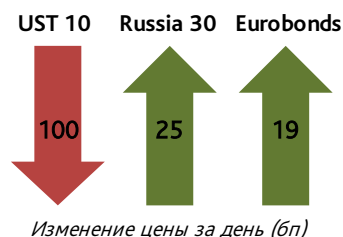


Навигатор долгового рынка

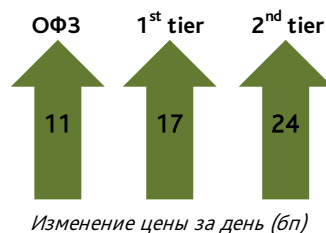
Глобальные рынки и еврооблигации

- ❶ **Лидеры еврозоны** достигли договоренностей по основным пунктам антикризисного плана; детали будут обсуждаться в ноябре; испытываем сдержанный оптимизм, но не ждем устойчивого роста в рискованных активах
- ❶ **Итоги торгов по еврооблигациям:** небольшой рост котировок в преддверии саммита ЕС; ждем сохранения повышательной динамики до конца недели, но в устойчивый рост на горизонте 2-3 недель не верим
- ❶ **Открытие торгов по еврооблигациям:** решения саммита ЕС вызовут рост котировок на открытии; дальнейшую динамику определяют данные по ВВП США за 3К
- ❶ **Газпромбанк** планирует выпустить облигации в фунтах или франках; интерес эмитентов к выпуску краткосрочных и среднесрочных инструментов на внешнем рынке последовательно растет
- ❶ **La Repubblica:** премьер-министр **Италии** в январе уйдет в отставку, в марте пройдут досрочные выборы; есть угроза затягивания экономических реформ
- ❶ Доходность 6-месячных госбумаг **Италии** на аукционе в среду подскочила до максимума с сентября 2008 – 3.54%; на пятницу намечено размещение 3- и 10-летних бумаг; итоги саммита ЕС помогут избежать аналогичного скачка



Рублевые облигации и денежный рынок

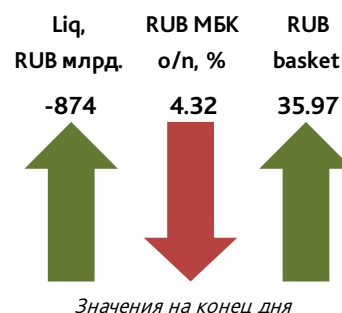
- ❶ **Минфин** разместил практически все предложение на аукционе ОФЗ 25079; просматриваются возможности для покупок по завершении октября, но только если ФРС не даст повода к новым продажам в глобальных активах по итогам ноябрьского заседания
- ❶ **Чистая ликвидная позиция** немного восстановилась; в преддверии уплаты последнего налога октября по-прежнему не ждем новых волнений в коротких рублевых ставках



Кредитные комментарии

- ❶ **РСХБ** опубликовал отчетность за 1П 2011 по МСФО: существенные отчисления в резервы в совокупности со снижением операционной эффективности и чистой процентной маржи привели к снижению рентабельности; нейтрально смотрим на бонды банка
- ❶ **Сбербанк** в течение 2 недель привлечет синдицированный кредит на сумму «существенно больше USD1млрд.»; ставка по кредиту будет отличным индикатором температуры на международных рынках капитала; вероятно, что средне- и долгосрочные евробонды Сбербанка сузят спред к суверенной кривой
- ❶ **Ютэйр** опубликовал неплохую отчетность за 1П 2011: операционные показатели растут, значительно увеличившийся краткосрочный долг компания компенсирует соразмерным запасом ликвидности; но кредитные риски остаются высокими; рублевые облигации компании не интересны
- ❶ **АФК «Система»** не планирует значительно увеличивать дивиденды; хорошая новость для оценки кредитоспособности, учитывая и так не слишком высокий уровень выплат (3% и 13% от ЧП по US GAAP за 2009 и 2010); второй дружественный по отношению к кредиторам шаг после досрочного выкупа бондов **Башнефти** по 105% от номинала с рынка; интересных торговых идей в коротких бумагах Системы нет
- ❶ **Moody's** изменило прогноз по рейтингу «B1» **МБПП** со «стабильного» на «негативный» из-за слабых показателей рентабельности и маржинальности банка; не ожидаем реакции в рублевых выпусках из-за их низкой ликвидности

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 26 октября Металлургические компании «второй лиги»: в условиях рыночной волатильности
- 19 октября Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур
- 12 октября ЕЦБ: денежно-кредитная политика в стиле post-Lehman
- 12 октября Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию
- 6 октября Стратегия долговых рынков: октябрь 2011 г.

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

16:30	ВВП США за 3К 2011 г. (первая оценка)
16:30	Первичная и длящаяся безработица в США
18:00	Незавершенные продажи жилья в США за сентябрь
19:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD2.25-2.75 млрд.
21:00	Итоги аукциона UST7 в объеме USD29 млрд.
22:30	Выступление президента Франции Н. Саркози по вопросу долгового кризиса

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	276	-15
UST10	▲	2.23	+0.11
Russia 30–UST 10	▼	221	-16
EUR/USD	▼	1.39	-0%
Oil (Brent)	▼	109.9	-1.1%
VIX	▼	29.86	-2.36

Лидеры еврозоны достигли договоренностей по основным пунктам антикризисного плана; детали будут обсуждаться в ноябре; испытываем сдержанный оптимизм, но не ждем устойчивого роста в рискованных активах

Лидеры еврозоны после напряженных 8-часовых переговоров в среду все же смогли достигнуть согласия по всем основным пунктам масштабного антикризисного плана. Ключевыми, на наш взгляд, пунктами [итогового документа](#) саммита являются следующие:

- Греция договорилась с частными кредиторами о «добровольном» увеличении доли списаний по своим гособлигациям до 50% путем обмена бумаг. Это должно снизить долговую нагрузку страны на EUR100 млрд. и довести соотношение госдолг/ВВП с текущих 160% до 120% к 2020 г. Вклад государств еврозоны в данную сделку составит EUR30 млрд. Детализированный план должен быть представлен до конца 2011 г., а обмен гособлигаций должен пройти в начале 2012 г.

Мы полагаем, что данный пункт антикризисного плана несет в себе те же риски, что и июльские соглашения ЕС. Напомним, тогда частный сектор согласился списать 21% греческого долга, но процесс затянулся из-за недостаточно активного участия банков в данной схеме, и в итоге план не был осуществлен. Кроме того, плановый показатель госдолга может быть достигнут Грецией только в случае неукоснительного исполнения параметров антикризисной программы, что, как доказали последние несколько месяцев, вовсе не является само собой разумеющимся. Мнение известного инвестора Марка Фабера о том, что Греция нуждается в списании 90% долга, а не 50%, также является настораживающим фактором.

- Потенциал европейского «стабфонда» (EFSF) будет расширен в 4-5 раз – до примерно EUR1 трлн. Как и предполагалось, было выбрано два взаимодополняющих способа «левериджа»: гарантии по новым выпускам «периферийных» госбумаг и создание специального инвестиционного фонда (SPIV), в котором могли бы принять активное денежное участие развивающиеся страны. Еврогруппа должна выработать детальный план по увеличению мощи EFSF в ноябре.

Укрупненный за счет «левериджа» EFSF, в нашем понимании, действительно будет способен снизить напряженность на долговых рынках «периферийных» стран, прежде всего Италии и Испании. Однако участие в SPIV развивающихся стран не гарантировано. Бразилия накануне отказалась от этой идеи, Россия и Индия восприняли ее без энтузиазма. Участие Китая возможно – президент Франции намерен лично обратиться к главе КНР с таким предложением.

- Европейские банки будут докапитализированы. Коэффициент достаточности капитала планируется довести до 9% к концу июня 2012 г. Объем докапитализации, по предварительным данным Европейской службы банковского надзора (EBA), составит EUR106 млрд.; точная оценка появится лишь в ноябре, когда каждый из банков представит свои показатели.

В случае с докапитализацией банков главным риском нам представляется дополнительная нагрузка на бюджеты отдельных стран (конечно, если банкам не удастся найти капитал самостоятельно). Так, по оценкам EBA, докапитализация греческих банков обойдется в EUR30 млрд., однако эта сумма включена в программу помощи. Что касается Италии, Испании и Франции, то расходы бюджета могут вызвать вопросы у рейтинговых агентств. Париж, в частности, уже предупредили о возможном пересмотре прогноза по рейтингу на «негативный» именно по этой причине.

Подводя итог, мы позволим себе солидаризироваться с мнением главы ЕЦБ Ж.-К. Трише и выразить «сдержанный оптимизм» в отношении принятых на саммите решений. Тем не менее, помня как крайнюю краткосрочность эффекта от «прорывных» июльских решений ЕС, так и вероятность перехода рынка в фазу «покупай на ожиданиях, продавай на фактах», мы бы не стали сейчас делать ставку на устойчивый рост в рискованных активах.

Итоги торгов по еврооблигациям: небольшой рост котировок в преддверии саммита ЕС; ждем сохранения повышательной динамики до конца недели, но в устойчивый рост на горизонте 2-3 недель не верим

Торги на российском рынке еврооблигаций во вторник, накануне саммита ЕС, проходили в спокойной атмосфере: котировки отдельных выпусков показали умеренный рост, а объемы торгов были немного ниже среднегодового уровня (USD68 млн.).

В нефтегазовом секторе спросом пользовались среднесрочные евробонды Газпрома (+30-60 бп), в то время как на дальнем конце кривой газового монополиста котировки снизились на 1.5 п.п. Во втором эшелоне активность сосредоточилась в долгосрочных бумагах Вымпелкома – объем сделок составил USD12 млн., или почти половину от всего объема торгов в корпоративных бумагах. Котировки евробондов Вымпелкома повысились на 70 бп.

В банковском секторе колебания были практически незаметными. Котировки долгосрочных еврооблигаций ВТБ опустились на 10-60 бп. Между тем среднесрочный выпуск Русского Стандарта, проводящего в настоящий момент размещение ЕСР, показал положительную динамику – **Russian Standard Bank 15** подорожал на 70 бп.

В суверенном сегменте рынка еврооблигаций наблюдался умеренный рост: индикативный выпуск **Russia 30** по итогам дня вырос в цене на 25 бп до 117.6% от номинала, при этом спред **Russia 30–UST10** сузился на 15 бп до 221 бп.

Мы полагаем, что в ближайшие несколько дней в российских еврооблигациях сохранится инерционная повышательная динамика, подогреваемая в значительной степени достаточно сильными итогами вчерашнего саммита ЕС. Тем не менее устойчивого роста котировок на рынке евробондов на горизонте 2-3 недель мы не ожидаем.

Открытие торгов по еврооблигациям: решения саммита ЕС вызовут рост котировок на открытии; дальнейшую динамику определяют данные по ВВП США за 3К

Достигнутые на саммите ЕС договоренности оказывают существенную поддержку настроениям инвесторов. Азиатские фондовые индексы демонстрируют сильный рост – японский **Nikkei 225** прибавляет более 2%. Фьючерс на **S&P 500** также торгуется в солидном плюсе (+1.4%). Баррель Brent торгуется к настоящему моменту на USD1 выше уровня закрытия основных торгов во вторник накануне – возле отметки USD110.5.

Мы полагаем, что на рынке российских евробондов торги четверга начнутся с заметного роста котировок. Тем не менее дальнейшая динамика торгов будет зависеть от важных статданных, которые сегодня поступят из США, где будет опубликована предварительная оценка ВВП за 3К.

Газпромбанк планирует выпустить облигации в фунтах или франках; интерес эмитентов к выпуску краткосрочных и среднесрочных инструментов на внешнем рынке последовательно растет

По данным BondRadar, Газпромбанк планирует провести ряд встреч с инвесторами 2-4 ноября 2011 г. в Швейцарии для размещения публичного долга на внешнем рынке. По сведениям Интерфакса, обсуждается возможность выпуска USD200-300 млн. облигаций в фунтах стерлингов или швейцарских франках. Детали сделки пока не были озвучены.

Заметим, что интерес у эмитентов к размещению коротких инструментов на внешнем рынке последовательно растет. Так, недавно ВТБ разместил CHF225 млн. 4-летних евробондов, Газпром выпустил USD500 млн. еврокоммерческих бумаг (ЕСР) на полгода, а на данный момент Русский Стандарт и Алроса рассматривают возможность выпуска ЕСР на срок до года. Заметим, что Алроса озвучила намерения уже в ноябре разместить порядка USD400 млн. еврокоммерческих бумаг. Представители Сбербанка вчера также объявили, что не исключают возможности выхода на публичный рынок долга до конца 2011 г. посредством выпуска ЕСР или других среднесрочных долговых инструментов.

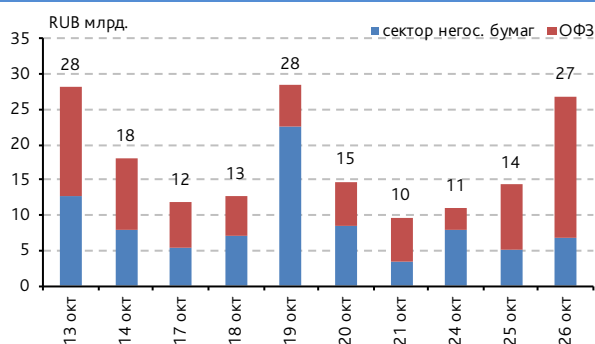
Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

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



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	13.6%
от 1 до 1.5 лет	6.9%
от 1.5 до 2 лет	1.8%
от 2 до 3 лет	5.0%
от 3 до 5 лет	62.5%
> 5 лет	10.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.13%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.95%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.26%	6.5
Банки	8.07%	1.5
Корп 1 эшелон	7.64%	2.0
Корп 2 эшелон	8.72%	2.0

Минфин разместил практически все предложение на аукционе ОФЗ 25079; просматриваются возможности для покупок по завершении октября, но только если ФРС не даст повода к новым продажам в глобальных активах по итогам ноябрьского заседания

Интерес рынка к вчерашнему размещению **ОФЗ 25079** оказался более значительным в сравнении с нашими ожиданиями. Мы прогнозировали размещение до половины из предложенных RUB10 млрд., а Минфин продал RUB9.72 млрд. при переспросе в 1.6х. Заявки отсекались по верхней границе объявленного накануне ориентира доходности (7.95%), а средневзвешенная доходность аукциона оказалась на 1 бп ниже. По верхней границе Минфина было размещено порядка 40% проданного объема.

ТАБЛИЦА. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ УДОВЛЕТВОРЕННЫХ ЗАЯВОК НА АУКЦИОНЕ ОФЗ 25079 ПО ДОХОДНОСТИ

YTM, %	Количество заявок, шт.	Объем заявок, RUB млн.	Доля от объема размещения, %
7.93	8	2877.0	29.6
7.94	10	2769.4	28.5
7.95	17	4077.8	41.9
—	35	9724.2	100

Источник: ММВБ, НБ «Траст»

Интерес к длине сохранился и на вторичном рынке, хотя ликвидные ОФЗ в течение дня торговались в пределах цен открытия, которое в свою очередь прошло на более высоких уровнях относительно вторника. Тем не менее **ОФЗ 26204** (YTM 8.38%) подрос в цене на 50 бп, средневзвешенная цена более ликвидного в терминах объема торгов/количества сделок **ОФЗ 25077** (YTM 8.11%) выросла на 13 бп.

В последние дни и даже недели уходящего месяца мы наблюдаем активизацию покупок в госбумагах уже за пределами короткого сегмента суверенной кривой, что стало реакцией участников рублевого рынка на имевший место отскок в глобальных активах. Проявленный интерес со стороны рынка к вчерашнему аукциону пусть не по самому длинному выпуску ОФЗ (дюрация **ОФЗ 25079** составляет порядка 3.2 года) заставляет нас считать, что при условии сохранения хотя бы текущего, не самого благоприятного состояния конъюнктуры на мировых рынках, покупки в рублевом долге (в ОФЗ и ликвидных именах из числа качественных заемщиков) по завершении октябрьского налогового периода получат более уверенный и масштабный характер.

Правда, возможной точкой их старта следует рассматривать постпраздничную для российского рынка вторую неделю ноября при условии, что итоги двухдневного заседания ФРС 1-2 ноября, которое будет сопровождаться пресс-конференцией Б. Бернанке и публикацией уточненных макроэкономических прогнозов, не станут новым сигналом к продажам. Вероятность последнего события мы по-прежнему склонны рассматривать как высокую с учетом того, что накануне представители ФРС неоднократно обращали внимание на факт существенного пересмотра в сторону понижения прогнозных величин роста национальной экономики в 2011-2012 гг.

Из прошлых историй за пределами сектора ОФЗ, относящихся к категории субфедеральных, обратим внимание на дальнейшее сокращение присутствия на рынке публичных заимствований Москвы по итогам второго аукциона по выкупу эмитентом собственных бумаг, прошедшего на ММВБ во вторник. Город выкупил часть бондов выпусков **39, 53 и 56** общим объемом около RUB4.4 млрд.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

27 окт	Аукцион ВЭБа по размещению пенсионных средств (RUB20 млрд., 152 дня)
28 окт	Уплата налога на прибыль за сентябрь (RUB190-210 млрд.)
2 ноя	Возврат Минфину RUB97.2 млрд. бюджетных средств с депозитов
2 ноя	Аукцион ОФЗ 26205 на RUB10 млрд.
9 ноя	Возврат Минфину RUB201.1 млрд. бюджетных средств с депозитов
9 ноя	Погашение ОФЗ 25063 (RUB30 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.50/5.75	4.25	5.75	4.25/4.40
2-й круг	5.50/6.00	4.75	6.00	4.50/5.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.50-5.75	5.50-5.75	4.25-4.40

Чистая ликвидная позиция немного восстановилась; в преддверии уплаты последнего налога октября по-прежнему не ждем новых волнений в коротких рублевых ставках

По итогам среды чистая ликвидная позиция банков по операциям с ЦБ показала небольшой рост: показатель составил –RUB874 млрд., снизившись на RUB10 млрд. относительно вторника. Факторами роста выступили сокращения обязательств по привлеченным средствам от ЦБ и Минфина. Суммарные остатки на корсчетах и депозитах сократились до RUB890.3 млрд. (изменение ко вторнику RUB8.3 млрд.).

В рамках вчерашнего аукциона РЕПО с ЦБ по предоставлению однодневной ликвидности регулятор разместил RUB405.4 млрд. против RUB500.7 млрд. днем ранее, однако меньший спрос со стороны банков был обусловлен зачислением на их счета средств от недельного аукциона прямого РЕПО с Центробанком, проходившего во вторник (RUB206.3 млрд.). К тому же вчера Минфин перечислил на депозиты двух банков RUB80 млрд. временно свободных средств бюджета, которые он размещал на аукционе во вторник.

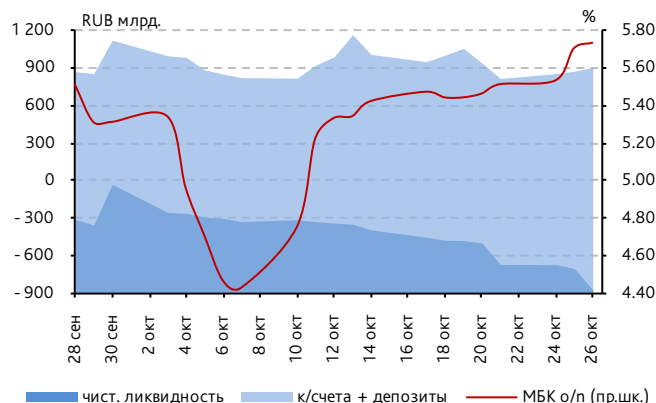
В сравнении с ажиотажным вторником вчера money market чувствовал себя гораздо спокойнее: на рынке МБК внутри дня банки первого круга фондировались в овернайт под 5.50-5.75%. К концу дня привлечение для данной категории участников подешевело до 4.25-4.40% против 4.50-5.25% вечером во вторник. Стоимость однодневного фондирования на междилерском РЕПО существенно не менялась: средневзвешенная ставка по сделкам в среду под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона составила 5.60-5.70%, что в целом соответствует уровням вторника.

Мы по-прежнему не ожидаем всплеска напряженности в ставках money market сегодня в преддверии завтрашнего закрытия октябрьского налогового периода уплатой налога на прибыль (RUB190-210 млрд.). Относительное спокойное прохождение через данный отток ликвидности будет обеспечено в том числе фактом повышенного привлечения средств на вышеупомянутом недельном аукционе РЕПО с ЦБ в минувший вторник – RUB206.3 млрд. против RUB146.9 млрд. неделей ранее. К тому же, как мы думаем, опираясь на данные вторника, регулятор в день уплаты налога будет готов поддерживать участников рынка повышенным лимитом предоставления однодневной ликвидности в рамках аукционного РЕПО.

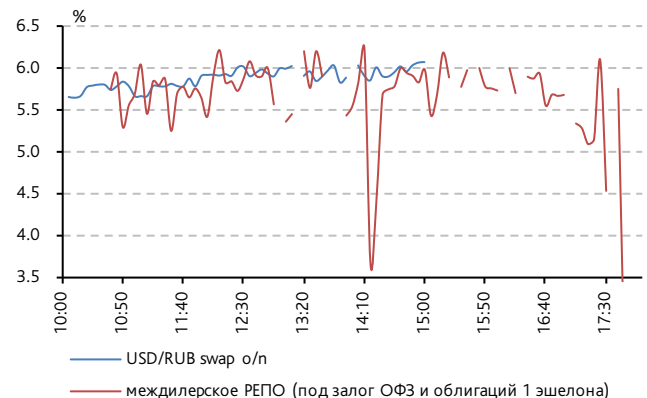


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



 Кредитные комментарии

РСХБ опубликовал отчетность за 1П 2011 по МСФО: существенные отчисления в резервы в совокупности со снижением операционной эффективности и чистой процентной маржи привели к снижению рентабельности; нейтрально смотрим на бонды банка

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Россельхозбанк (РСХБ) опубликовал отчетность по МСФО за 1П 2011 г.: банк получил только RUB11 млн. чистой прибыли из-за значительных отчислений в резервы, снижения операционной эффективности и уровня чистой процентной маржи. Низкая рентабельность в совокупности с опережающими рынок темпами роста кредитного портфеля оказали давление на уровень достаточности капитала. Впрочем, мы не сомневаемся, что при необходимости банку будет оказана государственная поддержка.

В 1П 2011 г. банк продолжил активно формировать **резервы на обесценение кредитов**, что не позволило нарастить рентабельность бизнеса. Так, стоимость риска в 1П 2011 г. составила 3.1%, тогда как у других универсальных банков данный показатель не превысил 1-2% в результате стабилизации качества кредитного портфеля при его высоких темпах роста. Как мы понимаем, РСХБ ориентирован на кредитование компаний высокорискованного сельскохозяйственного сектора в рамках программ развития отрасли, что предполагает высокую стоимость риска и не позволяет говорить о позитивной динамике качества кредитного портфеля.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РСХБ

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	26.6	35.1	51.7	26.3
Чистые комиссионные доходы	2.0	2.8	2.8	1.8
Операционные доходы до резервов	29.1	34.3	52.8	26.4
Операционные расходы	-16.3	-20.0	-23.6	-13.6
Отчисления в резервы	-9.5	-13.4	-28.5	-12.7
Чистая прибыль	2.1	0.3	0.4	0.0
Денежные средства	83.2	95.0	81.0	84.0
Ценные бумаги	37.1	37.6	44.0	89.0
Кредитный портфель, gross	468.9	614.4	745.6	868.7
Резервы	-16.6	-30.0	-57.0	-69.7
Кредитный портфель, netto	452.3	584.4	688.6	799.0
Средства кредитных организаций	137.3	129.5	101.5	83.5
Задолженность перед ЦБ	105.8	70.1	4.1	0.0
Средства клиентов	154.5	230.3	386.3	503.7
Долговые ценные бумаги размещенные	185.8	229.1	267.4	288.4
Субординированный долг	45.5	46.4	46.5	67.3
Собственный капитал	67.8	115.5	117.6	117.8
Активы	713.1	830.7	930.8	1,072.7
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	4.0%	0.3%	0.3%	0.0%
Доходность активов (ROAA)	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
Расходы/Доходы	55.9%	58.4%	44.6%	51.5%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.0%	5.4%	6.4%	5.5%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	2.3%	4.3%	7.6%	н.д.
NPLs(свыше 1 дня)*/Кредиты	1.8%	3.2%	5.4%	7.0%
Резервы/Кредиты	3.5%	4.9%	7.6%	8.0%
Стоимость риска	2.5%	2.5%	4.2%	3.1%
Достаточность капитала (H1)*	18.7%	21.7%	18.9%	17.6%

* по данным РСБУ

Источник: данные банка, НБ «Траст»

К сожалению, в промежуточной отчетности по МСФО РСХБ не раскрывает **уровень проблемных кредитов** на балансе. Впрочем, согласно данным РСБУ, объем просроченных займов свыше 1 дня увеличился за 1П 2011 г. в 1.5 раза и составил 7.0% от кредитного портфеля. А в 3К 2011 г. величина просроченных кредитов выросла еще на 12.7% и достигла 7.3% в кредитном портфеле.

Активное формирование банком резервов в совокупности с высокими темпами роста кредитного портфеля в 1П 2011 г. (+16.5% до RUB868.7 млрд.) негативно повлияли на **уровень достаточности капитала**: показатель H1 снизился на 1.3 п.п. до 17.6%.

РСХБ	Baa1/NR/BBB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	868.7
NIM	5.5%
NPLs (+1 день)	7.0%

Заметим, что давление на обеспеченность капиталом особенно усилилось в 3К 2011 г. под влиянием негативной конъюнктуры на финансовых рынках. РСХБ отразил доходы от операций с ценными бумагами в размере RUB152.8 млрд., по данным РСБУ, поскольку около 85% инвестиционного портфеля составляют инструменты для продажи и погашения (по данным за 6М 2011 г. по МСФО), переоценка по которым не отражается в отчете P&L, а напрямую влияет на капитал. Так, Н1 снизился за 3К 2011 г. еще на 3.0 п.п. до 14.6%. Впрочем напомним, что в 4К 2011 г. Правительство РФ рассмотрит вопрос о вливании дополнительных средств в капитал РСХБ в размере RUB40 млрд., что окажет поддержку уровню достаточности капитала.

На данный момент мы нейтрально смотрим на бумаги банка как на внутреннем, так и на внешнем рынках. Рублевые выпуски не отличаются ликвидностью. Премия еврооблигаций к кривой бумаг Сбербанка в размере 35-50 бп мы считаем вполне оправданной и не рассчитываем на ее сужение, ввиду более высоких кредитных метрик Сбербанка. РСХБ характеризуется большей зависимостью фондирования от публичного долга, но меньшими показателями рентабельности и маржинальности при более высоких рисках кредитного портфеля.



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

Сбербанк в течение 2 недель привлечет синдицированный кредит на сумму «существенно больше USD1 млрд.»; ставка по кредиту будет отличным индикатором температуры на международных рынках капитала; вероятно, что средне- и долгосрочные евробонды Сбербанка сузят спред к суверенной кривой

По данным Интерфакса, глава управления финансовых институтов Сбербанка вчера объявил о том, что кредитная организация закроет сделку по привлечению международной синдикации в течение 2 недель

КОММЕНТАРИЙ

Новость очень примечательна тем, что в первой декаде октября Сбербанк не смог договориться о привлечении синдикации на USD2 млрд. по приемлемой для него ставке. Газета «Коммерсант» писала, что крупнейший банк страны хотел ставку ниже LIBOR+130 бп, в то время как иностранные контрагенты настаивали на спреде к LIBOR выше 300 бп.

В отличие от кредитов Промсвязьбанка и Номос-банка, ставка по которым составила ниже LIBOR+200 бп, очевидно, что Сбербанк оговаривает новые условия, которые отражают реалии августа-октября 2011 г., а не предварительные договоренности начала-середины лета, когда на рынках не было и тени волатильности. В этой связи итоговая ставка, по которой займет Сбербанк, будет неплохой лакмусовой бумажкой ситуации на рынках капитала по состоянию на середину осени. Мы полагаем, что номинальное принятие пакета помощи странам Еврозоны на саммите вчера, очень поможет банку в переговорах, так как, по нашему мнению, на несколько дней улучшит настроения на рынках долгового финансирования.

По этой же причине мы ожидаем как минимум кратковременной восходящей волны на рынках ЕМ и сужения спредов евробондов Сбербанка к суверенной кривой с текущих 75-100 бп до более скромных значений. По всей видимости, кредитный риск Сбербанка можно рекомендовать для покупки до следующей точки бифуркации на рынках – заседания ФРС 1-2 ноября.



Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Ютэйр опубликовал неплохую отчетность за 1П 2011: операционные показатели растут, значительно увеличившийся краткосрочный долг компания компенсирует соразмерным запасом ликвидности; но кредитные риски остаются высокими; рублевые облигации компании не интересны

Вчера была опубликована неаудированная отчетность Ютэйр по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционная среда в 1П 2011 г. оказалась благоприятной для авиаперевозчиков. Общий объем пассажирских перевозок (количество граждан России перевезенных отечественными компаниями) увеличился на 16% в годовом выражении. Ютэйр смог нарастить пассажиропоток на 21%. На этом фоне выручка компании выросла на 10%, EBITDA – на 24%, а чистая прибыль – на 8%. Из-за цикличности отрасли дальнейшие результаты деятельности Ютэйр будут сильно зависеть от развития экономической ситуации на международных рынках и в России.

Чистый операционный денежный поток достиг RUB2.2 млрд., что составляет около 76% от операционного денежного потока компании в 2010 г. Органические капитальные вложения составили RUB1.8 млрд. и полностью покрываются операционным денежным потоком. В тоже время компания направила порядка RUB1.2 млрд. на инвестиции, что потребовало привлечения заемного финансирования. Мы считаем, что с учетом существующей высокой долговой нагрузки объемная инвестиционная программа представляет серьезный риск для компании.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЮТЭЙР

МСФО, RUB млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	1П 2011/1П 2010
Выручка	20.3	44.4	22.4	10%
EBITDA	2.9	6.1	3.6	24%
Чистая прибыль	0.6	0.4	0.7	8%
Чистый операц. денежный поток	4.9	2.9	2.2	-55%
Капвложения и M&A	5.8	5.9	3.0	-47%
Свободный денежный поток	-1.1	-3.7	0.4	-
Совокупный долг, в т.ч.	29.1	27.2	37.3	28%
краткосрочный долг	15.6	6.0	11.0	-29%
Денежные средства и эквиваленты*	7.5	0.4	9.7	29%
Активы	47.3	43.4	54.6	15%
Показатели				
EBITDA margin	14.2%	13.7%	16.0%	-
EBITDA/проценты	2.3	1.8	1.6	-
Долг/EBITDA	7.3	4.5	5.5	-
Чистый долг/EBITDA	4.2	4.4	4.1	-
Долг/Собственный капитал	4.1	4.0	5.3	-

* включают краткосрочные депозиты

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Обращает на себя внимание и значительный рост совокупного и краткосрочного долга (прирост на 37% и 83% соответственно). Мы полагаем, что компания привлекла значительные средства для предстоящих погашений и разместила их на денежных счетах и краткосрочных депозитах. Общий объем ликвидности составляет RUB9.7 млрд., что сопоставимо с размером краткосрочного долга в RUB11 млрд. По этой причине мы не ожидаем проблем с погашением краткосрочных долгов. Тем не менее большой объем задолженности (соотношение «Долг/EBITDA» составляет 5.5х, а показатель «EBITDA/проценты» всего лишь 1.6х) продолжит оказывать серьезное давление на кредитный профиль компании, особенно в свете значительных инвестиционных расходов и высокой волатильности на рынках.

Единственный выпуск облигаций Ютэйр, обладающий хоть какой-то ликвидностью, **Ютэйр-5**, торгуется с премией к РЖД около 35 бп, что не отражает колоссального различия в кредитном качестве этих двух эмитентов.



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

Ютэйр	NR
МСФО, 1П 2011	
Выручка, RUB млрд.	22.4
EBITDA margin	16.0%
Долг/EBITDA	5.5

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
21 окт	СЗКК-4	5.00	11.15%	20	11.46%
21 окт	СЗКК-3	5.0	11.15%	20	11.46%
18 окт	Номос-Банк-26о	5.0	8.00%	2*	8.16%
18 окт	ОТКРЫТИЕ ФК-1	5.0	9.00%	3	9.20%
7 окт	Платежные системы-1	0.4	8.25%	20	8.07%
4 окт	ВЭБ-10	15.0	8.50%	5*	8.68%
3 окт	АТЭК-2	0.3	11.00%	1	11.29%
29 сен	ВостЭкспресс-26о	2.0	10.50%	1*	10.77%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-Б	1.7	3.00%	32	3.03%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-А	3.3	9.00%	32	9.31%
14 сен	ЮниКредит Банк-ИИП	5.0	8.20%	5	8.37%
31 авг	ТрансФин-М-136о	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-126о	0.5	8.50%	3	8.68%
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	8.50%	5*	8.68%
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	12.50%	1*	13.08%
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-36о	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	н.д.	5
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*
31 окт	РТК-1	0.3	9.00%	2
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	9.0-9.5%	3*
3 ноя	ОТП Банк-26о	6.0	10.0-10.5%	1*
3 ноя	ОТП Банк-36о	4.0	10.0-10.5%	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
28 окт	БашНефть-1	15.0	12.50%	12.50%	1*
28 окт	БашНефть-2	15.0	12.50%	12.50%	1*
28 окт	БашНефть-3	15.0	12.50%	12.50%	1*
28 окт	БИН Банк-2	1.0	8.85%	8.85%	1*
3 ноя	ЕАБР 3	5.0	10.50%	7.50%	2*
3 ноя	Югинвестрегион	0.9	13.75%	8.90%	2*
11 ноя	Мечел-016о	5.0	12.50%	н.д.	1
16 ноя	ВнешПромБанк	1.5	9.00%	н.д.	1
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	0.00%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	н.д.	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	н.д.	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-26о	1.5	16.50%	н.д.	2
30 ноя	ВнешПромБанк-16о	3.0	9.30%	н.д.	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	н.д.	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3

* срок до ближайшей оферты, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
27 окт	Газпром-08	5.0
27 окт	РФЦ Лизинг	0.0
31 окт	Ханты-Мансийский Банк-1	3.0
2 ноя	Протек	5.0
4 ноя	Терна-2	1.5
4 ноя	РФА Инвест-1	0.6
9 ноя	Зенит Банк-3	3.0
17 ноя	ПарнасМ-2	1.0
17 ноя	РосТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0
30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7
30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0
9 дек	ОГКЗ	3.0

Календарь по еврооблигациям

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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175
16 ноя	MDM 11E	EUR	300
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250

РУКОВОДИТЕЛЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

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 дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@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

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@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

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@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 намеревались 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 являющимися 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 данным ценным 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.