям сравнение с 2010
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Единственный выпуск еврооблигаций **Zhaikmunai 15** с дюрацией 3.24 года и кол-опционом в 2013 г. сейчас торгуются с доходностью около 11%. Облигации не полностью отыграли падение августа-сентября, и по мере снижения долговой нагрузки компании и неопределенности относительно будущих объемов добычи мы не исключаем потенциала роста стоимости бумаг.



Петр Макаров
 +7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Ситроникс рефинансировал часть краткосрочного долга; помощь госбанков остается главным источником кредитных средств; к облигациям относимся нейтрально

Вчера дочерняя компания АФК «Система», Ситроникс, сообщила о привлечении нового кредита от Банка Москвы совокупным объемом USD230 млн.

КОММЕНТАРИЙ

Ситроникс заключил договор займа с его СП с Банком Москвы – РТИ, а уже РТИ привлек кредитные средства у Банка Москвы. Кредитные средства предоставляются Ситрониксу для рефинансирования займа того же Банка Москвы, полученного в 2009 г. Кредит будет иметь 7-летний срок погашения и состоять из долларовой части в USD115 млн., и рублевой – RUB3.6 млрд.

Полученные средства составляют около трети от краткосрочного долга Ситроникса на конец 1П 2011 г. Это, безусловно, неплохая новость для публичных кредиторов компании и лишнее подтверждение того, что государственные и квазигосударственные банки являются для компании сейчас единственным источником средств для рефинансирования долгов. Без облегченного доступа к подобному финансированию, на наш взгляд, обслуживание долгов для компании было бы неподъемной задачей: долговая нагрузка по итогам 1П 2011 г. составляла почти 10х по показателю «Чистый долг/ЕБИТДА», а процентные выплаты в 2 раза превышали размер ЕБИТДА.

Ситроникс опубликует отчетность за 9М 2011 г. 6 декабря, и мы ожидаем, что ситуация с долгом у компании не продемонстрировала существенной динамики к улучшению. Именно поэтому положение публичных кредиторов выглядит не слишком

Ситроникс	ВЗ/НР/В-
<i>US GAAP, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млн.	610
ЕБИТДА margin	3%
Долг/ЕБИТДА	11.3

комфортным – ближайшая оферта по облигациям компании наступает в июне 2012 г., т.е. более чем через полгода, а за это время компании предстоит рефинансировать еще более USD400 млн. В случае негативного развития ситуации положение банков-кредиторов будет существенно более выгодным по сравнению с облигационерами, поэтому текущий уровень доходности по обоим выпускам облигаций Ситроникса около 15% мы считаем не слишком привлекательным. Долговым бумагам компании мы предпочитаем в качестве инвестиции до погашения более доходные бонды Интуриста – другой «дочки» Системы.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

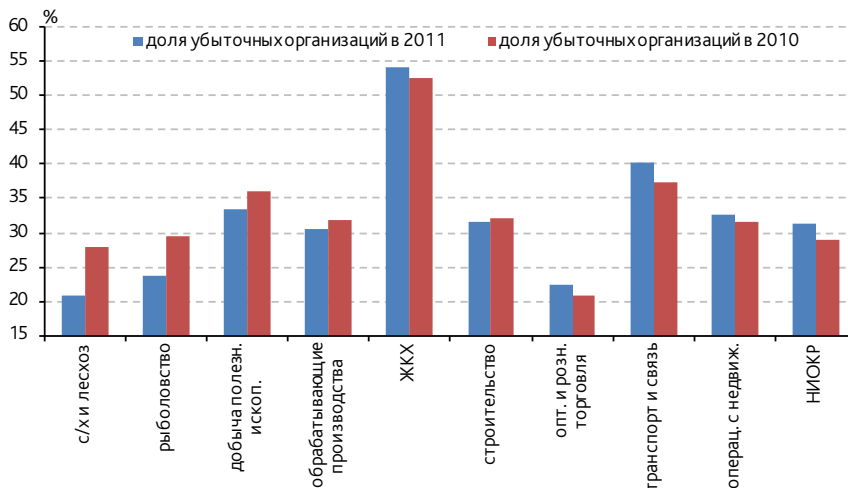
Российская макроэкономика

Сальдированный финансовый результат коммерческих организаций по итогам 9М 2011 оказался на RUB0.9 трлн. выше показателя 2010; доля убыточных предприятий составила 31.9% (против 30.8% в 2010)

Росстат опубликовал данные о результатах финансово-хозяйственной деятельности коммерческих организаций за январь–сентябрь 2011 г. По итогам 3К текущего года сальдированный финансовый результат составил RUB5.4 трлн., что на RUB0.9 трлн. выше показателя 2010 г. Статистика не отражает прибыли или убытки субъектов малого предпринимательства, кредитных и страховых организаций, а также бюджетных учреждений. Данный индикатор, хотя и является важным с точки зрения перспектив экономического роста, однако не оказывает должного влияния на национальные финансовые рынки. Это обусловлено тем фактом, что исходной информационной основой показателя являются формы бухгалтерской отчетности, заполняемые в соответствии с РСБУ. Последние обладают известной методологической несостоятельностью.

Отчет по сальдированному финансовому результату организаций также содержит сведения о доле убыточных предприятий в экономике (см. диаграмму). По данным Росстата, в экономике России в 2011 г. функционирует 31.9% нерентабельных предприятий (против 30.8% в 2010 г.). В отраслевом разрезе больше всего убыточных предприятий сосредоточено в секторе ЖКХ: производство и распределение электроэнергии, газа и воды. Наиболее привлекательно на этом фоне смотрятся предприятия оптовой и розничной торговли. Фактически это подтверждает, что в российской экономике существуют все те же структурные диспропорции, которые были сформированы еще со времен распада СССР.

ДИАГРАММА. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДОЛИ УБЫТОЧНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ ПО ОТРАСЛЯМ ЭКОНОМИКИ



Источник: Росстат, НБ «Траст»

Показатели убыточных предприятий позволяют осуществлять косвенную оценку величины «недора» налоговых платежей госбюджетом. Многие предприятия склонны исказить собственную отчетность с целью уклонения от уплаты налогов. По нашим оценкам, существует устойчивая статистическая связь между величиной налоговых поступлений и долей убыточных предприятий. При увеличении доли убыточных предприятий на 1% доходы от налога на прибыль падают на 0.4% (при прочих равных условиях). По нашим расчетам, величина уклонения от уплаты налога на прибыль может составлять RUB180–220 млрд. ежегодно (если предположить, что половина убыточных предприятий намеренно искажают отчетность).



Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5	9.84%
22 ноя	Интертехэлектро-НГ-1	0.2	8.75%	5	8.94%
22 ноя	ТрансФин-М-16	1.0	9.70%	3*	9.94%
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	7.00%	3	7.00%
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5	10.10%
16 ноя	Росбанк-Збо	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-Збо	3.0	8.75%	1*	8.93%
15 ноя	НЛМК-76о	10.0	8.95%	3	9.15%
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-Збо	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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
29 ноя	ТрансФин-М-17	1.0	н.д.	3*
1 дек	Татфондбанк-Збо	2.0	11.75-12.25%	1*
1 дек	Удмуртия-5	2.0	10.15%	5
2 дек	Карелия-14	1.0	н.д.	5
5 дек	Автодор-1	3.0	9.25-9.75%	5
6 дек	Бинбанк-Збо	2.0	11.75-12.5%	1*
6 дек	Башнефть-16о	10.0	9.50-9.95%	2*
7 дек	Uranium One-1	16.5	9.50-10.50%	5*
15 дек	Коми Респ-10	2.1	9.50%	5

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	9.40%	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-26о	1.5	16.50%	16.50%	2
30 ноя	ВнешПромБанк-16о	3.0	9.30%	11.75%	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	8.25%	2
2 дек	Трудовое	0.0	12.00%	12.00%	1*
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	8.00%	1*
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	8.15%	3*
7 дек	СКБ-Банк-46о	2.0	9.80%	10.75%	1*
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	8.75%	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	11.50%	2
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	8.75%	2*
8 дек	Формат	1.0	17.00%	17.00%	1*
8 дек	ЧТПЗ-16о	5.0	16.50%	12.50%	1*
12 дек	ПромНефтеСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
14 дек	Разгуляй-136о	1.0	0.00%	0.00%	1
15 дек	МБРР-5	5.0	8.25%	н.д.	3

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
26 дек	Томская Обл-4	0.3
26 дек	Электросталь-2	0.2
19 янв	ЛК УралСиб-4	2.0
19 янв	ЛК УралСиб-5	3.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

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 намереваться 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 принимают 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.