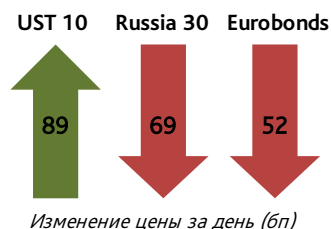


Навигатор долгового рынка

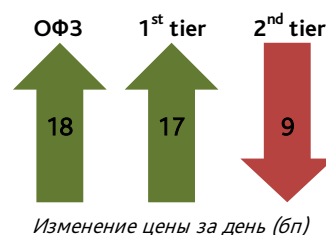
Глобальные рынки и еврооблигации

- Итоги торгов по еврооблигациям: опасения за Европу и упавшая нефть привели к снижению котировок; вся активность – в суверенных выпусках; спред **Russia 30–UST10** приближается к 300 бп
- Открытие торгов по еврооблигациям: напряженность на рынке сохраняется, Brent немного восстанавливается; ждем продолжения продаж на открытии



Рублевые облигации и денежный рынок

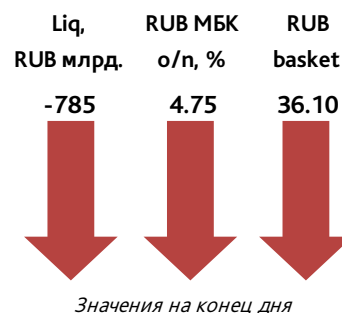
- Внешний негатив не инициировал продажи в длинных локальных суверенных выпусках; значительные премии длинных **ОФЗ** к кривой NDF на фоне улучшения ситуации с внутренней ликвидностью могут обусловить здесь спекулятивный спрос
- Банки продолжают активизироваться на первичном рынке рублевых облигаций: **Связь-Банк** и **Бинбанк** планируют выпустить бонды, **МДМ** озвучил итоги маркетинга бумаг БО-4, а **Газпромбанк** досрочно закрывает книгу заявок инвесторов
- Очевидный спад напряжения на денежном рынке: на аукционах **ЦБ** по 1-дневному **РЕПО** банки «выбрали» только 80% лимита (RUB177.4 млрд.); ставки рынков **МБК** и междилерского **РЕПО** в среднем упали на 40–45 бп; денежных средств, полученных во вторник по 7-дневному **РЕПО**, достаточно для уплаты страховых взносов



Кредитные комментарии

- US GAAP **АФК «Система»** за 9М 2011: долговая нагрузка снижается; развивающиеся активы пока не генерируют заметных денежных потоков; облигации компании неинтересны
- Русал** в очередной раз просит кредиторов смягчить ковенанты; в настоящий момент долг обслуживается без нарушений; рублевые облигации – самые доходные инструменты в металлургическом секторе
- Мосэнерго** опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 9М 2011; совокупный долг продолжает снижаться, а подушка ликвидности остается значительной; к бондам относимся нейтрально
- Татнефть** не получит выгоды от льгот, связанных с введением налогового режима «60-66»; добыча и капитальные вложения в 2012 останутся на прежнем уровне; новости нейтральны; облигации непривлекательны
- Акрон** нашел крупного инвестора для своего калийного проекта; потребность в новых займах снизится; запуск проекта выглядит более реальным; рублевые облигации компании неликвидны
- S&P** повысило рейтинг **Атомэнергопрома** до «BBB» со «стабильным» прогнозом; основная причина – публикация консолидированной отчетности по МСФО за 2010 и увеличение прозрачности компании; к бондам относимся нейтрально
- Альфа-Банк** на этой неделе планирует завершить сделку по привлечению USD250 млн. синдицированного кредита, рассчитывая на стоимость кредита ниже LIBOR+190 бп; умеренно позитивно для стоимости фондирования банка и нейтрально для бумаг

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

13:00	Индекс деловой активности PMI в промышленности в еврозоне за декабрь
13:30	Итоги аукционов по госбумагам Испании с погашением в 2016–2021 гг.
14:00	Индекс потребительских цен в еврозоне за ноябрь
17:30	Индекс деловой активности в промышленности от ФРБ Нью-Йорка за декабрь
18:00	Чистые вложения нерезидентов в бумаги Казначейства США за октябрь
18:15	Промпроизводство и загрузка промышленных мощностей в США за ноябрь

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	338	+14
UST10	▼	1.89	-0.1
Russia 30–UST 10	▲	293	+21
EUR/USD	▼	1.298	-0.4%
Oil (Brent)	▼	105.2	-3.5%
VIX	▲	26.04	+0.63

Итоги торгов по еврооблигациям: опасения за Европу и упавшая нефть привели к снижению котировок; вся активность – в суверенных выпусках; спред Russia 30–UST10 приближается к 300 бп

Рынок российских еврооблигаций накануне вновь оказался под давлением извне: опасения за судьбу еврозоны и падение цен на нефть увели котировки бумаг в красную зону. При этом активность участников сосредоточилась практически полностью в суверенном сегменте рынка.

Из евробондов компаний нефтегазового сектора отметим длинные выпуски Газпрома, подешевевшие на 30–40 бп, а также бумаги ТНК-ВР, просевшие на 0.8–1.4 п.п. Во втором эшелоне колебания котировок не превышали 30 бп (длинные евробонды Вымпелкома и Северстали). В банковском секторе снова подешевели евробонды РСХБ (–20–30 бп), в то время как бумаги ВЭБа, напротив, прибавили в цене 10–30 бп.

Высокая активность инвесторов в суверенных бумагах привела к снижению котировок индикативного выпуска **Russia 30** на 70 бп до 114.94% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** расширился на 20 бп – до 293 бп. Котировки долгосрочных суверенных бумаг Украины снизились примерно на 50 бп. В белорусских выпусках просадка не превысила 15 бп. При этом активность в обоих случаях была традиционно для последнего времени низкой.

Открытие торгов по еврооблигациям: напряженность на рынке сохраняется, Brent немного восстанавливается; ждем продолжения продаж на открытии

Глобальные рынки в четверг продолжают находиться под влиянием опасений за дальнейшее развитие ситуации в Европе. Азиатские рынки торгуются в красной зоне (японский **Nikkei 225** в минусе на 1.1%), фьючерс на **S&P 500** теряет порядка 0.1%. Нефть Brent, подешевевшая накануне на USD4 из-за решения ОПЕК об увеличении квот на добычу, немного восстановилась, но все еще торгуется на USD1 ниже уровня закрытия основных торгов в России накануне. Баррель Brent стоит на данный момент порядка USD106. Мы ждем продолжения негативной динамики на сегодняшних торгах по российским еврооблигациям.

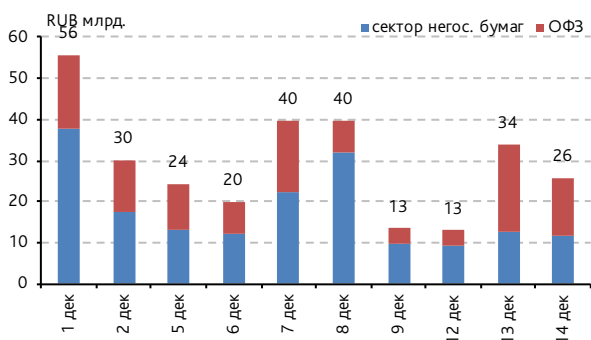
Новостной фон четверга достаточно насыщенный. Так, в первой половине дня внимание инвесторов будет обращено к Испании, которая сегодня попытается разместить долгосрочные бумаги. Из статистики в Европе сегодня опубликуют данные по деловой активности в промышленном секторе и сфере услуг, а также индекс потребительских цен за ноябрь. В США выйдут данные по промпроизводству и вложениям нерезидентов в бумаги Казначейства.



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	16.4%
от 1 до 1.5 лет	11.0%
от 1.5 до 2 лет	15.2%
от 2 до 3 лет	15.0%
от 3 до 5 лет	41.3%
> 5 лет	1.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 7.04%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▲ 7.94%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	▼ 7.87%	6.5
Банки	▲ 8.32%	1.5
Корп 1 эшелон	▼ 7.78%	2.0
Корп 2 эшелон	▲ 8.92%	2.0

Внешний негатив не инициировал продажи в длинных локальных суверенных выпусках; значительные премии длинных ОФЗ к кривой NDF на фоне улучшения ситуации с внутренней ликвидностью могут обусловить здесь спекулятивный спрос

Рыночная активность в среду сместилась в дальний сегмент кривой ОФЗ: основные обороты госбумаг пришлись на выпуски с дюрацией от 4 лет (**ОФЗ 26206**, **ОФЗ 26203**, **ОФЗ 26204**). Несмотря на внешний негатив, продаж здесь не возникло: доходности перечисленных бумаг по сделкам за день изменились в пределах +/-1 бп относительно вторника.

ОФЗ 25077 (YTM 7.93%) полностью отыграл падение вторника и по итогам вчерашних торгов прибавил 35 бп в терминах средневзвешенной цены. Наряду с этим прошли сильные продажи в **ОФЗ 25075** (YTM 7.92%): выпуск подешевел на 1.15 п.п., что обусловило возникновении премии в 11 бп над аналогичным по дюрации **ОФЗ 25079**.

Дальний сегмент кривой ОФЗ по-прежнему предлагает весомые премии относительно ставок NDF: 160–170 бп для срочности **ОФЗ 26206** и **ОФЗ 26204**. Однако мы думаем, что внешняя конъюнктура станет препятствием для массивных покупок в данных выпусках. Вместе с тем ситуация с внутренней ликвидностью после обильного предложения от ЦБ в рамках недельного аукциона РЕПО существенно улучшилась: в связи с чем участники рынка полностью обеспечены средствами для безболезненного прохождения сегодняшних расчетов по страховым взносам. Соответственно такой «запас прочности» сегодня вполне может способствовать спекулятивным покупкам в длинных госбумагах.

Вне сегмента ОФЗ мы обратили внимание на достаточно ликвидный рынок в коротких выпусках **Башнефть БО-1** (YTW 9.55%) и **Евразхолдинг-1** (YTW 9.21%), без значительных ценовых движений. Активный первичный рынок субфедеральных бумаг в последние недели поддерживает торговую активность в сегменте в целом: помимо недавно размещенных **Свердловская обл.-1** (YTW 9.48%) и **Красноярский край-5** (YTW 9.10%) заметным объемом сделок вчера отметился «старый» **Томск-3** (YTW 9.32%).

Банки продолжают активизироваться на первичном рынке рублевых облигаций: Связь-Банк и Бинбанк планируют выпустить бонды, МДМ озвучил итоги маркетинга бумаг БО-4, а Газпромбанк досрочно закрывает книгу заявок инвесторов

Вчера свои намерения о размещении облигаций объявили еще два российских банка: Связь-Банк планирует выпустить RUB5 млрд. бондов 3-й серии, а Бинбанк – RUB3 млрд. бумаг серии БО-1. Также заметим, что, согласно раскрываемым данным на сайте ВТБ, помимо маркируемого выпуска **ВТБ БО-6**, ВТБ планирует разместить 3-летние бонды **ВТБ БО-3,4,7**, техническое размещение которых также назначено на 23 декабря 2012 г. Более детальные параметры данных облигаций не были озвучены.

Связь-Банк, по данным Bloomberg, планирует выпустить RUB5 млрд. облигаций 3-й серии с годовой офертой. Инвесторы смогут подать заявки на участие в выпуске до 20 декабря текущего года, а техническое размещение запланировано на 22 декабря 2011 г. Ориентир по купону находится в диапазоне 8.50–8.75%, или YTP 8.68–8.94% через год.

Предложенные параметры обеспечивают премию к кривой ОФЗ на уровне 220–245 бп. При этом бонус к ориентировочным доходностям маркируемых выпусков Газпромбанка и ВТБ составляет около 50 бп, что, на наш взгляд, является адекватным уровнем для дочернего банка ВЭБа, но не предполагает высокого торгового интереса. Связь-Банк последовательно развивает корпоративный бизнес: корпоративный кредитный портфель вырос на 44% с начала года до RUB99.7 млрд. к 01.11.2011 г. при доле просроченных платежей не более 4.0% от портфеля. В качестве основных источников фондирования банк использует средства корпоративных клиентов (50% от обязательств), также Связь-Банк, по нашим оценкам, обладает доступом к средствам Минфина и ЦБ. Одновременно мы склонны рассчитывать на поддержку со стороны ВЭБа при необходимости и не ожидаем продажи ВЭБом данного актива.

Бинбанк, согласно данным Интерфакса, сегодня планирует провести маркетинг облигаций серии БО-1 на RUB3 млрд. По всей видимости, размещение облигаций носит технический характер, поскольку книга будет открыта в течение часа. Другие детали сделки не раскрываются. Напомним, что в начале декабря Бинбанк маркетинговал бумаги серии БО-3, предлагая доходность выше УТР 12.0% на год, но выпуск так и не был размещен.

МДМ Банк вчера закрыл книгу заявок инвесторов на покупку RUB5 млрд. облигаций серии БО-4, установив купон на уровне 9.5%, т.е. по верхней границе ориентировочного диапазона. Параметры выпуска предполагают УТР 9.72% к годовой оферте, обеспечивая свыше 320 бп премии к суверенной кривой. На наш взгляд, бумаги обладают некоторым потенциалом роста котировок на вторичном рынке при благоприятной рыночной конъюнктуре. Так, на прошлой неделе Альфа-Банк разместил RUB5 млрд. облигаций 2-й серии с УТР 9.58% на 1.5 года при премии к кривой ОФЗ в размере около 260 бп. На наш взгляд, разница в кредитных метриках банков обуславливает спред между бумагами МДМ Банка и Альфа-Банка не более 50 бп, что в совокупности с меньшей дюрацией нового выпуска **МДМ БО-4** предполагает снижение доходности на 20–30 бп. Впрочем, во многом динамика котировок будет определяться настроениями на рынках.

Газпромбанк вчера объявил о досрочном закрытии книги заявок инвесторов на приобретение новых облигаций серии БО-4. По всей видимости, банку удалось найти спрос на весь объем бумаг (RUB10 млрд.) по приемлемой для эмитента цене, что, на наш взгляд, вполне ожидаемо, учитывая привлекательные ориентиры по выпуску. Напомним, что индикативный диапазон по купону предполагает УТР 8.42–8.68% к оферте через год при премии около 190–215 бп к ОФЗ.

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

- 15 дек Размещение на депозиты средств Фонда ЖКХ (RUB3.5 млрд., 90 дней)
- 15 дек Уплата страховых взносов за ноябрь (RUB230 млрд.)
- 20 дек Уплата 1/3 НДС за ЗК11 (RUB240-245 млрд.)
- 21 дек Возврат Минфину RUB141 млрд. бюджетных средств
- 21 дек Возврат Фонду ЖКХ RUB22 млрд. с депозитов
- 26 дек Уплата акцизов, НДС за ноябрь

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.25/5.75	4.50	5.50	4.50/5.00
2-й круг	5.75/6.25	5.25	6.00	5.00/5.50

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.25-5.75	5.35-5.50	4.50-5.00

Очевидный спад напряжения на денежном рынке: на аукционах ЦБ по 1-дневному РЕПО банки «выбрали» только 80% лимита (RUB177.4 млрд.); ставки рынков МБК и междилерского РЕПО в среднем упали на 40–45 бп; денежных средств, полученных во вторник по 7-дневному РЕПО, достаточно для уплаты страховых взносов

Совокупные остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ РФ на начало 15 декабря составили RUB999 млрд. Снижение по депозитам составило RUB5.9 млрд., прирост на корсчетах равен RUB37.5 млрд. Обязательства банковского сектора перед государством немного выросли (на RUB48.2 млрд.). Чистая ликвидная позиция уменьшилась на RUB16.6 млрд. и зафиксировалась на уровне -RUB785.1 млрд.

В среду ЦБ предложил на аукционе 1-дневного прямого РЕПО RUB220 млрд. В течение первой сессии было заключено сделок на сумму RUB120.7 млрд. по средневзвешенной ставке 5.64%, в течение второй – RUB56.7 млрд. по 5.27%. В итоге банки «освоили» только 80% лимита, что свидетельствует о снижении напряженности с ликвидностью. Это обусловлено значительным притоком средств как от ЦБ (RUB623.6 млрд. по 7-дневному РЕПО), так и от ВЭБа (RUB30 млрд. на 301 день) днем ранее.

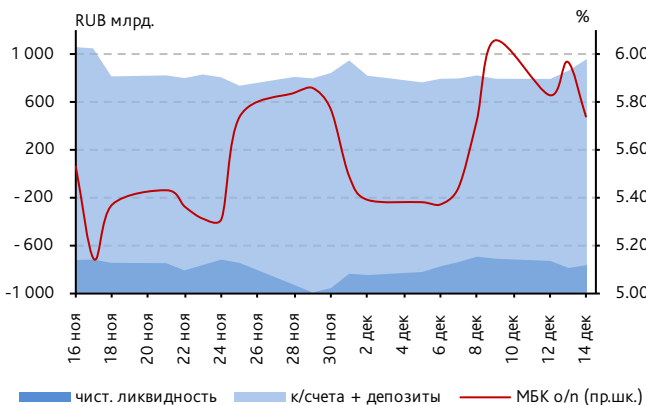
Рынок МБК отреагировал снижением ставок. Вчера банки первого круга привлекали кредиты овернайт внутри дня по ставке 5.35–5.5%, что на 40–50 бп ниже, чем во вторник. На рынке 1-дневного междилерского РЕПО, предоставляемого под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона, ставки опустились до уровня 5.3–6.0% (-40 бп).

Напомним, что сегодня состоится размещение на депозиты средств Фонда ЖКХ: RUB3.5 млрд. на 90 дней. Кроме того, предстоит уплата страховых взносов на обязательное страхование за ноябрь. Ориентировочная сумма оттока составляет RUB230 млрд. В целом в системе достаточно денег для выполнения налоговых обязательств и осуществления всех необходимых платежей Банку России.

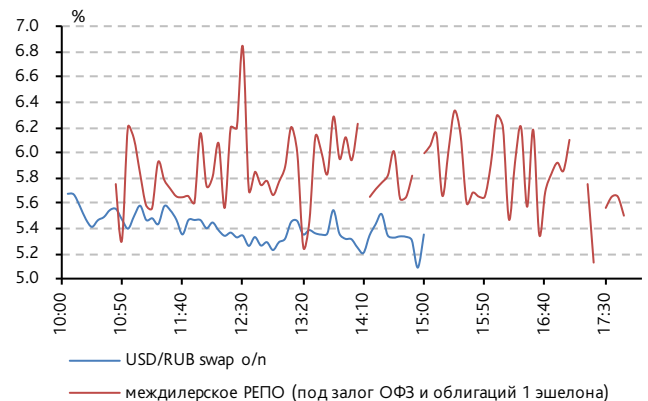


Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

US GAAP АФК «Система» за 9М 2011: долговая нагрузка снижается; развивающиеся активы пока не генерируют заметных денежных потоков; облигации компании неинтересны

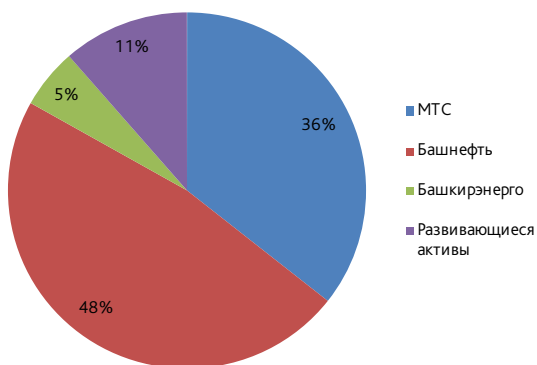
Вчера крупнейшая в России диверсифицированная корпорация, АФК «Система», вслед за своими дочерними компаниями опубликовала консолидированную отчетность по US GAAP за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

На операционном уровне результаты Системы более чем на 80% определяются результатами двух ее крупнейших «дочек» – МТС и Башнефти. Консолидированная выручка Системы увеличилась более чем на 25% до USD25.6 млрд. Это было обеспечено положительной динамикой ARPU (средняя выручка с одного абонента) МТС и ростом цен на нефть, определившим положительную динамику выручки Башнефти. МТС традиционно определяет большую часть консолидированной EBITDA Системы – чуть менее 60%, в то время как сегмент «Развивающиеся активы», объединяющий SSTL, Ситроникс, Детский мир, Интурист и ряд других компаний, лишь в 3К текущего года смог продемонстрировать положительный уровень EBITDA, тогда как результат за 9М 2011 г. оказался отрицательным (-USD140 млн.). Рентабельность по EBITDA Системы сохранилась на уровне около 25%.

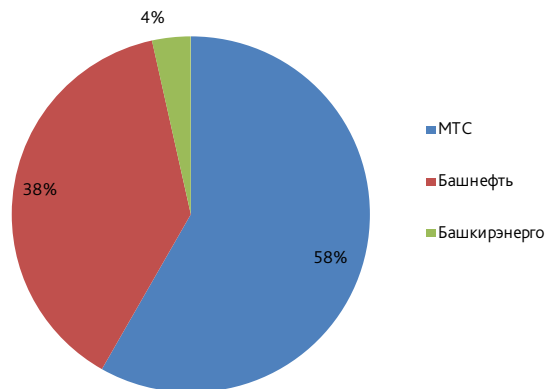
АФК «Система»	Вa3/ВВ/ВВ-
US GAAP, 9М 2011	
Выручка, USD млрд.	25.6
EBITDA margin	25%
Долг/EBITDA	1.9

ДИАГРАММА 1. СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ АФК «СИСТЕМА» ПО ИТОГАМ 9М 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА EBITDA АФК «СИСТЕМА» ПО ИТОГАМ 9М 2011*



* по итогам 9М 2011 сегмент «Развивающиеся активы» продемонстрировал отрицательную EBITDA
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Отдельно отметим, что раньше по отчетности АФК «Система» и публикуемому вместе с ней пресс-релизу можно было с высокой точностью оценивать кредитное качество ее дочерних компаний: эмитентов рублевых облигаций, не публикующих отчетность по МСФО или US GAAP. Весьма ценными были данные о динамике операционных показателей Интуриста, однако в 3К туристическая компания завершила сделку по созданию СП с Thomas Cook, вследствие чего учетная политика претерпела некоторые изменения. Результаты розничного и туроператорского направлений бизнеса Интуриста стали консолидироваться по методу долевого участия, что не дает возможности оценить динамику операционных показателей компании.

Чистый операционный денежный поток Системы также демонстрирует уверенный рост (+26% за год). Компания продолжает генерировать положительный свободный денежный поток, что позволяет ей не увеличивать консолидированный объем долга.

Долговая нагрузка Системы за 3К снизилась: показатель «Чистый долг/EBITDA» составил около 1.7х (2.1х в конце 2К 2011 г.). На размере совокупного долга положительно сказалась девальвация рубля в 3К 2011 г., так как около 70% долга Системы номинировано в рублях. Примечательно также, что чистый долг Корпоративного центра (ответчика по рублевым облигациям) снизился до USD430 млн. из-за значительного объема дивидендов, полученных от дочерних компаний.

Рублевые облигации АФК «Система» не слишком ликвидны в последние месяцы, а их индикативные уровни доходности предполагают символическую премию к кривой ОФЗ. Мы нейтрально относимся к этим бумагам.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АФК «СИСТЕМА»

US GAAP, USD млрд.	9M 2010	2010	9M 2011	3K11/2K11	9M11/9M10
Выручка	20.4	28.1	25.6	2%	26%
ЕВITDA	5.5	6.8	6.3	-3%	15%
Чистая прибыль	1.7	2.1	1.3	-46%	-21%
Чистый операц. денежный поток	2.9	4.1	3.5	62%	21%
Капвложения и М&А	1.2	3.9	2.5	18%	101%
Свободный денежный поток	1.7	0.6	1.2	118%	-27%
Совокупный долг, в т.ч.	14.5	15.4	14.9	-8%	3%
краткосрочный долг	2.5	3.2	2.9	-19%	14%
Денежные средства и эквиваленты	4.0	2.3	2.2	15%	-45%
Активы	42	44	43	-8%	3%
Показатели					
ЕВITDA margin	27%	24%	25%		
ЕВITDA/проценты	4.5	4.3	4.8		
Долг/ЕВITDA*	1.5	2.3	1.9		
Чистый долг/ЕВITDA*	1.1	1.9	1.7		
Долг/Собственный капитал	1.0	1.1	1.0		

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



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

Русал в очередной раз просит кредиторов смягчить ковенанты; в настоящий момент долг обслуживается без нарушений; рублевые облигации – самые доходные инструменты в металлургическом секторе

Как пишут сегодняшние Ведомости, Русал вышел к банкам-кредиторам с просьбой о смягчении условий обслуживания кредитов, полученных в текущем году.

КОММЕНТАРИЙ

Мы уже отмечали, что негативная динамика цен на алюминий и глинозем, отмечающаяся в последние два квартала, оказала существенное влияние на операционные показатели Русала (см. «Навигатор долгового рынка» от 14.11.2011 г.). По этой причине компания уже в 4К текущего года вышла к банкам-кредиторам с просьбой о смягчении условий обслуживания кредитов.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ЦЕН НА АЛЮМИНИЙ



Источник: Bloomberg

В сентябре Русал успешно завершил процесс рефинансирования своего огромного кредитного портфеля (около USD11.5 млрд.), в результате чего его основными кредиторами стали Сбербанк (USD4.6 млрд.), синдикат западных банков (USD4.75 млрд.) и Газпромбанк (около USD680 млн.). В конце ноября компания увеличила объем задолженности перед Сбербанком еще на RUB18.6 млрд. Таким образом, Сбербанк де-факто обеспечивает почти половину всего кредитного портфеля

US Rusal	NR
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	9.5
ЕВITDA margin	24%
Долг/ЕВITDA	3.9

алюминиевой компании, поэтому основные переговоры, если они будут иметь место, будут вестись именно со Сбербанком.

По данным Ведомостей, Русал просит изменить условия по синдицированному кредиту таким образом, чтобы маржа по нему или вообще не изменялась в зависимости от соотношения «Чистый долг/ЕБИТДА», или изменялась более медленными темпами. Кроме того, компания просит процентные каникулы на 2012 г., что позволит ей в случае одобрения этого предложения сэкономить в следующем году около USD1 млрд.

Для публичных кредиторов данная новость имеет скорее негативный оттенок – это прямое свидетельство того, что слишком высокая долговая нагрузка Русала оказывается для него слишком обременительной, а в случае дальнейшего падения цен на алюминий обслуживание долга может стать серьезной проблемой для компании. Кроме того, публичные кредиторы на данный момент находятся в невыгодном положении по отношению к банкам-кредиторам, последние теперь могут диктовать свои условия без оглядки на облигационеров. Ситуация в Русале очень показательна для большинства циклических компаний, обремененных долгами (Мечел, Кокс, ЧТПЗ, ТМК), – постепенное снижение цен на основные виды их продукции приводит к снижению рентабельности и резкому росту долговой нагрузки.

Рублевые облигации Русала остаются самыми дешевыми среди бумаг металлургической отрасли: вчера доходность по ним превышала 12%. С одной стороны, этот уровень доходности привлекателен в абсолютных величинах; с другой, кредитные риски Русала соответствуют столь высокой доходности. Кроме того, из-за слишком большой дюрации эти бумаги несут в себе повышенные рыночные риски, а неломбардный статус серьезно ограничивает круг их потенциальных покупателей.



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

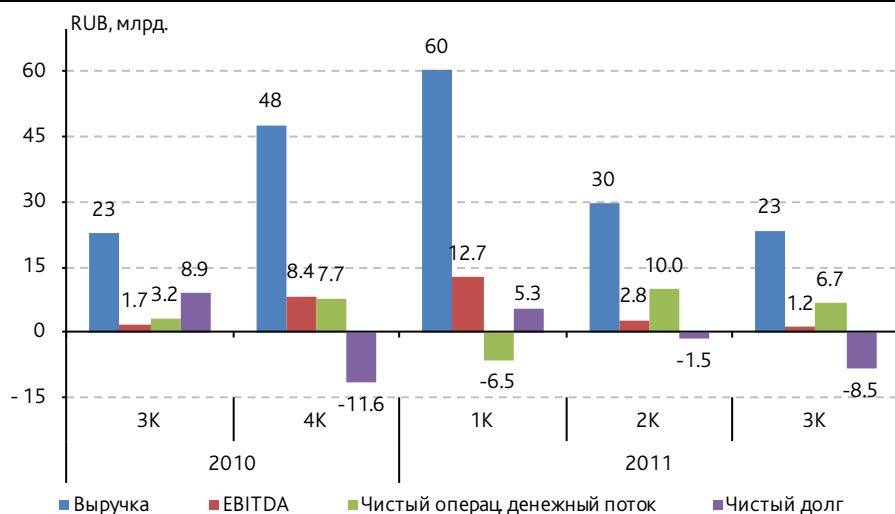
Мосэнерго опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 9М 2011; совокупный долг продолжает снижаться, а подушка ликвидности остается значительной; к бондам относимся нейтрально

Вчера Мосэнерго, крупнейшим тепловым генератором электроэнергетики, была опубликована консолидированная отчетность по МСФО за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

В годовом выражении Мосэнерго продолжает демонстрировать неплохие темпы роста основных операционных показателей (поквартильное сравнение малоинформативно из-за высокой сезонности в показателях всех тепловых генераторов). Выручка по итогам 9М 2011 г. достигла RUB113 млрд. (+16% относительно 9М 2010 г.) во многом благодаря росту цен на рынке «сутки вперед», индексации тарифов на тепловую энергию и небольшому увеличению выработки электроэнергии.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МОСЭНЕРГО



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Мосэнерго	S&P: BB
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	113
ЕБИТДА margin	15%
Долг/ЕБИТДА	0.6

Рентабельность по EBITDA компании по итогам 9М текущего года составила почти 15%. Наибольшее давление на этот показатель для тепловых генераторов оказывает динамика цен на топливо: расходы по этой статье у Мосэнерго выросли на 16%, что приблизительно соответствует индексации тарифа на газ. Тем не менее компании удалось оптимизировать остальные статьи расходов, что и позволило увеличить 9М EBITDA более чем на 40% до RUB16.7 млрд.

Несколько негативный оттенок в опубликованную отчетность внесла динамика чистого операционного денежного потока, который за год сократился на 30%. Однако произошло это в основном из-за изменения рабочего капитала, поэтому по результатам всего 2011 г. вполне можно ожидать восстановления этого показателя.

Одна из наиболее характерных черт кредитного профиля Мосэнерго – это крайне низкая долговая нагрузка, сочетающаяся с внушительной подушкой ликвидности (около RUB23 млрд.). Это лишний раз подтверждает, что компания вряд ли будет прибегать к новым публичным займам в среднесрочной перспективе.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МОСЭНЕРГО

МСФО, RUB млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	ЗК11/2К11	9М11/9М10
Выручка, в т.ч.	97.5	145.3	113.3	-21%	16%
электроэнергия	54.1	78.9	64.3	-8%	19%
тепло	40.4	62.3	47.0	-48%	16%
EBITDA	11.7	20.1	16.7	-59%	43%
Чистая прибыль	3.4	8.7	7.8		129%
Чистый операц. денежный поток	14.8	22.4	10.2	-32%	-31%
Капвложения и М&А	3.8	6.7	12.8	365%	237%
Свободный денежный поток	11.0	15.8	-2.6		
Совокупный долг, в т.ч.	16.7	16.7	14.9	-15%	-11%
краткосрочный долг	4.8	5.0	5.3	4%	11%
Денежные средства и эквиваленты	7.7	28.3	23.4	23%	203%
Активы	251	256	256	-1%	2%
Показатели					
EBITDA margin	12.0%	13.8%	14.8%		
EBITDA/проценты, (x)	9.0	11.5	12.1		
Долг/EBITDA*, (x)	1.1	0.8	0.6		
Чистый долг/EBITDA*, (x)	0.6	< 0	< 0		
Долг/Собственный капитал, (x)	0.1	0.1	0.1		

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

Два выпуска рублевых облигаций Мосэнерго из-за своей малой дюрации (менее 1 года) остаются сравнительно ликвидными инструментами. Более длинный выпуск **Мосэнерго-3** торгуется с дисконтом в 20 бп к недавно размещенному выпуску Газпрома, что, на наш взгляд, объясняется его «ломбардностью». На текущих уровнях доходности мы нейтрально относимся к долговым бумагам Мосэнерго.



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

Татнефть не получит выгоды от льгот, связанных с введением налогового режима «60-66»; добыча и капитальные вложения в 2012 останутся на прежнем уровне; новости нейтральны для компании; облигации непривлекательны

Вчера Татнефть провела телеконференцию, посвященную публикации отчетности за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Наиболее интересной информацией, прозвучавшей в ходе телеконференции, мы считаем сведения относительно налоговых льгот и прогнозы компании на 2012 г. Менеджмент компании пояснил, что Татнефть не является конечным получателем налоговых льгот, и какого-либо эффекта на финансовые результаты они не окажут. Мы делаем вывод, что льготы целиком предназначены для компании ТАИФ-НК, владеющей нефтеперерабатывающим заводом в Татарстане. Для Татнефти эта новость нейтральна, поскольку была ожидаемой.

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

Прогнозы по добыче и капитальным затратам также не преподнесли никаких сюрпризов: они ожидаются на уровне 2011 г. Мы полагаем, что в 2012 г. компания получит значительный свободный денежный поток и будет иметь возможность сократить уровень долговой нагрузки. В целом можно сказать, что Татнефть сохраняет статус устойчивого представителя 2-ого эшелона.

Единственный рублевый выпуск неликвиден и интереса не представляет.



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

Акрон нашел крупного инвестора для своего калийного проекта; потребность в новых займах снизится; запуск проекта выглядит более реальным; рублевые облигации компании неликвидны

По данным Коммерсанта, Акрон договорился с ВЭБом об участии последнего в калийном проекте. Окончательное решение по сделке будет зависеть от мнения наблюдательного совета ВЭБа.

КОММЕНТАРИЙ

Предлагаемые Акрону условия сделки выглядят несколько иначе, чем химическая компания предполагала ранее. ВЭБ выкупит только 20% в калийном проекте Акрона (разработке Талицкого участка Верхнекамского месторождения), а не 49%, как планировала компания. Акрон получит за этот пакет RUB6.7 млрд., однако вместе с этими средствами получит целевой кредит об ВЭБа объемом USD1.1 млрд. Условия по этому кредиту не выглядят льготными, а скорее соответствуют кредитному качеству химической компании: кредит выдается на 6 лет по ставке 3M LIBOR+6.5%.

Одним из условий участия ВЭБа в калийном проекте будет продажа 29% участия в проекте другим инвесторам приблизительно за USD330 млн. Именно это условие может оказаться серьезным препятствием для финансового участия госбанка в разработке Талицкого участка. Крупнейший российский производитель калийных удобрений, Уралкалий, уже отказывался от участия в этом проекте, а Еврохим близок к завершению строительства собственного калийного направления бизнеса (будет запущено уже в 2013 г.), поэтому поиски потенциальных инвесторов, тем более в нынешних рыночных условиях могут оказаться для Акрона неподъемной задачей.

В том случае, если госбанк все же будет участвовать в финансировании проекта, это событие имело бы положительный эффект на кредитное качество Акрона. Разработка калийного направления – это очень долгосрочный проект, его запуск вряд ли произойдет раньше 2017–2018 гг., поэтому привлечение надежного долгосрочного инвестора обеспечило бы компании безболезненное финансирование проекта в течение всего срока его реализации и не потребовало бы от Акрона отвлечения денежных потоков от основной деятельности.

Долговая нагрузка Акрона постепенно снижается в последние кварталы в основном благодаря росту цен на минеральные удобрения. Компания в середине 2012 г. запустит свой основной инвестиционный проект – разработку месторождения апатит-нефелиновых руд «Олений ручей». Инвестиционные планы компании на 2012 г. составляют около USD400 млн., кроме того, компании предстоит выплатить значительный объем дивидендов (RUB6.3 млрд.), в то время как динамика операционного денежного потока в 3К текущего года не выглядела обнадеживающей (см. «Навигатор долгового рынка» от 23.11.2011 г.). Тем не менее существенный запас ликвидных средств (RUB10.5 млрд.) и невыбранных кредитных линий (чуть более RUB11 млрд.) должны позволить Акрону безболезненно рефинансировать краткосрочный долг, выплатить запланированные дивиденды и профинансировать большую часть инвестпрограммы, в случае если негативная динамика денежных потоков сохранится. На наш взгляд, снижения долговой нагрузки Акрона ждать в среднесрочной перспективе не приходится.

Рублевые облигации Акрона на данный момент практически неликвидны, а индикативные уровни доходности не соответствуют кредитным рискам компании. Мы нейтрально относимся к этим бумагам и не ожидаем от них положительной динамики.



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

Акрон	B1/NR/B+
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	46.2
EBITDA margin	31%
Долг/EBITDA	2.3

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
14 дек	ЮниКредит Банк-16о	5.0	9.00%	2*	9.20%
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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
15 дек	Коми-10	2.1	9.50%	5
16 дек	МДМ Банк-46о	5.0	9.50%	1*
20 дек	ГПБ-46о	10.0	8.25-8.50%	1*
21 дек	Вологодская обл-2	2.5	н.д.	5
21 дек	МСП Банк-1	5.0	9.00-9.75%	2*
21.дек	НЛМК-26о	5.0	8.50-8.75%	1.5*
21.дек	НЛМК-36о	5.0	8.75-9.25%	3
22 дек	Профит-Гарант-1	0.1	н.д.	3
22 дек	Инвектор-1	0.1	н.д.	3
22 дек	Связь-Банк-3	5.0	8.50-8.75%	1*
23 дек	Каркаде-2	1.5	12.5-13.5%	1*
23 дек	ВТБ-36о	5.0	н.д.	3
23 дек	ВТБ-46о	5.0	н.д.	3
23 дек	ВТБ-66о	10.0	8.00-8.50%	1*
23 дек	ВТБ-76о	10.0	н.д.	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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
22 дек	Еврофинансы-Недвиж-2	1.1	5.00%	н.д.	4

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 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**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

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.