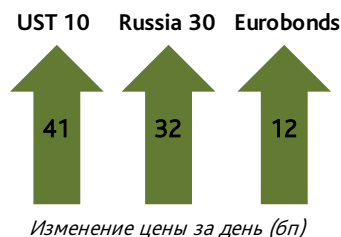


Навигатор долгового рынка

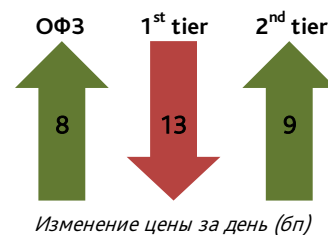
Глобальные рынки и еврооблигации

- **Россия** намерена в начале 2012 разместить евробонды; валюта, объем и срок пока неизвестны, **Минфин** нацелен на дальний участок кривой; ставка на начало года – верный путь избежать влияния возможных внешних и внутренних проблем
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** отсутствие единой динамики и концентрация активности в суверенных выпусках; **Russia 30** отыграл часть потерь понедельника
- **Открытие торгов по еврооблигациям:** рынки не видят причин для роста; баррель Brent колеблется около USD109; ждем умеренного снижения котировок
- **Заседание ФРС** не принесло никаких корректировок проводимой политики: по-прежнему гарантирован низкий уровень ставки **Fed Funds** по меньшей мере до середины 2013; нейтральная оценка ФРС ситуации в экономике
- **МВФ** недоволен ходом реформ в **Греции**, советует не полагаться на повышение налогов, а урезать расходы; Афины признают, что дефицит бюджета может превысить 10% при уже ухудшенном прогнозе МВФ в 9%



Рублевые облигации и денежный рынок

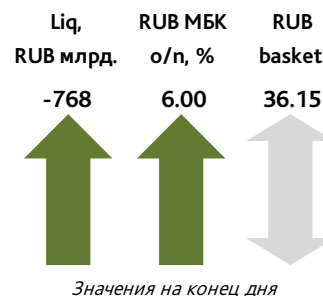
- Покупки в коротком конце суверенной кривой – активизация спроса в **ОФЗ 25076**; продажи обошли наиболее длинные ОФЗ; участники продавали выпуск **ОФЗ 25077**, практически не торговавшийся в пятницу
- **НЛМК** хочет повторить успех **ФСК**: открыта книга заявок на новые выпуски облигаций; предложение интересно
- **ВТБ** открывает книгу заявок инвесторов на покупку облигаций БО-6; предложение выглядит менее щедрым, чем ориентиры по новому выпуску **Газпромбанка**, но участие может представлять интерес ближе к верхней границе ориентиров
- **Юникредит Банк** установил ставку купона по новой серии облигаций БО-1 по верхней границе ориентиров; не ожидаем существенного роста котировок на вторичном рынке
- В преддверии возврата RUB227 млрд. бюджетных средств **Минфину ЦБ** увеличил лимит по 1-дневному РЕПО до RUB320 млрд.; по 7-дневному РЕПО банки «выбрали» только 75% лимита (RUB623.6 млрд.); в перспективе ЦБ планирует сделать недельное РЕПО базовым инструментом рефинансирования
- **Аукционы Минфина** по размещению бюджетных средств-2012: биржевая инфраструктура, обеспечение госбумагами, расширение числа участников



Кредитные комментарии

- **Татнефть** в ЗК снижает операционные показатели; долговая нагрузка, тем не менее остается стабильной, и рисков ее повышения нет; единственный рублевый выпуск интереса не представляет

Индикаторы FX/ММ



Последние обзоры

- 12 декабря 2012 год, ликвидность, «защита» и кредитный подход
- 5 декабря ЧТПЗ и ТМК: такие похожие и такие разные компании
- 29 ноября Альянс Ойл: перевал пройден
- 28 ноября Новый Ломбардный список от ЦБ РФ: RUB230 млрд. возможностей
- 23 ноября Банковская система в октябре: триллион от ЦБ, триллион от Минфина

Контакты и ссылки






 +7 495 789 36 09
 research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

14:00	Итоги аукциона по 5-лет. госбумагам Италии в объеме до EUR3 млрд.
14:15	Итоги аукциона по 2-лет. госбумагам Германии в объеме EUR5 млрд.
17:30	Выступление главы ФРБ Атланты Д. Локхарта
19:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 9 декабря
20:00	Завершение продажи ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD8–8.75 млрд.
22:00	Итоги аукциона UST30 в объеме USD13 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	◀▶	324	0
UST10	◀▶	1.98	-0.05
Russia 30–UST 10	▼	272	-1
EUR/USD	▼	1.3033	-1.1%
Oil (Brent)	▲	109	+1.7%
VIX	▼	25.41	-0.26

Россия намерена в начале 2012 разместить евробонды; валюта, объем и срок пока неизвестны, Минфин нацелен на дальний участок кривой; ставка на начало года – верный путь избежать влияния возможных внешних и внутренних проблем

Как стало известно накануне, российский Минфин планирует в начале 2012 г. провести размещение суверенных евробондов. Валюта, объем и срок выпуска пока неизвестны. В ведомстве, однако, подчеркнули приоритет дальнего участка суверенной кривой, принимая во внимание сложность краткосрочных прогнозов. Напомним, верхний предел заимствований на будущий год составляет USD7 млрд. Выпуск рублевого евробонда в следующем году возможен, однако данный инструмент не рассматривается Минфином в качестве основного при финансировании дефицита госбюджета.

Мы полагаем, что выход России на рынок еврооблигаций в начале 2012 г. возможен в периоды относительного улучшения рыночной конъюнктуры. Как свидетельствует опыт Газпрома, разместившего 4.5- и 9-летние евробонды в середине ноября, инвесторы готовы покупать качественный риск даже в условиях повышенной неопределенности на рынке.

Нацеленность Минфина именно на начало будущего года, с нашей точки зрения, может объясняться сразу несколькими факторами. С внешней стороны – потенциальными проблемами с подписанием «бюджетного пакта» в ЕС, которые могут возникнуть уже в марте. Кроме того, размещение суверенных евробондов именно в первые месяцы 2012 г. было бы предпочтительным также ввиду внутрироссийского фактора – возможного нового всплеска политической напряженности в стране после президентских выборов в марте.

Итоги торгов по еврооблигациям: отсутствие единой динамики и концентрация активности в суверенных выпусках; Russia 30 отыграл часть потерь понедельника

Российские евробонды во вторник не продемонстрировали единой динамики, а главной отличительной чертой дня стала снизившаяся активность участников. Активен был лишь суверенный сегмент рынка, в то время как корпоративные и банковские бумаги не привлекли существенного внимания инвесторов.

В нефтегазовом секторе ростом на 50–60 бп завершили день длинные евробонды Газпрома. В то же время котировки евробондов Лукойла и Новатэка потеряли порядка 20–50 бп, а падение стоимости бумаг ТНК-ВР достигало почти 1 п.п. Во втором эшелоне активность сосредоточилась на дальнем конце кривой Вымпелкома: котировки бумаг эмитента снизились на 20–40 бп. Из еврооблигаций банковского сектора отметим бумаги Альфа-Банка, подешевевшие на 30–60 бп.

Суверенные евробонды РФ во вторник смогли отыграть около трети потерь, понесенных днем ранее. Так, индикативный выпуск **Russia 30** поднялся в цене на 30 бп до 115.64% от номинала. Тем не менее спред **Russia 30–UST10** остался неизменным – на уровне 272 бп. В белорусских суверенных еврооблигациях также наблюдалась положительная динамика: котировки выросли на 20–30 бп. В то же время суверенные евробонды Украины подешевели накануне на 40–80 бп. Отметим, однако, что активность в бумагах обеих стран остается крайне низкой.

Открытие торгов по еврооблигациям: рынки не видят причин для роста; баррель Brent колеблется около USD109; ждем умеренного снижения котировок

Предпринятую накануне глобальными рынками попытку роста можно признать неудавшейся. Сегодня, вероятно, мы увидим продолжение продаж в рискованных активах – существенных оснований для роста рынок пока не находит. В частности, азиатские фондовые площадки демонстрируют негативную динамику (**Nikkei 225** снижается на

0.5%). Фьючерс на **S&P 500** показывает лишь небольшой рост (менее 0.2%). Баррель Brent, подорожавший накануне на благоприятном прогнозе ОПЕК по потреблению нефти в будущем году, сегодня имеет тенденцию к снижению цены и в настоящий момент котируется около отметки USD109. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с небольшого снижения котировок.

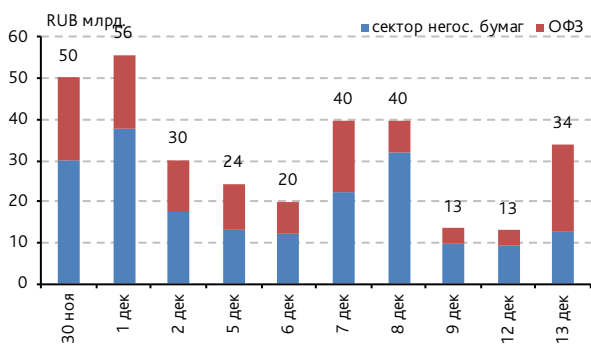
Из событий, способных сегодня оказать значимое влияние на рынки, отметим аукционы по госбумагам Италии и Германии: плохие итоги размещения могут вызвать новую волну бегства в «качество». Из статистики на сегодня намечена публикация еженедельных данных по коммерческим запасам нефти и нефтепродуктов в США.



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	12.1%
от 1 до 1.5 лет	3.8%
от 1.5 до 2 лет	4.5%
от 2 до 3 лет	49.6%
от 3 до 5 лет	17.9%
> 5 лет	12.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.99%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.88%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.30%	7.0
Банки	8.17%	1.5
Корп 1 эшелон	7.86%	2.0
Корп 2 эшелон	8.84%	2.0

Покупки в коротком конце суверенной кривой – активизация спроса в ОФЗ 25076; продажи обошли наиболее длинные ОФЗ; участники продавали выпуск ОФЗ 25077, практически не торговавшийся в пятницу

Во вторник торги на рублевом рынке вновь шли под знаком спроса на защитные активы. В сегменте ОФЗ покупки шли в дюрации до 3 лет, где показавший весьма высокую ликвидность **ОФЗ 25076** (YTM 7.27%) подорожал на 30 бп, а семь сделок на RUB10.6 млрд. в **ОФЗ 25071** (YTM 7.27%) обусловили средневзвешенную цену выпуска на 15 бп выше понедельника. В длине существенные продажи затронули **ОФЗ 25077** (YTM 8.04%), потерявший 30 бп в цене; доходности более длинных ликвидных госбумаг во вторник остались практически неизменными (+1–2 бп).

В корпоративном сегменте против рынка двигался 5-летний **ФСК ЕЭС-19** (YTW 9.18%), прибавивший порядка 15 бп. Спрос на короткую дюрацию отразился в повышенной активности в выпуске **Вымпелком Инвест-3** (YTW 9.57%), прибавившем на вчерашних торгах порядка 85 бп.

НЛМК хочет повторить успех ФСК: открыта книга заявок на новые выпуски облигаций; предложение интересно

Вчера одна из крупнейших компаний российской черной металлургии, НЛМК, открыла книгу заявок на покупку двух новых выпусков биржевых облигаций совокупным объемом RUB10 млрд. Условия, предлагаемые компанией, похожи на условия предыдущего размещения, проводившегося месяц назад. Возможны два варианта: с офертой через 1.5 года, на этом сроке компания ориентирует инвесторов на доходность в диапазоне 8.68–8.94% годовых, и без оферты, здесь ориентир доходности обозначен на уровне 8.94–9.46% годовых.

Отметим, что ноябрьское размещение можно назвать относительно успешным: НЛМК нашла спрос на весь объем выпуска **НЛМК БО-7**, не предложив оферты, хотя купон был установлен ближе к верхней границе обозначенного диапазона. На данный момент выпуск торгуется на 20–30 бп выше номинала, что транслируется в доходность около 9.1% годовых. На наш взгляд, два последовательных размещения НЛМК могут повторить историю размещений ФСК: новый выпуск найдет спрос даже при незначительной премии ко вторичному рынку. Однако успешному размещению без оферты может помешать формально большой «навес» более коротких бумаг от других первоклассных эмитентов (см. комментарии ниже), поэтому инвесторы могут выбрать и более короткий вариант. В этом случае новые выпуски выглядят еще более привлекательно, так как они предлагают премию к кривой ОФЗ в размере не менее 170 бп.

ВТБ открывает книгу заявок инвесторов на покупку облигаций БО-6; предложение выглядит менее щедрым, чем ориентиры по новому выпуску Газпромбанка, но участие может представлять интерес ближе к верхней границе ориентиров

ВТБ сегодня–завтра планирует открыть книгу заявок инвесторов на приобретение облигаций серии БО-6. Срок обращения RUB10 млрд. бумаг составит 3 года, также предусмотрена возможность досрочного погашения через год по желанию держателей облигаций. Индикативный купон находится в диапазоне 8.0–8.5%, что при квартальных выплатах обеспечивает доходность YTP 8.24–8.77%. Формирование книги продлится до 21 декабря текущего года, а техническое размещение назначено на 23 декабря 2011 г.

Озвученные параметры обеспечивают премию к кривой ОФЗ в размере 175–230 бп. Одновременно предложение по новым облигациям Газпромбанка серии БО-4 выглядит более щедрым: в настоящий момент ориентир по купону предполагает УТР 8.42–8.94% к годовой оферте при премии к суверенной кривой в размере 190–240 бп. На наш взгляд, участие в выпуске Газпромбанка представляет интерес от нижней границы озвученного диапазона, тогда как предложенные ориентиры по доходности от ВТБ интересны ближе к верхней границе озвученных ориентиров.

Заметим, что относительно ликвидные еврооблигации Газпромбанка торгуются, как правило, с дисконтом к евробондам ВТБ до 50 бп из-за более высоких рисков агрессивного роста группы ВТБ. Впрочем, учитывая меньшие аппетиты к заимствованиям на публичных рынках долга у группы в следующем году (USD2.5 млрд.) и намерения органически развивать бизнес, мы не исключаем снижения премии облигаций ВТБ к бумагам других государственных банков на внешнем рынке и отсутствие премии при размещении новых рублевых облигаций к бумагам Газпромбанка.

Юникредит Банк установил ставку купона по новой серии облигаций БО-1 по верхней границе ориентиров; не ожидаем существенного роста котировок на вторичном рынке

Сегодня состоится техническое размещение новых облигаций Юникредит Банка серии БО-1 на сумму RUB5 млрд. По итогам формирования книги заявок инвесторов купон по бондам был установлен на уровне 9.00%, или УТР 9.20% к оферте через два года. Напомним, что ориентир по купону находился в диапазоне 8.75–9.00%, т.е. закрытие книги состоялось по верхней границе.

На наш взгляд, установленные параметры не предполагают существенного потенциала роста котировок новых бумаг на вторичном рынке. Премия к ликвидным бумагам РСХБ не превышает 30 бп на 2-летнем диапазоне на данный момент, и мы не склонны рассчитывать на ее снижение, принимая во внимание проблемы материнского банка. Российское подразделение за 9М 2011 г. существенно увеличило объем предоставляемых средств группе, выдав свыше RUB170 млрд. кредитов акционерам (по данным МСФО за 9М 2011 г., что составляет 23% активов дочернего банка). Мы не исключаем, что объем инвестиций материнского банка будет снижаться в ближайшее время, в т.ч. после словесных интервенций ЦБ о необходимости сокращения объема подобных операций, однако риск снижения потенциала поддержки со стороны акционерной группы возрастает по мере нарастания долгового кризиса в странах еврозоны.

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

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

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

14 дек	Поступление RUB140 млрд. бюджетных средств от Минфина
14 дек	Аукцион ВЭБа по средствам пенсионных накоплений (RUB30 млрд., 301 дн.)
14 дек	Возврат Минфину RUB227 млрд. бюджетных средств с депозитов
14 дек	Возврат Фонду ЖКХ RUB5 млрд. с депозитов
15 дек	Уплата страховых взносов за ноябрь (RUB230 млрд.)
20 дек	Уплата 1/3 НДС за ЗК11 (RUB240-245 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.25/5.80	5.50	6.25	5.75/6.25
2-й круг	5.75/6.25	5.50	6.00	5.75/6.50

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.25-5.80	5.75-6.00	5.75-6.25

В преддверии возврата RUB227 млрд. бюджетных средств Минфину ЦБ увеличил лимит по 1-дневному РЕПО до RUB320 млрд.; по 7-дневному РЕПО банки «выбрали» только 75% лимита (RUB623.6 млрд.); в перспективе ЦБ планирует сделать недельное РЕПО базовым инструментом рефинансирования

Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ на 14 декабря составила RUB967.4 млрд. Относительно предыдущего дня депозиты уменьшились на RUB25.8 млрд., однако корсчета увеличились на RUB122.5 млрд. Прирост обязательств банковского сектора (+RUB71.5 млрд.) эквивалентен увеличению лимита ЦБ по 1-дневному РЕПО на RUB60 млрд. Чистая ликвидная позиция увеличилась на RUB25.2 млрд. и составила -RUB768.4 млрд.

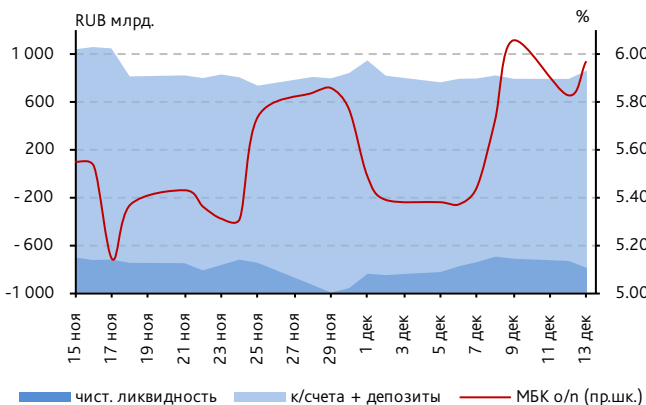
Во вторник Банк России предложил на аукционах прямого 1-дневного РЕПО RUB320 млрд. В течение первой сессии банки «освоили» почти 98% лимита по ставке 5.8%. Кроме того, вчера состоялся недельный аукцион прямого РЕПО, лимит по которому был равен RUB830 млрд. Однако банки предъявляют повышенный спрос только на суперкраткосрочную ликвидность (1 день). По 7-дневному РЕПО объем заключенных сделок составил RUB623.6 млрд. (или 75% лимита) по ставке 5.55%, из которых RUB351.3 млрд. должны пойти на погашение задолженности, образовавшейся после аналогичного аукциона прошлой недели.

Сложившуюся ситуацию прокомментировал зампред ЦБ Сергей Швецов, который отметил, что недельное РЕПО станет базовым инструментом рефинансирования в среднесрочной перспективе. Видимо, банкам следует привыкать к тому, что структура денежных потоков теперь будет определяться 7-дневным горизонтом, а не 1-дневным, как в настоящее время. Более того, смещение центра тяжести в сторону более «длинных денег» будет способствовать увеличению дюрации междилерского РЕПО. В любом случае это повлечет за собой сокращение спекулятивной активности участников денежного рынка, а также позволит регулятору сглаживать давление на рубль.

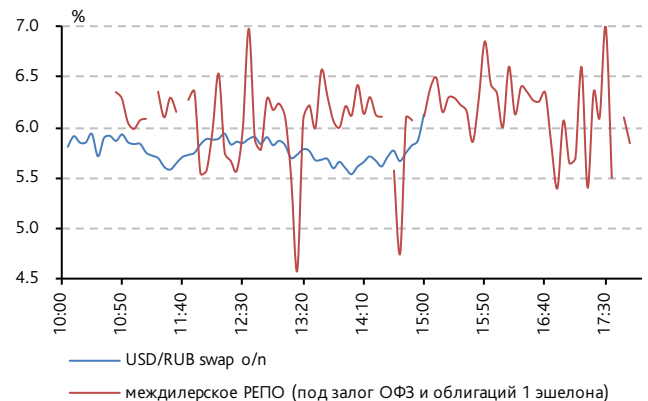
Ставки рынка МБК снова подросли на 25 бп, вернувшись к отметкам 5.75–6% для банков первого круга. На рынке 1-дневного междилерского РЕПО, предоставляемого под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона, также отмечен рост напряженности: ставки поднялись до уровня 5.80–6.17% (+20 бп).

Сегодня поступят в систему RUB140 млрд. бюджетных средств от Минфина, размещенных вчера по договорам банковского депозита на 28 дней. Дополнительный приток ликвидности будет обеспечен за счет аукциона ВЭБа по размещению RUB30 млрд. пенсионных накоплений на 301 день.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Отток ликвидности (без учета расчетов с ЦБ) в течение сегодняшнего дня представлен двумя основными составляющими: возврат RUB227 млрд. Минфину и RUB5 млрд. Фонду ЖКХ

Аукционы Минфина по размещению бюджетных средств-2012: биржевая инфраструктура, обеспечение госбумагами, расширение числа участников

В числе вопросов, освещенных во вчерашнем интервью главы долгового департамента Минфина К. Вышковского, были и запланированные на следующий год новации по размещению временно свободной ликвидности федерального бюджета на аукционной основе. Напомним, что в последние месяцы данные средства стали существенной поддержкой ликвидной позиции банков: с начала августа, момента ухудшения ситуации на внешних рынках, ведомство разместило на депозиты банков RUB1.6 трлн.

Наравне с решением ведомства о проведении аукционов с использованием биржевой инфраструктуры ММВБ, которое планируется реализовать в первой половине будущего года, были озвучены и более радикальные преобразования. Так, Минфин намерен придать механизму аукционов бюджетных средств статус инструмента обеспеченного кредитования и проводить их под залог госбумаг.

По оценкам ведомства, это позволит увеличить потенциальный круг участников в 2-3 раза (сейчас это 35 банков), что, благодаря обеспечению, станет возможным за счет либерализации доступа кредитных организаций к обсуждаемому источнику фондирования. Обновленные критерии Минфина во вчерашнем интервью названы не были. Напомним, что нынешние «входные» требования для участия в размещении бюджетных денег предполагают наличие у банка-контрагента Минфина международного рейтинга не ниже «Ва3/BB-», собственных средств от RUB5 млрд., генеральной лицензии и участие в системе страхования вкладов.

Мы думаем, что заявленный механизм проведения аукционов Минфина во многом будет схож с аукционным РЕПО с ЦБ. Однако из-за длительных сроков размещения Минфином бюджетных денег (зачастую превышающих предельный для последних аукционов РЕПО Центробанка период в 91 день) обновленные требования Минфина к контрагентам будут жестче в сравнении с предъявляемыми банкам со стороны ЦБ для участия в операциях прямого РЕПО. Напомним, что доступ к прямому РЕПО с ЦБ имеют банки, отнесенные регулятором к 1–3 классификационным группам по методологии Указания ЦБ РФ № 2005-У. Для осуществления данных сделок банки, отнесенные к этим группам, должны быть участниками рынка госбумаг (секции ГЦБ) на ММВБ и заключить соглашение о соответствующих операциях с Центробанком. По нашим оценкам, операции прямого РЕПО с ЦБ доступны порядка 220 российским банкам (подробнее см. [«Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ и прочих госструктур»](#) от 19.10.2011 г).

Подтверждением нашего мнения о более жестких требованиях Минфина для участия в обновленных аукционах в сравнении с действующими критериями доступа к РЕПО с ЦБ является то, что оценка расширенного списка участников Минфина (70–105 банков) более чем в два раза меньше оцененного нами числа контрагентов Банка России по операциям РЕПО.

Иван Синельников

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru




Кредитные комментарии

Татнефть в ЗК снижает операционные показатели; долговая нагрузка, тем не менее остается стабильной, и рисков ее повышения нет; единственный рублевый выпуск интереса не представляет

Вчера Татнефть опубликовала консолидированную финансовую отчетность по US GAAP за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

В условиях значительного роста средних цен на нефть и стабильного уровня добычи Татнефти удалось продемонстрировать неплохие результаты за 9М 2011 г в годовом выражении. Основные операционные показатели выросли на 30–40%. Однако в ЗК 2011 г. на фоне ухудшения экономической конъюнктуры результаты оказались совсем не радужными. Выручка и EBITDA компании сократились на 5% и 12% соответственно по сравнению со 2К 2011 г. Прибыль же упала сразу на 59% из-за расходов по курсовым разницам в размере RUB7 млрд., которые объясняются обесценением курса рубля и соответствующей переоценкой займов, номинированных в долларах. В следующих периодах операционные показатели Татнефти, на наш взгляд, продолжат следовать за двумя основными переменными: мировыми ценами на нефть и курсом рубля.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТАТНЕФТИ

US GAAP, RUB млрд.	9М 2010	2К 2011	3К 2011	9М 2011	9М11/9М10
Выручка	338	162	154	448	32%
ЕВITDA	57	26	23	80	39%
Чистая прибыль	34	16	6	47	38%
Чистый операц. денежный поток	43	21	24	68	56%
Капвложения и M&A	60	16	13	42	-30%
Свободный денежный поток	-16	6	11	26	
Совокупный долг, в т.ч.	115	104	108	108	-6%
краткосрочный долг	31	37	48	48	54%
Денежные средства и эквиваленты	21	14	16	16	-22%
Активы	559	590	601	601	7%
Показатели					
ЕВITDA margin	17%	16%	15%	18%	
ЕВITDA/проценты	166	119	120	123	
Долг/ЕВITDA*	1.6	1.0	1.1	1.1	
Чистый долг/ЕВITDA*	1.3	0.9	0.9	0.9	
Долг/Собственный капитал	0.3	0.3	0.3	0.3	

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

Несмотря на некоторый негативный оттенок показателей P&L, денежные потоки хорошо сбалансированы. Поскольку компания завершила строительство нефтеперерабатывающего комплекса ТАНЕКО и в конце ноября ввела его в промышленную эксплуатацию, капитальные вложения за 9М 2011 г. сократились в годовом выражении на 30%. В результате в 2011 г. чистый операционный денежный поток смог покрыть не только капитальные вложения, но также и дивидендные выплаты. Мы видим предпосылки для снижения долговой нагрузки компании в следующие отчетные периоды.

По-прежнему нет ясности в отношении компенсаций за введение налогового режима «60-66» с 1 октября 2011 г. Правительство не поддержало льготы для Татнефти, в то время как Государственная Дума, наоборот, проголосовала за соответствующие поправки в Налоговый Кодекс. Напомним, что льготы для Татнефти могут объясняться как ростом срока окупаемости нефтеперерабатывающего комплекса ТАНЕКО, так и потерями нефтеперерабатывающей компании ТАИФ, которой предполагается предоставить компенсации через Татнефть. Однако в любом случае для самой Татнефти это вопрос получения дополнительных выгод, а не компенсация потерь, поскольку при текущей структуре выручки компания от нового налогового режима только выигрывает.

Единственный рублевый выпуск Татнефти неликвиден и вряд ли может представлять интерес для инвесторов.



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

Татнефть	Ba2/NR/BB
<i>US GAAP, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	448
ЕВITDA margin	18%
Долг/ЕВITDA	1.1

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
13 дек	Свердловская обл-1	3.0	9.27%	5	9.50%
12 дек	ФСК ЕЭС-18	15.0	8.50%	2.5*	8.68%
9 дек	Альфа-Банк-2	5.0	9.25%	1.5*	9.46%
7 дек	АИЖК-23	14.0	7.94%	0.5*	7.94%
7 дек	Uranium One-1	16.5	9.75%	5*	9.99%
6 дек	Красноярский край-5	9.0	9.50%	5	9.48%
6 дек	Башнефть-16о	10.0	9.35%	2*	9.57%
5 дек	Автодор-1	3.0	9.75%	5	9.93%
2 дек	Карелия-14	1.0	9.99%	5	10.15%
1 дек	Удмуртия-5	2.0	10.15%	5	10.41%
1 дек	Татфондбанк-36о	2.0	12.25%	1*	12.60%
29 ноя	ТрансФин-М-17	1.0	9.70%	3*	9.94%
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-36о	10.0	8.95%	1.5*	9.15%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
14 дек	ЮниКредит Банк-16о	5.0	9.00%	2*
15 дек	Коми-10	2.1	9.50%	5
16 дек	МДМ Банк-46о	5.0	9.00-9.50%	1*
20 дек	ГПБ-46о	10.0	8.25-8.75%	1*
21 дек	Вологодская обл-2	2.5	н.д.	5
21 дек	МСП Банк-1	5.0	9.00-9.75%	2*
22 дек	Профит-Гарант-1	0.1	н.д.	3
22 дек	Инвектор-1	0.1	н.д.	3
23 дек	Каркаде-2	1.5	12.5-13.5%	1*
23 дек	ВТБ-66о	10.0	8.00-8.50%	1*
н.д.	НЛМК-26о	5.0	8.50-8.75%	1.5*
н.д.	НЛМК-36о	5.0	8.75-9.25%	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
14 дек	Разгуляй-136о	1.0	0.00%	0.00%	1
15 дек	КИТ Финанс Капитал-2	4.0	11.00%	11.00%	3
15 дек	МБРР-5	5.0	8.25%	9.50%	1*
16 дек	ММК-26о	10.0	9.70%	н.д.	1
16 дек	Т-Платформы	0.1	11.50%	12.25%	1*
16 дек	Трансфин-М-04	0.3	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-05	0.3	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-06	0.5	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-07	0.5	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-08	0.3	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-09	0.3	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-10	0.5	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-11	0.5	11.00%	9.50%	1*
20 дек	ВТБ24-1 ИП	15.0	9.70%	8.65%	3
20 дек	ДиПОС	2.0	6.00%	6.00%	1
21 дек	Еврофинансы-Недвиж-1	1.1	5.00%	н.д.	4
21 дек	Еврофинансы-Недвиж-3	1.5	3.00%	н.д.	4
21 дек	Стальфонд-Недвиж.	0.7	5.00%	н.д.	2

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
27 янв	ЛенЭнерго-2	3.0
1 фев	АИЖК-04	0.9
15 фев	ТД Копейка-2	4.0
15 фев	СУ-155-3	3.0
15 фев	ТД Копейка-3	4.0
21 фев	ТГК6 Инвест	2.0
21 фев	ОИЖК	0.7

* 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
14 ноя	GazpromBank 13C	CHF	420	4.38%	2
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
6 фев	PrivatBank 12	USD	500

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынковsales@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**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru**Руководитель управления продаж****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Управление продаж****Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@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**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

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

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@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 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.