

Навигатор долгового рынка

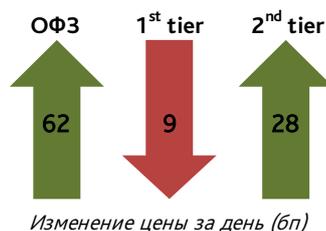
Глобальные рынки и еврооблигации

- ⌚ **Антикризисный план** еврозоны вызвал ралли в рисковом активах, сбил доходности на рынке европейского госдолга; детали и скорость выполнения плана – ключевые риски
- ⌚ Крупные западные банки сворачивают сотрудничество с **Беларусью**; Минск начал переговоры с **ВТБ** о кредите в USD1 млрд., может включить его в состав ЗБР; динамика в евробондах республики будет на уровне рынка
- ⌚ **Итоги торгов по еврооблигациям:** резкое повышение спроса на риск вызвало фронтальный рост котировок в российских евробондах; стоимость Russia 30 достигла максимума с середины сентября
- ⌚ **Открытие торгов по еврооблигациям:** продолжающееся восстановление спроса на риск поддержит котировки на открытии; в **США** опубликуют данные по доходам и расходам потребителей
- ⌚ Рост **ВВП США** в 3К был максимальным за год – 2.5% против 1.3% во 2К
- ⌚ **ISDA:** решение о списании 50% госдолга **Греции**, скорее всего, не будет считаться кредитным событием; окончательное решение примет спецкомитет
- ⌚ **ВТБ** доразместил CHF75 млн. в 4-летних евробондах с доходностью 5%; общий объем возрос до CHF300 млн.
- ⌚ Bond Radar: **Банк Русский Стандарт** разместил USD150 млн. еврокоммерческих бумаг на полгода с доходностью 8.75%; привлекательное предложение



Рублевые облигации и денежный рынок

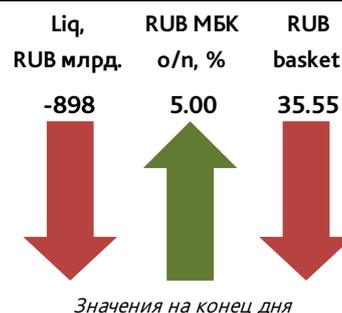
- ⌚ Мощные покупки в **ОФЗ** на факторе европейского оптимизма; ожидаем продолжения покупок в рублевом долге по завершении периода налоговых выплат
- ⌚ **ВЭБ-Лизинг** планирует разместить еще RUB5 млрд. облигаций; динамика котировок на вторичном рынке будет определена рыночной конъюнктурой
- ⌚ **Ликвидная позиция банков** существенно не изменилась, что связано с меньшим привлечением в рамках инструментов рефинансирования **ЦБ** вчера; не ждем изменения ставок ЦБ по итогам сегодняшнего заседания; в числе прочих вопросов регулятор рассмотрит возможность возврата к беззалоговым аукционам



Кредитные комментарии

- ⌚ **РусГидро** сократит объем инвестиционной программы в 2012; ожидаемый результат ограничения тарифной выручки; рублевые еврооблигации оценены справедливо
- ⌚ **Буровая компания Евразия** по итогам 9М 2011 улучшает операционные показатели; долговая нагрузка находится на комфортном уровне; облигации не предполагают интересных торговых идей
- ⌚ **Fitch** изменило прогноз по рейтингу **Новатэка** с «негативного» на «стабильный», решение агентства ожидаемо; облигации не имеют потенциала роста
- ⌚ **Кредит Европа Банк** планирует выпустить облигации с офертой через год; предложение выглядит привлекательнее ориентиров бумаг **ОТП Банка**
- ⌚ **Норильский Никель** утвердил стратегию развития до 2015; объем инвестиций в USD37.5 млрд. выглядит умеренным и может быть профинансирован из собственных средств; основные риски для кредитного качества компании – потенциальная покупка непрофильных активов; рублевые бонды неинтересны
- ⌚ **ДТЭК** привлек кредит в USD500 млн. у **Сбербанка**; с учетом ранее привлеченного кредита **ВТБ** объемом USD330 млн. долг компании рискует увеличиться более чем в 2 раза – до USD1.4 млрд.; нейтрально относится к евробондам компании
- ⌚ По данным Коммерсанта, стоимость синдицированного кредита для **Сбербанка** на сумму USD2 млрд. составит LIBOR+185 бп.; среднесрочные и долгосрочные еврооблигации **Сбербанка** интересны для покупки

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 27 октября Банковская система в сентябре: прибыль под давлением
- 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

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

13:00	Итоги аукционов по госбумагам Италии (2014-2022 гг.) в объеме EUR8.5 млрд.
16:30	Доходы и расходы потребителей в США за сентябрь
17:55	Индекс потребительского доверия от Мичиганского университета за октябрь
19:00	Завершение продажи ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD8-9 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	242	-34
UST10	▲	2.37	+0.14
Russia 30–UST 10	▼	188	-33
EUR/USD	▲	1.419	+2.1%
Oil (Brent)	▲	111.9	+1.8%
VIX	▼	25.46	-4.4

Антикризисный план еврозоны вызвал ралли в рискованных активах, сбил доходности на рынке европейского госдолга; детали и скорость выполнения плана – ключевые риски

Антикризисный план, принятый на саммите ЕС, привел к стремительному восстановлению спроса на риск на глобальных рынках. Европейские и американские фондовые индексы существенно выросли по итогам четверга (**S&P 500**, в частности, прибавил 3.2%, **DAX** – 5.4%), а евро превысил отметку в 1.41 по отношению к доллару.

Сказались итоги встречи лидеров Евросоюза и на долговом рынке Европы: доходность 10-летних гособлигаций Греции снизилась на 2 п.п., а Испании и Португалии – на 15-25 бп. Значительно снизились также 5-летние страновые CDS по Испании, Италии и Франции – на 30-60 бп. Частным отражением улучшения ситуации на глобальных рынках стал резкий рост числа первичных размещений на рынке еврооблигаций. Сразу несколько эмитентов с EM решили воспользоваться открывшимся «окном» и привлечь капитал под снизившиеся ставки.

Между тем не на всех странах Европы решения саммита сказались столь же благотворно. Так, доходность 10-летних госбумаг Италии уменьшилась лишь на 5 бп, отражая тем самым сомнения рынка в способности нынешнего правительства провести обозначенные на саммите реформы. Кроме того, доходности 10-летних бумаг Франции и Германии показали в четверг рост – на 5 бп и 20 бп соответственно. В случае с ФРГ это может быть вызвано снижением спроса на «защиту»: доходность почти непрерывно росла еще с начала октября, когда спрос на риск восстанавливался на ожиданиях итогов саммита ЕС. В случае с Францией, свою роль мог сыграть фактор опасений за рейтинг и бюджетные расходы ввиду планируемой докапитализации банков.

Мы уже отмечали, что сам по себе антикризисный план представляет собой, по сути, лишь «рамочное соглашение». Это, безусловно, уже немало, но основная задача, стоящая теперь перед еврозоной – договориться о деталях и, главное, успешно и достаточно быстро начать реализовывать этот план. Следующим шагом на этом пути станут заседания Еврогруппы и Экофина, которые состоятся соответственно 7 и 8 ноября.

Крупные западные банки сворачивают сотрудничество с Беларусью; Минск начал переговоры с ВТБ о кредите в USD1 млрд., может включить его в состав ЗБР; динамика в евробондах республики будет на уровне рынка

Накануне Интерфакс сообщил сразу две небезыңтересные новости по Беларуси. Deutsche Bank и BNP Paribas заявили о прекращении сотрудничества с правительством республики по политическим мотивам. В августе текущего года аналогичный шаг предпринял британский RBS. Таким образом, все три западных организатора двух выпусков суверенных евробондов Беларуси прекратили сотрудничество с властями – остался только российский Сбербанк. Как отмечает Интерфакс, Лондонский филиал Deutsche Bank является платежным агентом по обоим выпускам евробондов.

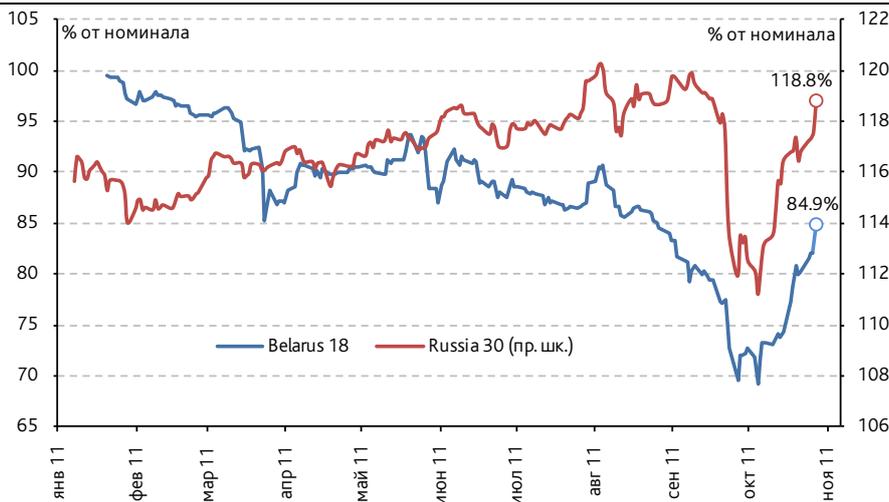
На этом фоне Минск начал переговоры с ВТБ о кредите в USD1 млрд., который затем может быть включен в состав золотовалютных резервов. Напомним, ранее с той же целью – пополнить ЗБР – обсуждалась возможность получения Беларусьским правительством кредита на сумму USD2 млрд. от Сбербанка и Deutsche Bank. Последний, однако, вышел из сделки из-за разногласий по залогом. В итоге в настоящий момент Сбербанк ведет переговоры о кредитовании республики на USD1 млрд.

По состоянию на 1 октября ЗБР Беларуси составляют USD4.7 млрд., и Нацбанк Беларуси намерен увеличить их объем до конца года почти на USD4 млрд. Как мы понимаем, по USD1 млрд. Минск намерен получить от Сбербанка и ВТБ, а дополнительные средства (USD2.5 млрд.) выручить за счет продажи оставшихся 50% Белтрансгаза. Утром в пятницу состоялся очередной раунд переговоров между

Газпромом и белорусской делегацией. По заявлениям Газпрома, стороны находятся на завершающей стадии согласования сделки. На поступление в Минск кредита от МВФ на сумму USD3-7 млрд. мы не рассчитываем.

Суверенные еврооблигации Беларуси, демонстрировавшие с начала года динамику хуже рынка из-за развивающегося в стране экономического кризиса, с начала октября показали существенный рост стоимости на фоне общемирового восстановления спроса на риск. Представленная ниже диаграмма показывает, что внутрибелорусские события (как то, введение допсессии на валютных торгах, понижение суверенного рейтинга от S&P и унификация валютных курсов) практически не отражались на котировках еврообондов республики. Мы полагаем, что стоимость белорусских суверенных еврооблигаций будет в подавляющей степени и дальше зависеть от спроса на риск на глобальных рынках.

ДИАГРАММА. СТОИМОСТЬ СУВЕРЕННЫХ ВЫПУСКОВ BELARUS 18 И RUSSIA 30, 2011



Источники: НБ «Траст»

Итоги торгов по еврооблигациям: резкое повышение спроса на риск вызвало фронтальный рост котировок в российских евробондах; стоимость Russia 30 достигла максимума с середины сентября

Резкое восстановление спроса на риск на глобальных рынках, вызванное решениями саммита ЕС и позитивными данными по ВВП США, привело к фронтальному существенному росту котировок российских евробондов на торгах в четверг, проходивших на фоне резко возросшей активности. Оборот торгов в целом по рынку почти в 2.5 раза превысил среднегодовой показатель и составил USD190 млн., причем более 50% пришлось в совокупности на корпоративный и банковский сегменты.

В нефтегазовом секторе повышенным спросом пользовались среднесрочные бумаги Газпрома, подорожавшие на 1-1.3 п.п. Котировки долгосрочных евробондов ТНК-ВР взлетели на 2.1-2.6 п.п. На фоне общего роста спроса на риск инвесторы, вероятно, решили отыграть опубликованные ранее на этой неделе сильные финансовые результаты компании за 9М 2011 г. (подробнее см. «Навигатор долгового рынка» от 26.10.2011).

Во втором эшелоне лидерами роста, как и в предыдущие периоды повышенного спроса на риск, стали длинные выпуски Вымпелкома, подорожавшие на 3-4 п.п. Евробонды металлургических компаний поднялись в цене на 1.6-3.7 п.п. В банковском секторе наибольшая активность была отмечена в долгосрочных евробондах ВЭБа (+2.5-3.7 п.п.) и ВТБ (+1-1.6 п.п.). Длинные бумаги Альфа-Банка подорожали на 2-2.4 п.п. Котировки евробондов Русского Стандарта, разместившего накануне ЕСР, поднялись на 1.5-2.6 п.п.

В суверенных евробондах также наблюдался стремительный рост котировок. Индикативный выпуск **Russia 30** подорожал на 1.2 п.п. и поднялся до максимального с середины сентября уровня 118.82% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** сузился сразу на 30 бп до 188 бп. Лидером роста в суверенном сегменте стал рублевый евробонд **Russia 18R**, прибавивший за день 3.3 п.п.

Мы по-прежнему считаем, что стремительный рост в рисковом активах, включая российские еврооблигации, явление скорее краткосрочное и вряд ли представляет собой начало повышательного тренда. Ясность относительно дальнейшей динамики на рынках должно внести двухдневное заседание ФРС 1-2 ноября.

Открытие торгов по еврооблигациям: продолжающееся восстановление спроса на риск поддержит котировки на открытии; в США опубликуют данные по доходам и расходам потребителей

Рост в рисковом активах в целом продолжается в пятницу. Азиатские фондовые торги завершились повышением основных индексов (**Nikkei 225** вырос на 1.4%). Тем не менее фьючерс на **S&P 500** снижается на 0.4%. Баррель Brent торгуется около отметки USD111.7, что в целом соответствует уровню на закрытии основных торгов в четверг. Мы полагаем, что рост на российском рынке еврооблигаций продолжится сегодня.

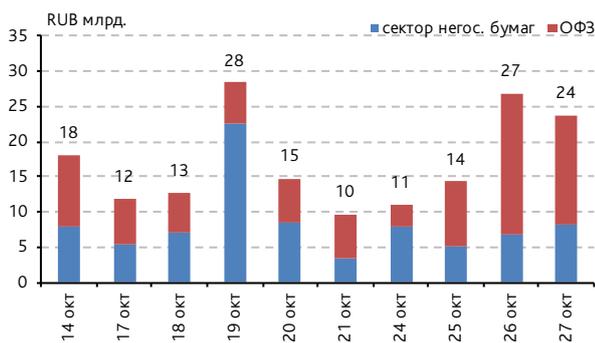
Из новостных поводов отметим аукцион по долгосрочным гособлигациям Италии и публикацию данных по доходам и расходам потребителей в США за сентябрь.



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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	12.6%
от 1 до 1.5 лет	10.0%
от 1.5 до 2 лет	4.1%
от 2 до 3 лет	13.1%
от 3 до 5 лет	39.9%
> 5 лет	20.3%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.06%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.74%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.06%	6.5
Банки	7.87%	1.5
Корп 1 эшелон	7.66%	2.5
Корп 2 эшелон	8.53%	2.0

Мощные покупки в ОФЗ на факторе европейского оптимизма; ожидаем продолжения покупок в рублевом долге по завершении периода налоговых выплат

Положительный внешний фон ввиду новой локальной победы в бесконечной череде европейских долговых проблем обеспечил мощные покупки в ОФЗ на вчерашних торгах. Объем сделок с госбумагами составил RUB15 млрд. из общего рыночного оборота в RUB24 млрд. без учета РЕПО. По итогам торгового дня кривая ОФЗ на участке свыше 3.5 лет по дюрации сместилась вниз на 19-30 бп относительно среды. Мы сохраняем наше мнение, что после завершения налогового периода покупки на рублевом рынке сохранятся, но преимущественный интерес участников сосредоточится в выпусках ОФЗ и выходящих на рынок новых выпусках (см. «Навигатор долгового рынка» от 27.10.2011).

ВЭБ-Лизинг планирует разместить еще RUB5 млрд. облигаций; динамика котировок на вторичном рынке будет определена рыночной конъюнктурой

ВЭБ-Лизинг вчера закрыл книгу заявок инвесторов на приобретение облигаций 8-й серии облигаций по ставке купона 8.80%, или YTP 8.99% к оферте через 3 года. Ввиду существенного спроса на бумаги, компания открыла сегодня книгу заявок на приобретение еще RUB5 млрд. облигаций 9-й серии с аналогичным ориентиром по доходности. Инвесторы смогут принять участие в размещении сегодня до 15:00 МСК. Техническое размещение бумаг назначено на 2 ноября 2011 г.

Премия к кривой ОФЗ составляет 150 бп, что, на наш взгляд, является довольно адекватным уровнем, и мы не ожидаем существенного сужения спреда. Динамика котировок в первую очередь будет определяться настроениями на рынке, но мы не склонны ожидать роста цен, сопоставимого с новыми бумагами ФСК.

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

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.)
9 ноя	Выплата купонов ОФЗ совокупным объемом RUB3.5 млрд.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.25/5.75	4.25	5.50	4.50/5.50
2-й круг	5.50/5.60	4.50	5.75	4.75/5.50

Динамика внутри дня (1-й круг)

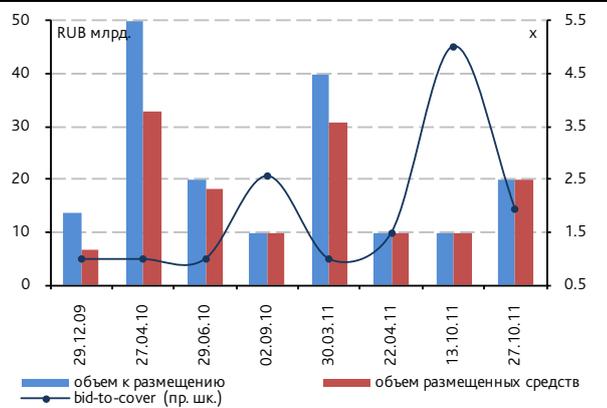
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.25-5.75	5.00-5.25	4.50-5.50

Ликвидная позиция банков существенно не изменилась, что связано с меньшим привлечением в рамках инструментов рефинансирования ЦБ вчера; не ждем изменения ставок ЦБ по итогам сегодняшнего заседания; в числе прочих вопросов регулятор рассмотрит возможность возврата к беззалоговым аукционам

На начало пятницы чистая ликвидная позиция банков по операциям с ЦБ составила -RUB898.5 млрд., сократившись на RUB24.5 млрд. относительно предыдущего дня. Меньшее привлечение от ЦБ в рамках инструментов рефинансирования отразилось в снижении суммарных остатков на корсчетах и депозитах, сократившихся на RUB132.8 млрд. до RUB757.5 млрд. На вчерашних сессиях аукциона РЕПО с ЦБ участники привлекли лишь RUB297.7 млрд. при том, что возврату подлежало RUB405.4 млрд. средств, привлеченных в рамках данного источника днем ранее.

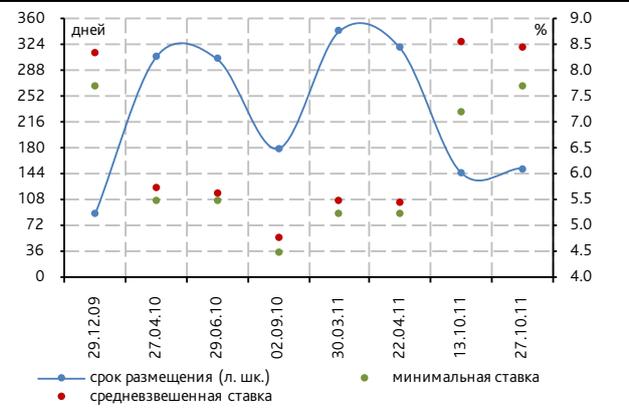
На аукционе ВЭБа по размещению средств пенсионных накоплений предложенные RUB20 млрд. на срок порядка 5 мес. разошлись по 10 заявкам участников. С учетом того, что банки уполномочены подавать несколько заявок, назвать точное число участников, занявших пенсионные деньги, не представляется возможным. Отметим лишь, что со стороны банков был предъявлен спрос в объеме RUB38.4 млрд., а средневзвешенная ставка оказалась равной 8.46%, превысив установленную минимальную ставку на 76 бп (см. диаграммы 1, 2).

ДИАГРАММА 1. ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩЕНИЙ И УРОВНИ ПЕРЕСПРОСА НА АУКЦИОНАХ ВНЕШЭКОНОМБАНКА



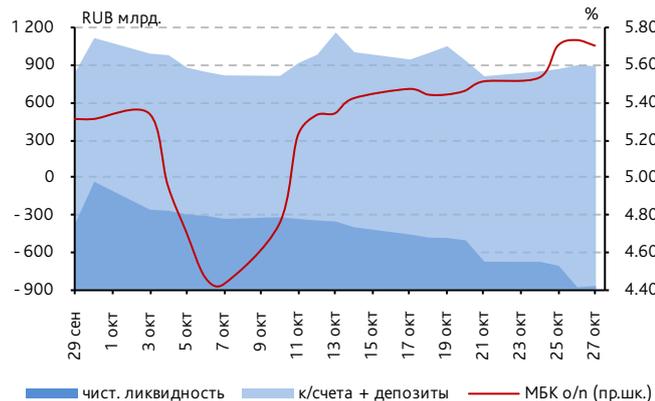
Источник: ВЭБ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. СРОЧНОСТЬ РАЗМЕЩЕНИЯ И СТАВКИ НА АУКЦИОНАХ ВНЕШЭКОНОМБАНКА

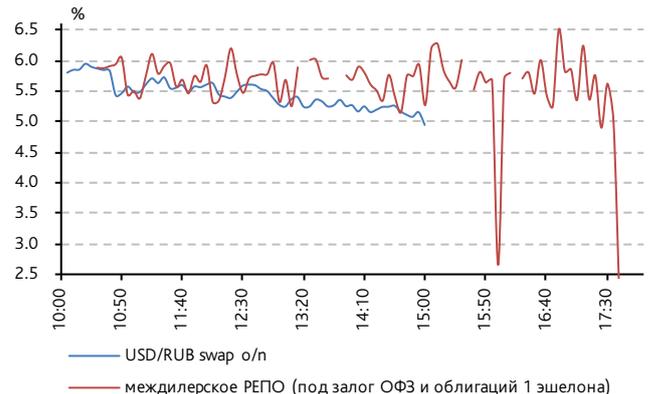


Источник: ВЭБ, НБ «Траст»

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Напомним, что формальный доступ к аукционам Внешэкономбанка, как и к размещениям временно свободных денежных средств бюджета Минфином, имеют 36 банков. Предъявляемые к ним требования сводятся к наличию международного долгосрочного кредитного рейтинга не ниже «Ва3/BB-», собственных средств не менее RUB5 млрд., генеральной лицензии на осуществление банковских операций. Наряду с этим банк должен участвовать в системе страхования вкладов (ССВ) и не иметь просроченной задолженности по ранее размещенным соответствующим депозитам (подробнее см. наш специальный комментарий от 19 октября «[Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур](#)»).

В преддверии сегодняшней уплаты налога на прибыль (до RUB210 млрд.) напряженность в ставках money market на конец дня все же почувствовалась. На МБК первый круг внутри дня привлекал овернайт под 5.0-5.25%, а к концу диапазон ставок расширился до 4.5-5.7%. Средневзвешенная ставка по сделкам в четверг под залог [ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) составила 5.50-5.70%, снизившись на 5-10 бп относительно среды.

Продолжая разговор об источниках рефинансирования для банков, отметим, что газета «Коммерсантъ» сообщила о намерении Совета директоров ЦБ в числе прочих вопросов сегодняшнего заседания рассмотреть и целесообразность возврата к беззалоговым аукционам, сыгравшим важнейшую роль в поддержке банковского сектора в острую фазу кризиса ликвидности 2008-2009 гг.

Подробно доступность данного инструмента рефинансирования при достаточно либеральных требованиях, предъявляемых к банкам (см. таблицу ниже) мы анализировали в рамках вышеуказанного спецобзора. По нашим оценкам, доступ к беззалоговым аукционам открыт значительной доле банковского сектора, более широкой в сравнении с числом банков, относящимся к 1-й и 2-й классификационным группам по методологии ЦБ. Иными словами, около 70% всех российских банков, так или иначе, имеют потенциальный доступ к беззалоговым кредитам ЦБ РФ, хотя число банков 1-й и 2-й классификационных групп составляет 64% от всей численности российских банков.

Центральным вопросом, который будет обсуждаться на сегодняшнем заседании ЦБ, безусловно, станет вопрос ставок. Мы не ждем изменений ставки рефинансирования и отдельных ставок по операциям Банка России.

ТАБЛИЦА. УСЛОВИЯ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ БАНКАМ КРЕДИТОВ БЕЗ ОБЕСПЕЧЕНИЯ*

Категория кредитной организации	Международный долгосрочный рейтинг кредитоспособности, не ниже		Национальный рейтинг кредитоспособности, не ниже				Максимальный срок кредита
	S&P, Fitch	Moody's	RusRating	Эксперт РА	НРА	AK&M	
1	BBB-	Baa3	н/п**	н/п	н/п	н/п	1 год
2	BB- и 1, 2 квал. группа	Ba3 и 1, 2 квал. группа	н/п	н/п	н/п	н/п	1 год
	BB-	Ba3	н/п	н/п	н/п	н/п	6 мес.
3	B-	B3	н/п	н/п	н/п	н/п	3 мес.
4	н/п	н/п	BB и 1, 2 класс. группа	A и 1, 2 класс. группа	A и 1, 2 класс. группа	A и 1, 2 класс. группа	5 нед.

* на 03.02.2010

** не применяется

Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»



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

Кредитные комментарии

РусГидро сократит объем инвестиционной программы в 2012; ожидаемый результат ограничения тарифной выручки; рублевые еврооблигации оценены справедливо

По данным Интерфакса, РусГидро может скорректировать объем инвестиционной программы на следующий год в сторону понижения.

КОММЕНТАРИЙ

Вчера зампреда правления РусГидро сообщил, что инвестиционная программа компании в следующем году может быть существенно сокращена. Новый объем составит около RUB70 млрд, против ранее планировавшихся RUB105-115 млрд. Это действие, по словам топ-менеджера РусГидро, стало результатом последних решений регуляторов, направленных на снижение темпов роста цен на электроэнергию для конечных потребителей.

Напомним, что часть выручки (около 11-12% по итогам 1П 2011 г.) компания получает за счет регулируемых тарифов на мощность. В 2011 г. из этого тарифа была исключена целевая инвестиционная составляющая, поэтому компания по итогам 2011 г. недополучит более RUB5 млрд. Именно инвестиционная надбавка к тарифу на мощность давала РусГидро дополнительные средства на осуществление инвестиционной программы. По всей видимости, регуляторное решение об ограничении тарифов будет распространено и на следующий год, что снизило бы операционный денежный поток компании приблизительно на RUB17-20 млрд., и как следствие, потребовало бы от РусГидро привлечение большего размера нового долга. Уменьшение объемов инвестиционной программы приблизительно на RUB35 млрд. позволит компании несколько сократить и размер привлекаемого долга в следующем году.

На данный момент кредитное качество РусГидро не вызывает у нас никаких опасений: показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 1П 2011 г. находился вблизи нулевых значений, а обслуживание долга было совершенно необременительным для компании. Однако, начиная со 2П 2011 г., РусГидро начнет консолидировать долг РАО ЭС Востока, долговая нагрузка которой существенно выше. На наш взгляд, совокупные балансовые показатели компании от этого несколько пострадают, хотя дополнительных проблем с рефинансированием краткосрочных долгов у РусГидро возникнуть не должно: вчера ЕБРР сообщил, что выделит компании кредитные средства в размере около RUB8 млрд. именно для рефинансирования краткосрочных долгов РАО ЭС Востока.

Локальные рублевые облигации РусГидро из-за своей сравнительно большой дюрации потеряли в ликвидности за последние месяцы. Бумаги предлагают премию к рублевой кривой ФСК в размере около 20-30 бп, что в нынешней напряженной рыночной ситуации расценивается нами как минимально справедливый уровень. Рублевые еврооблигации РусГидро торгуются на уровне кривой ФСК, что также не позволяет ожидать от них опережающего курсового роста.



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

РусГидро	Ва1/ВВ+/ВВ+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	164
ЕБИТДА margin	24%
Долг/ЕБИТДА	0.7

Буровая компания Евразия по итогам 9М 2011 улучшает операционные показатели; долговая нагрузка находится на комфортном уровне; облигации не предполагают интересных торговых идей

Вчера Буровая компания Евразия опубликовала некоторые операционные и финансовые показатели за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Результаты деятельности Буровой компании Евразия (Eurasia Drilling Company, БКЕ) улучшаются на фоне увеличения капитальных вложений крупнейших российских нефтяных компаний. Объем бурения за 9М 2011 г. вырос на 20% в годовом выражении, из них 13 п.п. объясняется приобретением активов Шлюмберже. В результате выручка компании увеличилась на 51%, ЕБИТДА – на 35% (меньший рост ЕБИТДА объясняется опережающим ростом затрат на услуги субподрядчиков).

Буровая компания Евразия	Fitch: BB
<i>US GAAP, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	2.0
ЕБИТДА margin	22%
Долг/ЕБИТДА	1.4

Органические капитальные вложения за 9М 2011 г. составили USD262 млн., которые были покрыты, как мы полагаем, операционным денежным потоком. Напомним также, что в 1П 2011 г. компания потратила USD560 млн. на M&A сделки (см. «Навигатор долгового рынка» от 26.08.2011), из-за чего совокупный долг компании вырос на USD400 млн. с начала года. С учетом предельно низкой долговой нагрузки на конец 2010 г., такое увеличение, по нашему мнению, не представляет серьезного риска для компании. Кроме того, согласно полученным нами комментариям менеджмента, компания планирует к концу года снизить долгосрочный долг до USD500 млн., а краткосрочный – до USD150 млн. при сохранении существующего запаса ликвидности, что, безусловно, позитивно для держателей облигаций.

Все основные кредитные метрики находятся на комфортном уровне и соответствуют рейтингу «double B»: «Долг/ЕБИТДА» составляет 1.4х, «Чистый долг/ЕБИТДА» – 0.5х. Определенным риском для компании остается зависимость от Лукойла, доля которого в совокупном объеме бурения составила 54% за 9М 2011 г. Однако, на наш взгляд, реальных предпосылок для уменьшения объема заказов от Лукойла в настоящий момент нет, учитывая лидирующие позиции БКЕ на российском рынке нефтесервисных услуг.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БКЕ

МСФО, USD млн.	9М 2010*	2010	1П 2011	9М 2011*	9М 11/9М 10**
Выручка	1353	1812	1255	2042	51%
ЕБИТДА	331	449	263	447	35%
Чистая прибыль	-	207	151	-	-
Чистый операц. денежный поток	-	322	125	-	-
Капвложения и M&A	-	268	729	-	-
<i>капвложения</i>	170	225	171	262	54%
Свободный денежный поток	-	97	-46	-	-
Совокупный долг, в т.ч.	-	403	899	794	97%
<i>краткосрочный долг</i>	-	117	271	253	116%
Денежные средства и эквиваленты	-	629	534	537	-15%
Активы	-	1954	2766	2536	30%
Показатели					
ЕБИТДА margin	24.5%	24.8%	21.0%	21.9%	-
ЕБИТДА/проценты	-	29.9	12.5	14.0	-
Долг/ЕБИТДА	-	0.9	1.8	1.4	-
Чистый долг/ЕБИТДА	< 0	< 0	0.7	0.5	-
Долг/Собственный капитал	-	0.3	0.6	-	-

* по результатам 9М компания объявляет только выборочные финансовые показатели
 ** для балансовых показателей – изменение к началу года
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Единственный рублевый выпуск компании **БК Евразия-1** с дюрацией 3.87 года неликвиден. Последняя сделка предполагала доходность 8.7%, что соответствует выпуску Газпром нефти, и поэтому не представляет интереса.



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

Fitch изменило прогноз по рейтингу Новатэка с «негативного» на «стабильный», решение агентства ожидаемо; облигации не имеют потенциала роста

Вчера агентство Fitch объявило об изменении прогноза по рейтингу Новатэка с «негативного» на «стабильный».

КОММЕНТАРИЙ

За последний месяц Новатэк несколько раз радовал инвесторов позитивными новостями. Во-первых, по предварительным данным, добыча углеводородов за 9М 2011 г. выросла на 45% в годовом выражении, а 3К 2011 г. – на 11% по сравнению с предыдущим кварталом. Мы полагаем, что дальнейшее увеличение добычи будет являться драйвером роста операционного денежного потока и соответствующего снижения потребности в долговом финансировании. Во-вторых, Новатэк продал 20%-ю долю в проекте Ямал СПГ французской Total. Сделка позволит Новатэку переложить часть инвестиционных затрат на партнера и снизить общие риски проекта. На фоне этих новостей решение Fitch мы считаем вполне логичным.

Новатэк	Ваа3/BBB-/BBB-
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млн.	85
ЕБИТДА margin	52%
Долг/ЕБИТДА	1.2

Цены на еврооблигации компании не имеют потенциала роста. **Novatek 21** торгуется на кривой ТНК-ВР, а **Novatek 16** и вовсе на кривой Газпрома, что кажется нам излишне оптимистичным. Рублевый выпуск **Новатэк БО-1** неликвиден, и мы не рекомендуем его к покупке в текущих условиях. Последняя сделка прошла по цене 100.5%, что предполагает доходность 7.3% и соответствует доходностям Газпром нефти и Лукойла.



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

Кредит Европа Банк планирует выпустить облигации с офертой через год; предложение выглядит привлекательнее ориентиров бумаг ОТП Банка

Вчера Кредит Европа Банк (КЕБ) объявил о намерениях разместить RUB5 млрд. облигаций серии БО-2. По 3-летним бумагам предполагается годовая оферта, а ориентир по купону озвучен в диапазоне 10.75-11.0%. Книга заявок инвесторов на покупку облигаций будет открыта с 31 октября по 1 ноября 2011 г., а техническое размещение бумаг назначено на 3 ноября текущего года.

Предложение обеспечивает YTP 11.04-11.30% к годовой оферте, предполагая премию к кривой ОФЗ на уровне 490-520 бп. Заметим, что у банка в обращении находится чуть более короткий выпуск **Кредит Европа-6**, который торговался на этой неделе на уровне YTP 9.4-9.7% к оферте в августе 2012 г. Соответственно новый выпуск обеспечивает премию существенно выше 100 бп к вторичному рынку.

Одновременно, параметры по новому выпуску бондов Кредит Европа Банка, на наш взгляд, более интересны предложенных условий бондов ОТП Банка. Напомним, что ОТП Банк планирует разместить сразу два выпуска облигаций объемом RUB10 млрд. с YTP 10.25-10.78% к годовой оферте (см. «Навигатор долгового рынка» от 27.10.2011). Таким образом, премия бондов КЕБ к предложению ОТП Банка составляет 30-100 бп.

Кредитное качество Кредит Европа Банка мы считаем довольно устойчивым и полагаем, что премия к бумагам ОТП Банка не должна превышать 30 бп. Структура фондирования КЕБ более зависима от оптового долга (показатель «Кредиты/Депозиты» по итогам 2010 г. составил 192% против 116% у ОТП Банка) и средств материнской компании (35% от обязательств у КЕБ и 23% у ОТП Банка), хотя, учитывая более высокую степень диверсификации (отраслевую и географическую), потенциал поддержки со стороны группы FIBA, на наш взгляд, выше, чем у OTR Group ввиду роста проблем банковского сектора в европейских странах. Одновременно, КЕБ ориентирован на менее высокую степень риска кредитного портфеля, предлагая займы корпоративным клиентам и обеспеченные залогами розничные кредитные продукты. Это обуславливает более высокое качество кредитного портфеля и меньшую стоимость риска у КЕБ по сравнению с ОТП Банком, но меньшие показатели рентабельности и маржинальности бизнеса.

Впрочем, принимая во внимание позитивное настроение на рынках долга, которое, скорее всего, продлится как минимум до начала ноября, вполне вероятно, что банкам удастся успешно разместить бумаги по привлекательным для себя ценам.



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

КЕБ	Ва3/NR/BB-
<i>МСФО, 2010</i>	
Кредиты, RUB млрд.	62.8
NIM	7.8%
NPLs (> 90 дней)	3.2%

ОТП Банк	Ва1/NR/BB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	77.5
NIM	17.9%
NPLs (+90 дней)	13.3%

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.00	8.75%	3*	8.94%
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	8.50%	5	8.68%
21 окт	СЗКК-4	5.0	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-1ИП	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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
31 окт	РТК-1	0.3	9.00%	2
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	8.80%	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

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
31 окт	Ханты-МансийскийБанк-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
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгуляй-096о	2.0

* срок до ближайшей оферты, лет

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 инвестблока

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 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 контрагентом Банка в США и предназначается только для тех 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 контрагентом 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 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.