TRUST
национальный банк траст

22 марта 2011 г.

НАВИГАТОР ДОЛГОВОГО РЫНКА

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Минфин США** обнародовал намерение распродать портфель MBS в объеме USD142 млрд. – UST пошатнулись, долгосрочное влияние на цены суверенного долга возможно через потенциальное снижение эмиссии UST на указанную сумму
- **Минфин РФ** разрешил инвестировать средства ФНБ в госбумаги Испании, но с оговоркой по срокам; Россия сможет заработать на высокой доходности
- Понедельник принес **замедление роста** как в корпоративный, так и в суверенный сегмент; высокая активность по рублевому евробонду РСХБ
- Спокойный внешний фон может обеспечить **продолжение положительной динамики** на российском долговом рынке; операция в Ливии уже отыграна рынком
- **Пробизнесбанк** планирует доразместить субординированные еврооблигации; ждем высоких ориентиров (стр. 2-4)

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Уплата **НДС** не сопровождалась ростом **ставок** благодаря запасу накопленной ликвидности
- В ближайшие дни **ожидаем повышенного спроса на ликвидность** с возможным небольшим подъемом ставок из-за более крупных отчислений в казну – по **НДПИ** и **налогу на прибыль**
- **Рубль** отыграл недавнее падение по корзине из-за дорожающей нефти и повышения аппетита к рисковым активам
- **Рублевый рынок**: настрой на покупки второй половины прошлой недели исчез, в ОФЗ покупался только ближний конец кривой, первой эшелон просел
- **ЮТэйр** вновь открывает книгу заявок; ориентиры не полностью отражают риски
- **АИЖК** планирует выпустить облигации; условия выпуска интересны даже по нижней границе
- **ЕвроХим** предложит 3 новых выпуска облигаций; обращающиеся бумаги торгуются агрессивно, тем не менее премия новых выпусков ко вторичному рынку маловероятна (стр. 5-7)

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **СУЭК** возвращается к планам IPO; условия благоприятны для размещения; изменения в структуре акционеров позитивны, могут повысить котировки облигаций
- **Сбербанк** публикует сильную отчетность по МСФО за 2010 год; нейтрально для еврооблигаций, которые смотрятся отличной альтернативой суверенному долгу
- **ЛенСпецСМУ**: успешность IPO зависит от мировой конъюнктуры; облигации компании переоценены относительно конкурента
- Moody's понизило рейтинг **ВымпелКома** на одну ступень; ожидаемое событие; ждем умеренно негативной реакции к евробондах (стр. 8-10)
- **ВТБ** довел свою долю в **Банке Москвы** до контрольной; не исключаем, что в интересах ВТБ действовал С. Керимов. Миноритарии Банка Москвы предложили свои акции к продаже. Госбанк в шаге от получения фактического контроля над столичным банком. Спред субординированного MosBank 17 к кривой ВТБ все еще избыточен

СЕГОДНЯ

- Размещение: **Транскапиталбанк-2**, **АФК Система-4**

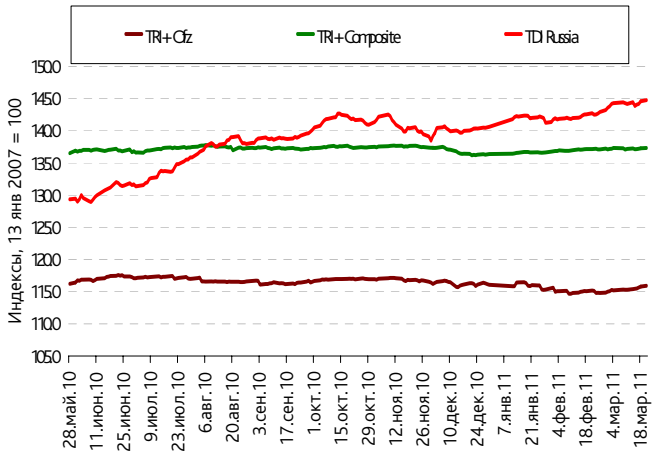
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

		Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↓	179.00	-7.00	2.00	-20.00
EMBI+ spread	↓	270.72	-5.80	8.63	29.59
Russia 30 Price	↓	116.31	-0	+1 2/8	+ 5/8
Russia 30 Spread	↓	133.10	-4.40	-0.90	-15.40
Russia 5Y CDS	↔	132.88	-	-19.44	-13.63
UST 10y Yield	↑	3.323	+0.05	-0.21	-0.01
BUND 10y Yield	↑	3.232	+0.05	+0.05	+0.31
UST 10y/2y Yield	↓	268.6	-0	-12	-5
Mexico 33 Spread	↓	235	-6	+0	+3
Brazil 40 Spread	↓	143	-10	+209	+194
Turkey 34 Spread	↓	298	-3	-2	+41
ОФЗ 26199	↓	5.49	-0.00	-0.30	-0.75
Москва 50	↑	5.51	+0.03	-0.09	-0.38
Мособласть 8	↓	7.70	-0.08	-0.02	-0.82
Газпром 4	↔	7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓	7.12	-0.00	-0.34	-0.34
Руб / $	↓	28.368	-0.375	-0.891	-1.983
$ / EUR	↑	1.423	+0.005	+0.055	+0.088
Руб / EUR	↑	40.200	0.090	0.431	-0.288
NDF 1 год	↔	4.170	0.000	-0.330	-0.530
RUR Overnight	↓	2.85	-0.2	+0.5	
Корсчета	↓	613.3	-5.40	+96.10	-275.00
Депозиты в ЦБ	↓	792.9	-1.60	-96.40	+223.30
Сальдо опер. ЦБ	↑	541.20	+1.60	+289.90	+605.00
RTS Index	↑	1981.86	+0.93%	+4.58%	+11.81%
Dow Jones Index	↑	12036.53	+1.50%	-2.86%	+3.13%
Nasdaq	↑	2692.09	+1.83%	-5.01%	+0.02%
Золото	↑	1430.96	+0.19%	+1.85%	+1.14%
Нефть Urals	↑	110.92	+0.53%	+9.50%	+20.30%

TRUST Bond Indices

		TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↑	250.87	0.08	1.76	5.30
TRIP Composite	↑	235.73	0.10	0.27	1.54
TRIP OFZ	↑	184.14	0.18	1.18	0.13
TDI Russia	↑	226.91	0.31	3.20	4.66
TDI Ukraine	↑	225.47	0.46	2.67	3.17
TDI Kazakhs	↑	186.04	0.32	1.28	4.16
TDI Banks	↑	225.86	0.44	2.82	5.08
TDI Corp	↑	240.28	0.36	3.34	5.59

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices



ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Минфин США обнародовал намерение распродать портфель MBS в объеме USD142 млрд. – UST пошатнулись, долгосрочное влияние на цены суверенного долга возможно через потенциальное снижение эмиссии UST на указанную сумму

Вчера незадолго до открытия основных торгов Минфин США сообщил о планах продажи портфеля ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (mortgage-backed securities – MBS), которыми он владеет на USD142 млрд. Как следует из пресс-релиза, регулятор принял данное решение в рамках сворачивания программ стимулирования восстановления экономики и финансового сектора эпохи TARP и прочей помощи – т.е. 2008-2009 годов.

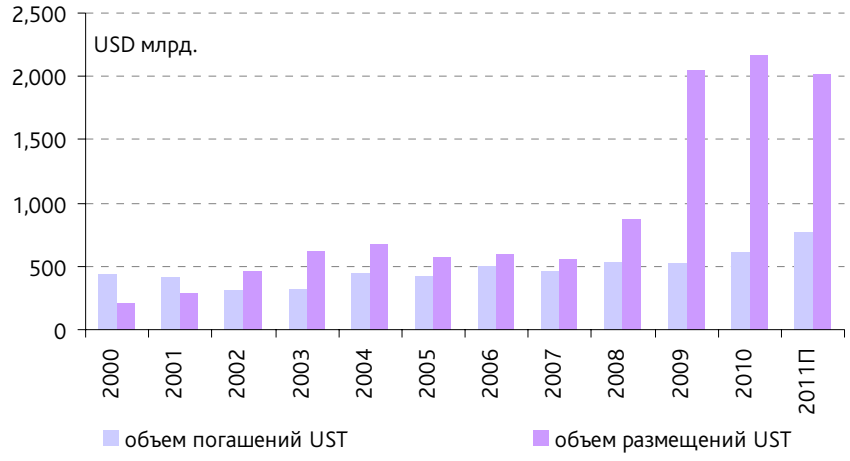
В планах Минфина – продажа портфеля с темпом порядка USD10 млрд. в месяц с учетом рыночной конъюнктуры. Какого-либо расписания и предварительного обнародования объемов продажи MBS не планируется. Минфин полагает, что данное действие не окажет влияния на уровень рыночных ставок по ипотеке и на рынок MBS.

Обращаем внимание, что данное решение никак не сигнализирует о каких-то возможных изменениях монетарной политики – в поисках таких сигналов нужно, как минимум, поглядывать на ФРС. ФРС в свою очередь продолжает придерживаться политики несокращения баланса, хотя и указывала возможность его сокращения как один из инструментов реализации политики выхода из состояния мягкой монетарной политики.

Рынок UST отреагировал на обнародование обсуждаемых намерений Минфина США краткосрочным снижением цен – доходность **UST10** выросла с 3.31% до 3.345% к 17.00 МСК, после чего данная просадка была выкуплена. Долгосрочное влияние продажи Минфина данного портфеля агентских бумаг может быть куда более существенными для рынка UST – в положительном ключе. Регулятор может сократить объем заимствований на публичном рынке (т.е. через эмиссию UST) на сумму, вырученную от продажи MBS.

Мы оцениваем объем заимствований Минфина США через эмиссию UST на 2011 год в объеме USD2.05 трлн. Он формируется объемом погашений UST в 2011 году на сумму USD770.3 млрд., что, соответственно, дает чистую эмиссию в пределах USD1.25 трлн.

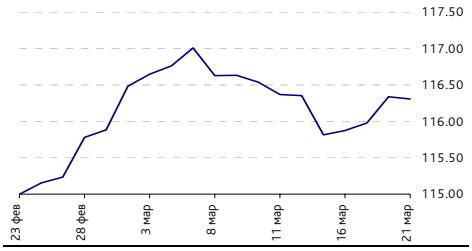
ДИАГРАММА 1. ОБЪЕМЫ ЭМИССИИ И ПОГАШЕНИЙ UST, 2002-2011 КАЛЕНДАРНЫЕ ГОДЫ



Источник: http://www.treasurydirect.gov, Bloomberg, расчеты НБ «ТРАСТ»

В свою очередь она складывается из пересмотренного US Congressional Budget Office объема дефицита бюджета на 2011 финансовый год, скорректированного на эмиссию UST в 4 квартале 2010 г., и расчетного объема дефицита в первые три месяца 2012 финансового года (т.е. в последние три месяца календарного 2011 года).

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)

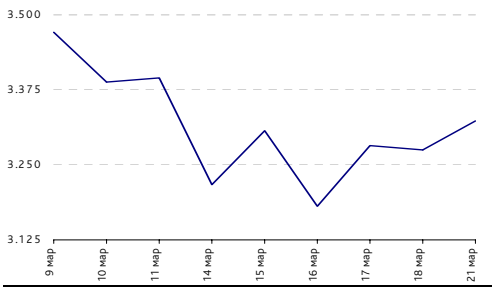
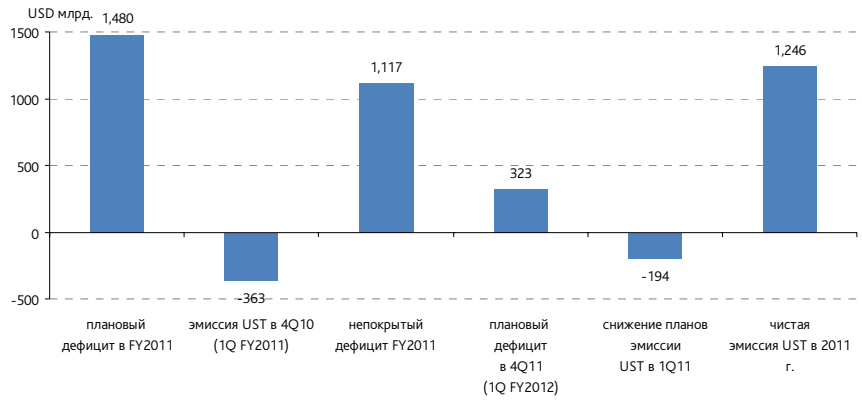
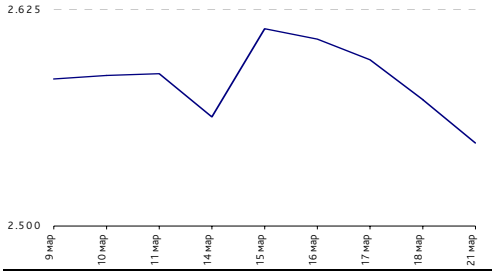


ДИАГРАММА 2. ОЦЕНКА НЕТТО-ЭМИССИИ UST В 2011 КАЛЕНДАРНОМ ГОДУ



Источник: http://www.treasurydirect.gov, http://www.fms.treas.gov, http://www.cbo.gov, Bloomberg, расчеты НБ «ТРАСТ»

Brazil 40 (YTM)



Соответственно, продажа Минфином портфеля MBS позволяет говорить о сокращении объема эмиссии UST в 2011 году до порядка USD1.87 трлн. (до USD1.1 трлн. – в терминах чистой эмиссии). Для рынка это означает сокращение навеса первичного предложения – существенного фактора роста доходностей UST.

Минфин разрешил инвестировать средства ФНБ в госбумаги Испании, но с оговоркой по срокам; Россия сможет заработать на высокой доходности

Как стало известно накануне, российский Минфин включил Испанию в перечень стран, бумаги которых могут использоваться для инвестирования средств Фонда национального благосостояния (ФНБ). Примечательно, что средства ФНБ можно будет вкладывать в испанские бумаги с максимальным сроком до погашения, равным одному году. Для других бумаг, деноминированных в евро, этот порог составляет 5 лет.

С нашей точки зрения, данное решение финансового ведомства может отражать стремление немного «подзаработать» на высокой доходности, которую сейчас предлагают гособязательства Испании. Так, на дюрации чуть менее года доходность по ним составляет 1.84% против 1.51% у Бельгии и около 1.2% у Германии и Франции. Тем не менее, значительно меньший, чем по другим бумагам в евро, максимальный срок до погашения, в нашем понимании говорит о все еще неясных перспективах испанской налогово-бюджетной сферы. Несмотря на более благоприятную обстановку на долговом рынке в сравнении с Португалией (отмеченную в ходе последних аукционов по госбумагам), «Ахиллесовой пятой» Испании все еще остается банковский сектор, и неудача в его реформировании может привести к резкому обострению долгового кризиса в стране.

Понедельник принес замедление роста как в корпоративный, так и в суверенный сегмент; высокая активность по рублевому евробонду РСХБ

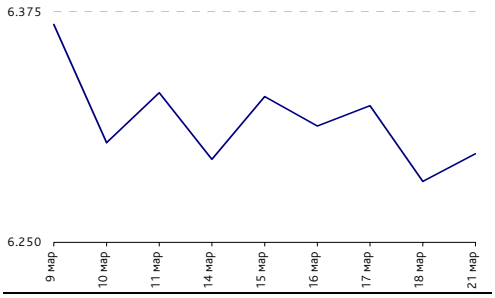
Наблюдавшийся в конце прошлой недели рост российского рынка еврооблигаций продолжился и в понедельник, однако был уже не таким сильным и «дружным». Удерживающаяся у высоких отметок цена на нефть вновь оказала поддержку бумагам нефтегазового сектора. Так, на 25 бп подорожали выпуски **Lukoil 19** и **Lukoil 20**, а **TransNeft 13** и **TransNeft 14** прибавили по 35 бп каждый. Тем не менее в бумагах Газпрома динамика была разнонаправленная - **Gazprom 20**, в частности, просел на 30 бп. Во втором эшелоне шли покупки в бумагах **Алросы** и **Северстали** – евробонды компаний прибавили по 15 бп. В банковском секторе неплохо себя чувствовали еврооблигации **Газпромбанка**, **ВЭБа** и **Россельхозбанка**, в то время как к бумагам ВТБ инвесторы отнеслись не столь единодушно - **VTB 35**, в частности, потерял 10 бп. Активно торговался недавно выпущенный рублевый евробонд **RussAgrBank 16R**, однако по итогам дня изменение стоимости были незначительным (+7 бп), как и по другой «свежей» бумаге, **HCFB 14**, подорожавшей лишь на 3 бп.

Рост в суверенном сегменте также замедлился. Индикативный выпуск **Russia 30**, поднимавшийся в течение дня до 116.6% от номинала, завершил понедельник практически без изменений - на уровне 116.3% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** при этом сузился всего на 5 бп – до 138 бп. Гораздо увереннее чувствовал себя рублевый суверенный евробонд **Russia 18R** – он подорожал на 30 бп - до 102.23% от номинала.

Спокойный внешний фон может обеспечить продолжение положительной динамики на российском долговом рынке; операция в Ливии уже отыграна рынком

Весомых новостных поводов, способных привести к заметным колебаниям на российском долговом рынке в понедельник, мы не заметили. Военная операция в Ливии, равно как и беспорядки на Ближнем Востоке, продолжаются, однако инвесторы, кажется, уже заложили эти риски в стоимость активов – цена на нефть чуть отступила от предыдущих уровней и сейчас колеблется около USD114 за баррель. Фьючерсы на американские фондовые индексы торгуются ниже уровней закрытия, в то время как на площадках Азии наблюдается умеренная положительная динамика, а токийская биржа, закрытая накануне, и вовсе завершила вторник ростом на 4.4%, несмотря на сохраняющуюся угрозу новых взрывов на АЭС. Итоги вчерашней встречи министров финансов еврозоны (Еврогруппа договорилась о механизме наполнения будущего постоянно действующего антикризисного фонда) вряд ли окажут влияние на настроения инвесторов, учитывая, что главное событие – саммит ЕС – состоится уже в конце текущей недели. В целом мы ждем продолжения умеренно позитивной динамики на российском долговом рынке.

Turkey 34 (YTM)



Пробизнесбанк (B2/NR/B-) планирует доразместить субординированные еврооблигации; ждем высоких ориентиров по доходности, учитывая размывание кредитного качества банка

Сегодня Интерфакс сообщает о том, что Пробизнесбанк планирует доразместить субординированные евробонды с погашением в 2016 году. Первичное размещение бумаг на USD50 млн. состоялось в ноябре прошлого года, тогда ставка купона была установлена на уровне 11.75%.

На текущий момент бумага неликвидна, поэтому едва ли можно ожидать реакции на вторичном рынке. В то же время мы ожидаем увидеть доходность по допэмиссии не менее YTM 11.00%, принимая во внимание статус выпуска и слабые моменты кредитного профиля банка. Так, вызывает опасения обеспеченность капиталом (TCAR 12.4% по МСФО за 2009 год) и высокий уровень просроченных кредитов (NPLs 13.6% по итогам 1П 2010). К тому же, судя по динамике по РСБУ во 2П 2010, кредитный портфель стагнирует (RUB33 млрд. на 01.03.2011), а объём проблемных кредитов нарастает.

Мрия (NR/B-/B-) начинает road-show: вторая попытка выхода на рынок евробондов может стать успешнее, хотя кредитные риски все равно высоки

Как стало известно накануне, украинский агрохолдинг «Мрия» возобновляет подготовку к дебютному выпуску евробондов, прерванную в конце 2010 г. из-за ухудшения рыночной конъюнктуры. Компания уже начала road-show, а прайсинг еврооблигаций ожидается до конца марта или во втором квартале текущего года. Напомним, по итогам проведенного в ноябре 2010 г. роад-шоу по еврооблигациям «Мрия» на сумму USD300 млн. неофициальный ориентир доходности был установлен на уровне 10.00% годовых.

С нашей точки зрения, размещение дебютных евробондов на этот раз может завершиться относительно успешно, чему будет способствовать, прежде всего, стремительное повышение мировых цен на продовольствие. Тем не менее, принимая во внимания меньшие размеры компании по сравнению с другими участниками сельскохозяйственного сектора, «Мрия» наверняка будет вынуждена предложить рынку премию. Учитывая, что доходность по Avangard Agroholding 15 составляет около 10.50%, а рейтинг «Авангарда» на одну ступень превышает аналогичные показатель «Мрия», размер премии по евробондам последней может составить 60-80 бп.

Из рисков Мрии отметим не только ее небольшие размеры бизнеса, но и высокую долю внутригрупповых сделок – на наш взгляд, именно это стало причиной высокой премии при размещении Авангарда. Как отмечают рейтинговые агентства, для Мрии высоки риски активной экспансии.

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64
Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru ☎ 647-23-62
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru ☎ 786-23-48
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru ☎ 647-23-59

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Уплата НДС не сопровождалась ростом ставок благодаря запасу накопленной ликвидности

В понедельник денежный рынок выглядел более спокойно, чем в конце прошлой недели, и это несмотря на то, что основная часть платежей по НДС, скорее всего, пришлась именно на вчерашний день. В сумме за последние два дня уплата трети НДС за 4К 2010 г. «оттянула» с корсчетов и депозитов около RUB68 млрд., но это заметно меньше прогнозируемых нами отчислений по этому налогу в размере RUB120-135 млрд., что говорит о высокой вероятности пополнения ликвидности за счет средств от расходов бюджета и покупок валюты Банком России.

Накопленная избыточная ликвидность удерживает стоимость привлечения на денежном рынке от повышения даже во время налогового периода. Тот факт, что вопреки оттоку ликвидности короткие ставки в отдельных сегментах рынка падают, говорит об отсутствии какой-либо серьезной напряженности в связи с повышенным спросом на рублевую ликвидность. Однако недооценивать трудности, которые могут возникнуть у отдельных участников рынка, не стоит.

После того, как в пятницу ставки по 1-дневным межбанковским кредитам снизились в среднем на 50 бп, вчера они практически повторили динамику предшествующих торгов, будучи примерно на 20-30 бп повыше на закрытие - 2.75-3.0%, но по-прежнему ниже стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.0%). Более низкой была и средняя стоимость фондирования через 1-дневное междилерское РЕПО под залог облигаций 1-го эшелона и ОФЗ – 3.5% против 3.58% накануне. Ставки по валютным свопам, вопреки фактору повышенного интереса к рублю на FX, задержались в диапазоне 2.6-2.8%.

В ближайшие дни ожидаем повышенного спроса на ликвидность с возможным небольшим подъемом ставок из-за более крупных отчислений в казну – по НДПИ и налогу на прибыль

Анализируя балансы ЦБ по состоянию на сегодняшнее утро, отметим сокращение как корсчетов (на RUB45.4 млрд. до RUB567.9 млрд.), так и депозитов (на RUB15.7 млрд. до RUB777.2 млрд.). Впрочем, суммы, ушедшие на уплату НДС, несущественны в сравнении с чистым запасом ликвидности, который остается близким к RUB1.8 млрд. Гораздо большую опасность для состояния денежного рынка в ближайшем времени будут представлять более крупные налоги - НДПИ и акцизы (RUB185-190 млрд.), предстоящие к уплате до 25 марта, и налог на прибыль (RUB300-310 млрд.) - до 28 марта. В совокупности с аукционом **ОБР-18,** заявленным объемом до RUB100 млрд. 24 марта, отчисления по этим налогам могут спровоцировать кратковременный подъем ставок денежного рынка, но не более чем на 0.2-0.5 п.п., по нашим оценкам.

Рубль отыграл недавнее падение по корзине из-за дорожающей нефти и повышения аппетита к рисковым активам

Составляя RUB33.69 на открытие, цена бивалютной корзины снижалась на протяжении всей торговой сессии, достигнув к 14:20 МСК дневного минимума RUB33.58, после чего откатилась до RUB33.62 на закрытие.

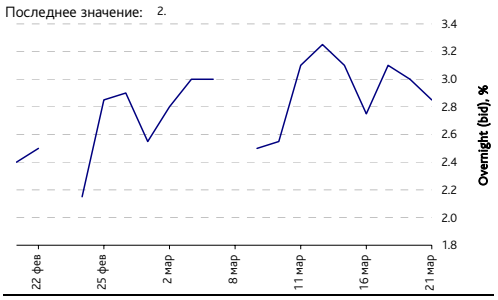
В первой половине вчерашней торговой сессии рубль отыграл позиции к бивалютной корзине из-за общего повышении аппетита к риску на фоне дорожающей нефти, но был сдержан давлением со стороны интервенций ЦБ, которые могут составлять сейчас порядка USD300 млн. в день.

Ввиду продолжающегося оттока капитала, динамика рубля на текущий момент в основном определяется интенсивностью притока нефтедолларов по текущему счету, нежели поведением счета капитала, то есть рубль все больше зависит от сырьевых цен, отсюда и столь заметное укрепление рубля по мере возобновления удорожания «черного золота». Правда, непременным условием при этом является отсутствие внешних шоков.

Так, отмеченное улучшение на сырьевых рынках не замедлило изменить восприятие участников рынка в позитивную сторону, что тут же отразилось на трехмесячных ставках NDF, которые преимущественно находились вчера в диапазоне 3.12-3.19% против 3.12-3.23% накануне.

В ближайшие дни заметную поддержку рублю может оказать активизация продаж валюты экспортерами под уплату налогов, но определяющим фактором, пожалуй, станет решение ЦБ по ставкам на предстоящем заседании совета директоров 25 марта.

Ставка overnight (максимум, bid)

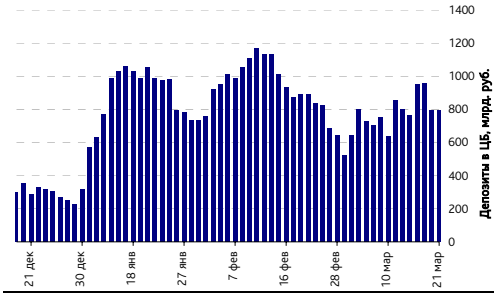


Рублевый рынок: настрой на покупки второй половины прошлой недели исчез, в ОФЗ покупался только ближний конец кривой, первой эшелон просел

Активность на рынке в понедельник относительно второй половины прошедшей недели можно классифицировать как невысокую. В сегменте ОФЗ кривая снизилась только в ближних сроках, средняя дюрация продавалась, а в дальнем конце сильных ценовых движений в целом не было. Снижение кривой в ближних сроках было в основном обеспечено покупками в **ОФЗ 25073** (+28 бп), хотя о ликвидном характере торгов в бумаге вчера говорить нельзя – оборот порядка USD370 млн. был обеспечен всего четырьмя сделками. В средних сроках на хороших оборотах выросла **ОФЗ 25077** (+12 бп).

В первом эшелоне, отторговавшемся с общим вектором снижения цен, сильный спрос присутствовал в **Алроса-20** (+38 бп), **ВЭБ-6** (-4 бп). Во втором эшелоне среди лидеров оборота покупались отдельные выпуски Мечела – **Мечел БО-3** (+46 бп) и **Мечел-15** (+40 бп), хотя о наличии в них ликвидного рынка вчера также говорить не приходится.

Депозиты в ЦБ РФ



ЮТэйр (NR) вновь открывает книгу заявок; ориентиры не полностью отражают риски

Вчера была открыта книга заявок на два выпуска компании «ЮТэйр» – **ЮТэйр БО-4** и **ЮТэйр БО-5** по RUB1.5 млрд. каждый. Бумаги будут размещаться на три года, оферты по ним объявлено не было. Ориентир ставки ежеквартального купона – 9.10-9.40% (YTM 9.42-9.74%), что подразумевает премию к кривой уже обращающихся выпусков **ЮТэйр БО-1..3** в 50-80 бп. Мы считаем, что такая премия необходима при размещении: за последний год это уже третий выход компании на долговой рынок с предложением бумаг.

С фундаментальной точки зрения мы считаем риски ЮТэйр довольно высокими: из объявленных вчера оценок результатов отчетности по МСФО следует, что долговая нагрузка по показателю «Долг/EBITDA» сократится с 6.6х до 4.2х по итогам 2010 года и останется на этом уровне и к концу 2011 года.

Существенные для компании планы по обновлению парка самолетов и вертолетов, на наш взгляд, означают, что увеличение совокупного уровня долга за 2011 год лишь на USD140 млн. (прогноз менеджмента) возможен только при сохранении позитивной внешней конъюнктуры и получении положительного свободного денежного потока. Так, можно заметить что в 2009 году при менее активном увеличении парка долг увеличился на сравнимую величину, а денежный поток был отрицательным.

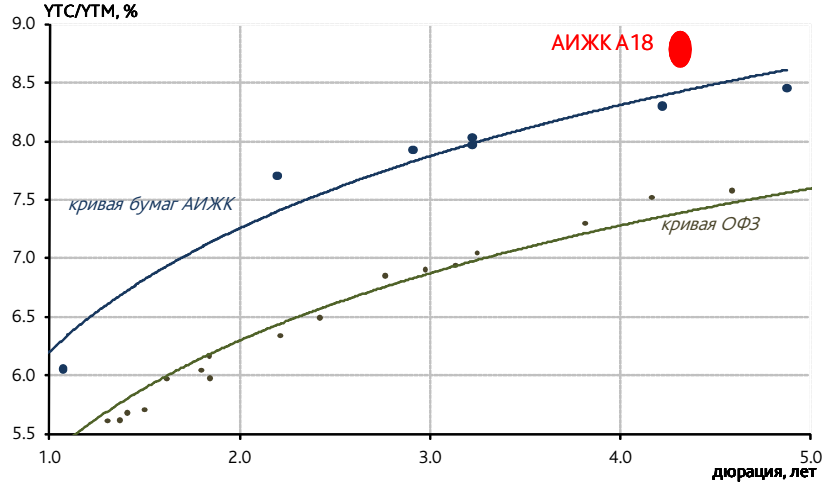
При сравнимой дюрации нам больше нравятся бумаги **РМК-3**. Мededобывающая компания, на наш взгляд, подвержена меньшим отраслевым и самостоятельным рискам. Доходность по бондам РМК при этом даже чуть выше, чем по ориентирам ЮТэйр – 9.9%.

АИЖК (Baa1/BBB/NR) планирует выпустить облигации; условия выпуска интересны даже по нижней границе

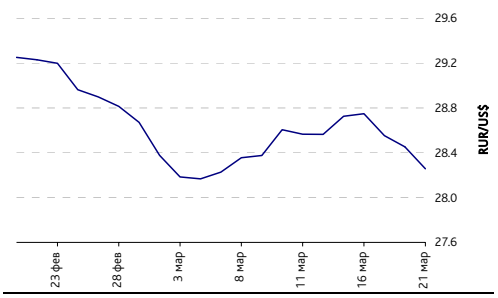
Вчера АИЖК объявило о намерении выпустить RUB7 млрд. облигаций серии А18. Наряду с традиционно сложной структурой погашения бумаг АИЖК, по выпуску А18 предусмотрена оферта через 5 лет. После чего, по усмотрению эмитента, возможно досрочное погашение 70% от номинала в июле 2016 и 30% - в 2017. Предусмотрена также амортизационная структура погашений: по 30% от номинала в июле 2020 и 2023 и по 20%- в 2021 и 2022. Книга на покупку облигаций будет открыта только с 30 марта до 1 апреля, а техническое размещение назначено на 5 апреля.

Ориентир по ежеквартальному купону составляет 8.35-8.60%, что предполагает YTP 8.62-8.88% к оферте. Мы считаем предложенные условия интересными даже по нижней границе, поскольку премия к кривой обращающихся облигаций составляет не менее 30 бп.

ДИАГРАММА. ДОХОДНОСТЬ БУМАГ АИЖК



Курс рубль/доллар



Источник: данные ММВБ, НБ «ТРАСТ»

ЕвроХим (NR/BB/BB) предложит 3 новых выпуска облигаций; обращающиеся бумаги торгуются агрессивно, тем не менее премия новых выпусков ко вторичному рынку маловероятна

Согласно данным Интерфакс, ЕвроХим планирует в этом году предложить 3 новых выпуска обыкновенных облигаций совокупным объемом RUB20 млрд. Срок обращения всех трех выпусков облигаций составляет 10 лет, поэтому инвесторам будет предложена оферта. На наш взгляд, наиболее вероятным является срок до оферты в 5 лет. Напомним также, что в прошлом году ЕвроХим стал одним из первых негосударственных эмитентов на российском рынке облигаций, который смог привлечь фондирование на 5-летний срок. С другой стороны оба этих выпуска совокупным объемом RUB10 млрд. предполагают оферты в июне и ноябре 2015 г., поэтому если компания установит оферту по новым выпускам на начало 2016 г., это создаст для нее повышенный риск рефинансирования публичных долгов в случае ухудшения конъюнктуры на облигационном рынке.

1 марта компания опубликовала сильную отчетность по МСФО за 2010 г., продемонстрировав уверенный рост операционных показателей и снижение долговой нагрузки до предкризисных уровней. ЕвроХим ранее озвучивал амбициозные планы по инвестициям: разработка собственного месторождения калийных солей потребует в ближайшие 3 года капитальных вложений в размере около USD3.2 млрд.

Учитывая высокое кредитное качество ЕвроХима, его устойчивость к кризисным явлениям на рынке удобрений (благодаря диверсификации производства) и низкое предложение публичного долга в химической отрасли, мы ожидаем, что новые облигации компании будут размещены без премии к уже обращающимся бумагам.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru
☎ 647-23-64
Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 647-23-59
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

СУЭК (Moody's: B1) возвращается к планам IPO; условия благоприятны для размещения; изменения в структуре акционеров позитивны, могут повысить котировки облигаций

Сегодняшний «Коммерсант» пишет, со ссылкой на сообщение компании, что Андрей Попов и Сергей Мельниченко – два крупнейших акционера СУЭКа (по 48.65% акций у каждого) – договорились о разделе компании. По данным источников газеты, новая структура SUEK Plc. станет собственником всех акций СУЭКа, контролировать зарубежную структуру будет компания г-на Мельниченко.

После этого, сообщают источники, планируется провести IPO СУЭКа на Лондонской Фондовой Бирже. При этом 10% компании будет продано за счет допэмиссии (то есть средства пойдут в компанию), а еще 5%, которые могут и не быть размещены, - за счет доли г-на Попова. Всего компания оценивается в USD7-8 млрд., таким образом СУЭК может привлечь до USD800 млн.

Сообщается, что к IPO компания будет избавлена от энергетических активов, и в сделке будет участвовать только угольный бизнес. Впоследствии энергоактивы могут либо снова вернуться в СУЭК, либо будут проданы.

КОММЕНТАРИЙ

Возможное размещение акций положительно для СУЭКа. Для продажи доли в собственном капитале компании, на наш взгляд, сейчас подходящее время. Во-первых, проблемы в атомной энергетике Японии, заставившие всех глобальных игроков задуматься о традиционных источниках энергии, в первую очередь благоприятствуют СУЭКу, который может и непосредственно поучаствовать в замещении выпадающей энергии Японии.

Во-вторых, с прошлого года угольно-энергетическая компания повернулась лицом к инвесторам, начав раскрывать отчетность по МСФО. Долговые рынки уже знакомы с компанией после выпуска облигаций **СУЭК Финанс-1**, пользующихся неплохим спросом на рынке и торгующихся на одном уровне с другими крупными компаниями (Евраз, Мечел, Русал).

Наконец, финансовое положение СУЭКа, как нам кажется, делает его привлекательным объектом для инвестиций. Долговую нагрузку в терминах «Долг/EBITDA» на уровне 2.9х по итогам 1П 2010 можно назвать умеренной по меркам сектора. По итогам 2009 года СУЭК нарастил объем долга наименьшими в секторе темпами. Помимо этого, СУЭК в 2009-1П 2010 имел положительный свободный денежный поток.

На наш взгляд, облигации СУЭКа могут стать интересной торговой идеей в случае, если информация об IPO подтвердится. Мы считаем, что потенциал снижения доходности до кривой Алросы на позитиве от новости вполне достижим. Впрочем, фундаментально мы считаем, что спред к алмазной монополии должен составлять порядка 20-30 бп.

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

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Сбербанк (Baa1/NR/BBB) публикует сильную отчетность по МСФО за 2010 год; нейтрально для еврооблигаций, которые смотрятся отличной альтернативой суверенному долгу

КОММЕНТАРИЙ

Сегодня Сбербанк опубликовал ожидаемо сильную отчетность в соответствии с МСФО по итогам 4 квартала и всего 2010 года. Тем не менее мы не ожидаем сколько-нибудь значительной реакции долговых бумаг на событие.

В 4К 2010 банк продолжил последовательно наращивать кредитный портфель (+5.6% до RUB6.2 трлн.), улучшая его качество (доля NPLs сократилась на 1.3 п.п. до 7.3%). При этом, как и прежде, основным источником фондирования выступили средства частных клиентов (+11.1% до RUB4.8 трлн.).

Улучшение качества портфеля позволило банку свести отчисление в резервы практически к нулю, что обусловило прирост чистой прибыли в 1.6 раза к-к-к

(RUB75 млрд. в 4К 2010). К тому же удалось поддержать рост чистой процентной маржи: + 0.6 п.п. до 6.6%.

Мы считаем еврооблигации Сбербанка оцененными более-менее адекватно в текущих рыночных условиях. В то же время советуем покупать спред между **Sberbank 15N** и **Russia 15** в размере 90 бп. Для сравнения, разница в доходностях **Sberbank 30** к **Russia 30** составляет всего 20-30 бп.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СБЕРБАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	378	503	496
Чистые комиссионные доходы	86	101	124
Операционные доходы до резервов	448	646	660
Операционные расходы	-222	-229	-283
Отчисления в резервы	-98	-389	-154
Чистая прибыль	98	24	182
Денежные средства	804	726	720
Ценные бумаги	494	1,064	1,824
Кредитный портфель, гросс	5,280	5,444	6,192
Резервы	-202	-580	-702
Кредитный портфель, нетто	5,078	4,864	5,489
Средства клиентов	4,795	5,439	6,651
Долговые ценные бумаги размещенные	191	171	273
Субординированный долг	536	519	92
Собственный капитал	750	779	987
Активы	6,736	7,105	8,629
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	14.1%	3.2%	20.9%
Доходность активов (ROAA)	1.7%	0.4%	2.4%
Расходы/доходы	49.5%	35.5%	42.8%
Чистая процентная маржа (NIM)	7.0%	7.7%	6.5%
NPLs/кредиты	1.8%	8.5%	7.3%
Резервы/кредиты	3.8%	10.7%	11.3%
Резервы/NPLs	2.1	1.2	1.6
Достаточность капитала (TCAR)	18.9%	18.1%	16.8%

Источник: данные банка, НБ «ТРАСТ»

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 647-23-59
Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

СТРОИТЕЛЬСТВО И ДЕВЕЛОПМЕНТ

ЛенСпецСМУ (S&P: B): успешность IPO зависит от мировой конъюнктуры; облигации компании переоценены относительно конкурента

Сегодня начинается премаркетинг IPO Холдинга «ЛенСпецСМУ». Официальной информации о деталях нет, однако, по сообщениям Reuters, компания рассчитывает привлечь около USD500 млн. В конце 2009 года холдинг уже планировал IPO, тогда планировалось продать 25-30% акций компании за USD300 млн.

КОММЕНТАРИЙ

Безусловно, новость стала бы позитивной для строительной компании в случае, если бы акционерам удалось привлечь средства от продажи акций на развитие компании, однако есть ряд препятствий. Впрочем, пока неизвестно, будут ли средства, вырученные от продажи основным акционером – Вячеславом Заренковым (а, по-видимому, продаваться будет его доля), направлены на развитие компании или нет.

Во-первых, как показала практика, 2011 год для рынков капитала будет непростым. Так, ряду компаний (Кокс, ЧТПЗ, NordGold) в январе-феврале этого

года пришлось отложить планы по размещению акций. Конечно, вторая волна планируемых российских IPO (СУЭК, Евросеть) свидетельствует о том, что спрос на бумаги может оказаться лучше, чем в начале года, даже несмотря на глобальные потрясения последнего времени. Однако, риски также велики.

Во-вторых, мы считаем, что, несмотря на общий позитивный инвестиционный облик ЛенСпецСМУ на рынке (хорошие финансовые показатели, публичная история на долговом рынке), шансы компании на успешное размещение даже более зависимы от внешней конъюнктуры, нежели, например, у СУЭКа. Об этом говорят и значительно меньшие объемы бизнеса, и большие риски строительного сектора.

На наш взгляд, бумаги ЛенСпецСМУ в последний месяц оценены рынком незаслуженно более щедро, чем выпуски другой крупной строительной петербургской компании – Группа ЛСР. Мы рекомендуем к покупке облигации последней, на наш взгляд, ЛСР БО-2 недооценен относительно металлургов с рейтингами уровня «B1/B+»

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

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Moody's понизило рейтинг ВымпелКома (Ba3/BB+/NR) на одну ступень; ожидаемое событие; ждем умеренно негативной реакции к евробондах

Вчера рейтинговое агентство Moody's опубликовало пресс-релиз, в котором указало причины понижения кредитного рейтинга компании до уровня Ba3 со «стабильным» прогнозом.

КОММЕНТАРИЙ

Рейтинговое агентство в октябре прошлого года поставило рейтинг ВымпелКома на пересмотр в свете планировавшейся M&A сделки с Wind Telecom. После одобрения акционерами целевой допэмиссии и получения разрешений всех регулирующих органов неопределенность с перспективами этой сделки полностью исчезла, что и стало причиной понижения рейтинга.

На наш взгляд, кроме существенного роста долговой нагрузки и неопределенности с интеграцией приобретаемых активов, немаловажным фактом для кредитного качества ВымпелКома станет новый виток акционерного конфликта между Altimo и Telenor. Не стоит забывать о том, что материнская компания VimpelCom Ltd. начала крупнейшую в своей истории M&A сделку, имея ряд операционных проблем в основной стране ведения бизнеса – России (потеря доли рынка, снижающаяся эффективность по голосовым сервисам). Мы опасаемся, что погоня за дополнительной акционерной стоимостью для VimpelCom Ltd. может ослабить его позиции в России и привести к необходимости новых заимствований дочерним ВымпелКомом, что еще больше ослабит его кредитный профиль.

Мы считаем, что текущие спреды между еврооблигациями VimpelCom Ltd. и МТС могут расшириться еще на 20-30 бп. В особой зоне риска – среднесрочные выпуски с погашением в 2016 г., спреды к свопам которых на 60-70 бп уже, чем по VimpelCom 18 и 21. Мы считаем, что длинные еврооблигации VimpelCom Ltd. перепроданы достаточно сильно к текущему моменту, а потому могут избежать коррекции.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89
Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/ оферта	YTM / YTP, %
Уралвагонзавод НПК-2	3000	8.95	7 / 2	NA / 9.15
РУСАЛ Братск-7	15000	8.3	7 / 3	NA / 8.47
СБ Банк-1бо	2000	9.75	3 / 1	NA / 9.98
ММК-4бо	5000	7.65	3	NA / 7.80
Магнит-5бо	5000	8	3	8.16
Уралсиб ЛК-1бо	2000	9.5	3	9.84
ТрансФин-М-6бо	500	8	3	8.16
НационалСтандарт КБ-1	1500	10	3 / 1	NA / 10.24
ОАК-1	46280	8	9	8.16
Полипласт-2	800	12.25	3 / 1	NA / 12.63

Налоговые выплаты

Дата	Налог
25 марта	НДПИ и акцизы
28 марта	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
22 мар 11	ТКБ-2	1800	8.15	5 / 2
22 мар 11	СистемаАФК-4	19500	7.65	5
24 мар 11	Группа ЛСР-4бо	1500	TBD	3
25 мар 11	МДМ Банк-2бо	5000	TBD	3
29 мар 11	БНП ПАРИБА-1	2000	TBD	3
29 мар 11	Почта России-1	7000	TBD	5

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
23 мар 11	СатурнНПО-2	2 000	11	9.25	20 сен 11
25 мар 11	МетроСтрой	1 500	7	7	23 сен 11
29 мар 11	ТатФондБанк-5	2 000	11	8.5	21 мар 12
30 мар 11	АРТУГ-2	500	16	14	22 мар 12
31 мар 11	Ай Теко-1	630	12.5	12.5	30 июн 11
31 мар 11	Элис-2	500	18.5	12	20 сен 12
4 апр 11	МБРР-2	3 000	8.5		
6 апр 11	КВАРТ	250	12		
8 апр 11	Фармпрепарат	23	12		
11 апр 11	Зенит Банк-1бо	5 000	7.9		
15 апр 11	Новопластуновское	23	12		14 окт 11
18 апр 11	Арктел-2	1 000	12		
19 апр 11	Тензор-1бо	300	12		
22 апр 11	Минплита Финанс	500	20		22 апр 11
22 апр 11	Объед. Кондитеры-2	3 000	15		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Глава инвестиционного блока — Игорь Потапов — +7 (495) 647-90-44

Дирекция анализа экономики и финансовых рынков

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-28-89

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

Дирекция финансовых рынков

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1	ОФЗ
TRUSTBND/RUR2	Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3	Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1	Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2	Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3	Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30	Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: HTTP://WWW.TRUST.RU

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. Представленные 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 Правиле 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 Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.