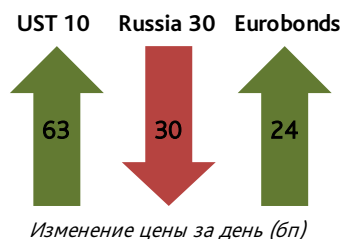


Навигатор долгового рынка

Агентство Cbonds проводит ежегодное голосование Cbonds Awards 2011. Вы можете поддержать «Траст» в номинациях «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и «Лучшая макроаналитика». Голосование доступно по ссылке <http://www.cbonds.info/rus/vote/votes.php/params/id/85>

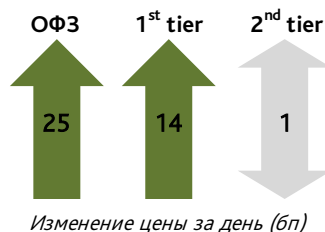
Глобальные рынки и еврооблигации

- Поставгустовское восстановление в евробондах еще не завершено; в условиях снизившейся напряженности, но все еще высокой неопределенности, могут быть интересны выпуски **Транснефти**, **Евраза**, **Металлоинвеста**, **Альфа-Банка** и **Сбербанка**
- Итоги торгов по еврооблигациям:** котировки несuverенных бумаг выросли, несмотря на наметившиеся к концу дня продажи; **Russia 30** потерял 30 бп
- Открытие торгов по еврооблигациям:** решения **саммита** ЕС больше не могут толкать рынки вверх; ждем открытия торгов в минусе; главное на неделе – заседание **ФРС** и данные по безработице в США



Рублевые облигации и денежный рынок

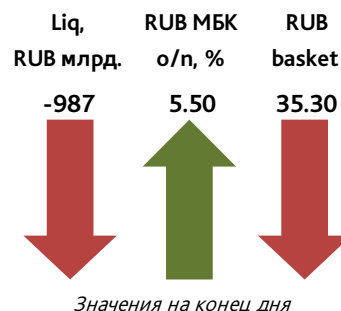
- Выкуп **Башнефтью** обращающихся рублевых выпусков обусловил более 60% рыночного оборота; отметим оптимизм в рублевом долге в пятницу, несмотря на значительные оттоки ликвидности; сегодня включается фактор окончания месяца – возможно традиционное обилие нерыночных сделок
- Оживление первичного рынка продолжается: **Банк Зенит** предлагает щедрую премию по биржевым облигациям за повышенные риски рефинансирования, а **КБ Дельтакредит** планирует разместить бонды с ипотечным покрытием и гарантией от материнской группы
- По итогам пятничных расчетов по налогам высоколиквидные активы банков снизились до RUB646 млрд., ликвидная позиция по операциям с **ЦБ** приблизилась к –RUB1 трлн.; основным источником рефинансирования в преддверии возврата в среду RUB97.2 млрд. бюджетных денег с депозитов станет завтрашний аукцион недельного **РЕПО** с **ЦБ**



Кредитные комментарии

- РЖД** успешно продает **ПГК**; риски роста долговой нагрузки монополии в краткосрочной перспективе снимаются; долгосрочные перспективы увеличения долга по-прежнему в силе; к евробондам относимся нейтрально
- СУЭК** привлек крупный предэкспортный кредит; финансовая гибкость компании еще больше повысится; доходность облигаций уже близка к справедливым значениям
- ТКС Банк** планирует увеличить собственный капитал; позитивно для уровня достаточности капитала банка; не ожидаем реакции в котировках бондов; высокодоходные бумаги интересны для покупки
- И. Ким планирует до конца текущего года выйти из капитала **МДМ Банка**; новость ожидаема и нейтральна для бумаг банка; как мы понимаем, бизнесмен планирует сконцентрировать свои усилия по развитию купленного банка у **Барклайс**
- Магнит** опубликовал некоторые цифры отчетности по МСФО за 3К 2011; ритейлер существенно улучшил показатели рентабельности по EBITDA в 3К – до 8.4%; прогноз по инвестпрограмме на 2011 снижен до USD1.6-1.7 млрд., на 2012 – до USD1.2 млрд.; компания будет меньше занимать, и ее долговая нагрузка не будет расти; рублевые облигации неликвидны и не предлагают интересных торговых идей

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

14:00	Оценка индекса потребительских цен в еврозоне за октябрь
14:00	Безработица в еврозоне за сентябрь
18:30	Индекс деловой активности в производстве от ФРБ Далласа за октябрь

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	258	+16
UST10	▼	2.30	-0.07
Russia 30–UST 10	▲	200	+12
EUR/USD	▼	1.4146	-0.3%
Oil (Brent)	▼	109.9	-1.8%
VIX	▼	24.53	-0.93

Поставгустовское восстановление в евробондах еще не завершено; в условиях снизившейся напряженности, но все еще высокой неопределенности, могут быть интересны выпуски Транснефти, Евраз, Металлоинвеста, Альфа-Банка и Сбербанка

На фоне наблюдавшегося практически с начала октября восстановления спроса на риск на глобальных рынках, российские евробонды продемонстрировали соответствующий рост, однако, как показывает нижеприведенная таблица, говорить о достижении уровней начала августа пока еще преждевременно. Данное утверждение может быть отчасти применено лишь к нескольким выпускам, среди которых преобладают евробонды квазигосударственных банков – ВЭБа и Сбербанка. Отметим, что все выпуски последнего показали за период начало августа – конец октября динамику лучше рынка (для сравнения используется рассчитываемый НБ «Траст» ценовой индекс TDI Russia Non-Sovereign, отражающий динамику цен российских не суверенных еврооблигаций). Тем временем в списке «отстающих» очевидно преобладание частных банков.

Выпуск	Изменение котировки, п.п.	Котировка на 28.10.11, % от номинала	УТМ по состоянию на 28.10.11, %	Дюрация, лет	Спред по состоянию на 03.08.11, бп	Спред по состоянию на 28.10.11, бп
VEB 25	-0.04	105.46	6.217	9.37	359.1	391.6
Lukoil 22	-0.20	107.73	5.689	7.93	306.3	340.0
NOMOS 13	-0.54	101.78	5.627	2.05	529.0	553.2
VEB 20	-0.90	109.56	5.529	6.88	290.3	332.7
VEB 17	-1.00	103.30	4.833	5.37	357.6	389.8
NOMOS 12	-1.15	106.71	4.112	1.30	20.0	407.2
SberBank 11	-1.21	101.38	0.727	0.27	71.7	71.1
Novatek 16	-1.23	104.94	4.108	4.06	285.1	325.1
Gazprom 13N	-1.25	104.07	1.657	1.03	158.1	200.7
SberBank 21	-1.28	100.72	5.619	7.62	299.3	349.3
TDI Non-Sovereign	-3.72	119.96				
Alliance Oil 15	-6.74	110.36	6.585	3.03	606.6	812.6
Koks 16	-8.11	102.32	7.174	4.12	591.7	820.2
Sovcomflot 17	-8.23	101.06	5.171	5.30	391.4	574.9
Promsvyazbank 16	-8.24	114.43	7.669	3.95	733.2	909.4
Promsvyazbank 15	-8.28	118.04	7.230	3.13	671.1	898.1
MBRD 16	-8.96	98.97	8.201	3.81	428.9	1038.7
TMK 18	-9.63	104.66	6.845	5.23	558.8	769.1
Russian Standard Bank 15	-9.90	101.38	7.349	3.75	472.3	983.5
RenCap CB 13	-10.79	106.29	8.796	1.48	845.9	1638.4
Tinkoff Cred Sys 14	-12.96	102.96	10.203	2.33	986.6	1629.9

Мы полагаем, что восстановительная динамика, наблюдающаяся с начала сентября и вызванная ожиданиями разрешения европейских проблем, в ближайшее время будет иметь тенденцию к затуханию. Отмеченное в минувший четверг ралли в рискованных активах оказалось крайне краткосрочным, а в начале ноября глобальные рынки ждут множество «поворотных точек» – заседания ФРС и ЕЦБ, саммит G20 и появление подробностей в отношении европейского антикризисного плана. Таким образом, мы воздерживаемся от перехода в полноценный режим «risk-on», однако считаем целесообразным отметить несколько эмитентов, выпуски которых, на наш взгляд, могут быть интересны в условиях снизившейся на рынках напряженности.

Из бумаг нефтегазового сектора к таковым мы относим еврооблигации Транснефти – полного восстановления в них пока еще не произошло, что предполагает определенный потенциал роста, однако в случае ухудшения ситуации резкого снижения их стоимости, как показала практика, удастся избежать. К евробондам Газпрома, особенно долгосрочным, мы относимся осторожно, учитывая крайне высокую чувствительность к новостному фонду.

В металлургическом секторе инвесторам, склонным к риску, могут быть интересны выпуски Евраз и Металлоинвеста, торгующиеся с премией в 40-60 бп к кривой Северстали. Выпуск **Koks 16**, находящийся в списке «отстающих», также может рассматриваться в качестве варианта рискованной инвестиции. Евробонды Вымпелкома, несмотря на стремительный рост в октябре, все еще находятся ниже августовских максимумов на 4-6 п.п. Учитывая высокую волатильность в данных евробондах и повышенную неопределенность на глобальных рынках, прогнозируемую нами на ближайшие несколько недель, бумаги данного эмитента мы считаем непривлекательными.

В отношении банков, особенно частных, мы настроены довольно скептически и не ждем опережающего роста котировок их евробондов. Между тем привлекательными нам представляются евробонды Альфа-Банка, имеющие достаточно хороший потенциал роста. Еврооблигации Сбербанка также могут быть интересны, однако, учитывая их более существенный рост в течение последних нескольких недель, опережающей динамики от них мы не ожидаем. Принимая во внимание преобладание евробондов Сбербанка и ВЭБа в первой «десятке» списка, мы полагаем, что выпуски другого крупного госбанка, ВТБ, могут в ближайшее время подтянуться за «коллегами».

Мы бы также хотели подчеркнуть, что рекомендации, данные нами в [«Стратегии долговых рынков: октябрь 2011»](#), по-прежнему являются актуальными, прежде всего, для более консервативных инвесторов, не готовых рассматривать текущее улучшение конъюнктуры в качестве начала долгосрочного повышательного тренда на рынках.

Итоги торгов по еврооблигациям: котировки несuverенных бумаг выросли, несмотря на наметившиеся к концу дня продажи; Russia 30 потерял 30 бп

Торги на российском рынке еврооблигаций в пятницу завершились преимущественно в зеленой зоне за исключением суверенных выпусков, а активность участников находилась на достаточно высоком уровне практически во всех сегментах рынка. Так, оборот торгов в целом по рынку составил USD113 млн., причем в корпоративных бумагах активность была на среднегодовом уровне (USD22 млн.), а в суверенных – почти в два раза превысила его (USD85 млн.). Лишь банковский сектор продемонстрировал заметно более низкую активность: USD5 млн. против среднегодового показателя USD15 млн.

Из отдельных выпусков в нефтегазовом секторе можно отметить длинные еврооблигации Газпрома, показавшие рост котировок на 1.2-1.6 п.п. Во втором эшелоне бумаги Вымпелкома поднялись в цене лишь на 10-20 бп из-за наметившихся ближе к концу торговой сессии продаж. В банковском секторе дружный рост на 20-30 бп продемонстрировали еврооблигации ВЭБа. Котировки бумаг на среднем участке кривой Промсвязьбанка поднялись на 50-60 бп, а долгосрочный выпуск Русского стандарта подорожал на 75 бп. Между тем лидером роста в банковском сегменте стал выпуск **Tinkoff Cred Sys 14**, набравший по итогам дня 2.3 п.п.

Суверенные евробонды начали торги пятницы на мажорной ноте. Индикативный выпуск **Russia 30** прибавлял порядка 30-40 бп, однако во второй половине дня котировки начали снижаться, и в результате выпуск подешевел на 30 бп до 118.52% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** расширился на 12 бп до 200 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: решения саммита ЕС больше не могут толкать рынки вверх; ждем открытия торгов в минусе; главное на неделе – заседание ФРС и данные по безработице в США

Эйфория, вызванная решениями саммита ЕС, кажется, окончательно сошла на нет, чему не в малой степени поспособствовали заявления, сделанные на выходных как представителями Европы, так и Китая. Азиатские торги завершились в понедельник в красной зоне (**Nikkei 225** ушел в минус на 0.9%), а фьючерс на индекс **S&P 500** снижается на 0.2%. Давление на российский рынок окажут также снизившиеся котировки нефти – баррель Brent стоит около USD109 против USD110.5 на закрытии основных торгов в пятницу. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с отрицательной динамики.

Новостной фон понедельника в целом обещает быть довольно ровным. Из важной статистики можно отметить лишь публикацию предварительных данных по инфляции в еврозоне за октябрь, предваряющих заседание Совету управляющих ЕЦБ в ближайший четверг. В целом же начинающаяся неделя обещает быть крайне насыщенной на глобальных рынках. Ключевыми событиями, безусловно, станут заседание FOMC 1-2 ноября и публикация payrolls в пятницу, 4 ноября. На конце недели придется также саммит G20, от которого многие ждут подробностей в части антикризисного плана еврозоны.



Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

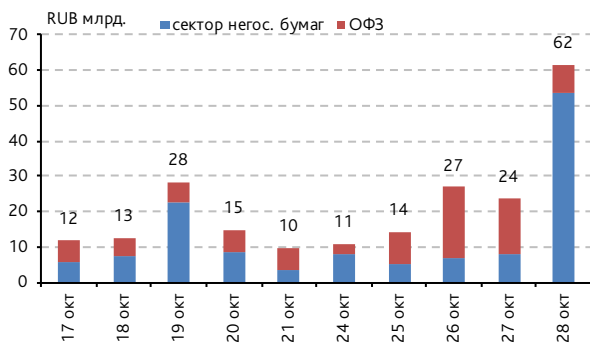
Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	7.8%
от 1 до 1.5 лет	69.5%
от 1.5 до 2 лет	1.5%
от 2 до 3 лет	4.1%
от 3 до 5 лет	13.8%
> 5 лет	3.3%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.02%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.63%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.99%	6.5
Банки	7.80%	1.5
Корп 1 эшелон	7.66%	2.5
Корп 2 эшелон	8.45%	2.0

Выкуп Башнефтью обращающихся рублевых выпусков обусловил более 60% рыночного оборота; отметим оптимизм в рублевом долге в пятницу, несмотря на значительные оттоки ликвидности; сегодня включается фактор окончания месяца – возможно традиционное обилие нерыночных сделок

Значительные обороты рублевого рынка в пятницу (RUB62 млрд.) были обусловлены техническим фактором реализации Башнефтью выкупа обращающихся выпусков. Порядка RUB41 млрд. рыночных сделок были результатом выкупа трех обращающихся выпусков эмитента, всего же с рынка ушло в среднем около 85-90% каждого из выпусков компании.

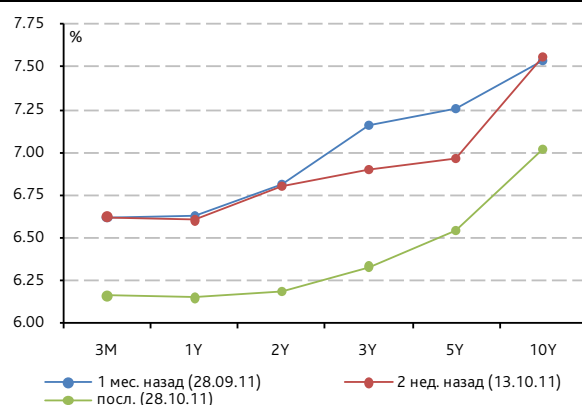
Продолжившиеся покупки в среднем и дальнем сегментах кривой ОФЗ способствовали дальнейшему снижению доходностей на этом участке на 10-17 бп. Средние **ОФЗ 25079** (YTM 7.61%) и **ОФЗ 25077** (YTM 7.74%) подорожали на 35-40 бп, **ОФЗ 26204** (YTM 7.93%) вырос на 80 бп. Отметим, что с оживлением рынка, имевшем место на фоне ослабления негативных ожиданий участников рынка в части внешних факторов, имеет место сужение спредов между ликвидными выпусками ОФЗ. Так, относительно начала октября спред **ОФЗ 26204–ОФЗ 25077** сжался на 12 бп до немногим менее 20 бп (см. диаграмму 1). Такая ситуация, на наш взгляд, с поправкой на фактор ликвидности определяется уже устоявшейся плоскостью кривой ставок рублевых NDF, где спред между 5-летней и 3-мес. ставками в течение месяца не превышал 60-65 бп, а на текущий момент составляет около 40 бп (см. диаграмму 2).

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА СПРЕДОВ ОТДЕЛЬНЫХ ЛИКВИДНЫХ ВЫПУСКОВ ОФЗ



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ПОЛОЖЕНИЯ КРИВОЙ USD/RUB NDF В ТЕЧЕНИЕ ПОСЛЕДНЕГО МЕСЯЦА



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

В последние дни рост аппетита к риску в положении кривой NDF в целом отражался ее параллельным сдвигом вниз практически без изменения наклона. Снижение опасений относительно рублевых активов будет иметь следствием возвращение к нормальной форме кривой, однако пока подобные движения не наблюдаются. Отметим, что по завершении октября быстрого улучшения ситуации с внутренней ликвидностью не произойдет, а динамика внутреннего валютного рынка продолжит оставаться под влиянием внешнего фона, где о возвращении устойчивого оптимизма можно будет говорить по итогам заседания ФРС 1-2 ноября.

Оживление первичного рынка продолжается: Банк Зенит предлагает щедрую премию по биржевым облигациям за повышенные риски рефинансирования, а КБ Дельтакредит планирует разместить бонды с ипотечным покрытием и гарантией от материнской группы

На прошлой неделе еще два банка объявили о намерениях разместить облигации: Банк Зенит планирует выпустить биржевые облигации на сумму RUB3 млрд., а КБ Дельтакредит – на RUB5 млрд. облигаций с ипотечным покрытием.

Сегодня **Банк Зенит** открывает книгу заявок инвесторов на приобретение облигаций серии БО-3 объемом RUB3 млрд. Купон по 3-летним облигациям установлен в диапазоне 9.00-9.25%, или УТР 9.20-9.46% к оферте через год. Книга закроется не позднее 11 ноября 2011 г., а техническое размещение бондов назначено на 15 ноября текущего года. Выпуск удовлетворяет условиям вхождения в ломбардный список ЦБ и, вероятно, будет включен в котировальный список А1.

Озвученные ориентиры по доходности обеспечивают существенную премию к вторичному рынку: обращающиеся выпуски Банка Зенит торгуются с УТР 8.2-8.7% на диапазоне около года. Предварительные параметры обеспечивают потенциал для роста котировок бумаг на вторичном рынке, но предложение премии инвесторам для успешного размещения бумаг со стороны банка, на наш взгляд, оправдано.

Как мы понимаем, банк планирует частично рефинансировать облигации **Зенит-3** (порядка RUB2.5 млрд. в обращении по данным отчетности по МСФО за 1П 2011 г.), погашение которых состоится 9 ноября текущего года. Заметим, что в 2012 г. по всем остальным рублевым бумагам, не считая новый выпуск, назначены оферты с апреля по ноябрь на общую сумму порядка RUB20 млрд., что предполагает повышенные риски рефинансирования. При этом с 2010 г. зависимость банка от оптового долга существенно возросла (показатель «Кредиты/Депозиты» вырос до 113% к концу 1П 2011 г.), а активный рост кредитного портфеля в 1П 2011 г. (+16.7% до RUB159.7 млрд.) привел к снижению достаточности капитала 1-го уровня до 9.9% (11.9% на начало 2011 г.).

Банк Дельтакредит предлагает инвесторам RUB5 млрд. облигаций с ипотечным покрытием серии ИП-8 со сроком обращения 5 лет. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 8.2-8.5%, или УТР 8.37-8.68% к 3-летней оферте. Заявки на покупку бумаг будут приниматься с 1 по 3 ноября 2011 г., а техническое размещение состоится 7 ноября текущего года. По облигациям предусматривается поручительство от материнского банка Societe Generale S.A. (Aa3/A+/A+), также бумаги соответствуют условиям включения в ломбардный список ЦБ. Вдобавок, бумаги с ипотечным покрытием облагаются по льготной налоговой ставке в 15%.

Условия по выпуску **Дельтакредит ИП-08** обеспечивают премию к кривой ОФЗ в размере 90-120 бп., что, на наш взгляд, вполне соответствует справедливому уровню доходности, не предполагая существенного торгового интереса. Так, более короткий выпуск облигаций банка 6-й серии с гарантией от материнской группы торговался с УТР 8.4% на диапазоне чуть менее 3-х лет или с премией в 115 бп к суверенной кривой. Мы не склонны ожидать высокой ликвидности в бумагах на вторичном рынке. Так, недавно размещенный **Юникредит ИП-1** котируется с bid/ask спредами выше 2 п.п.

Зенит	Ba3/NR/B+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	159.7
NIM	3.5%
NPLs (+90 дней)	1.4%

Дельтакредит	Baa2/WR/NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	51.7
NIM	4.8%
TCAR	14.8%

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

1 ноя	Аукцион Минфина по размещению средств ФБ (RUB10 млрд., 49 дней)
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	5.00	5.75	5.25/5.75
2-й круг	5.50/6.00	5.00	6.00	5.50/6.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.25-5.75	5.25-5.50	5.25-5.75

По итогам пятничных расчетов по налогам высоколиквидные активы банков снизились до RUB646 млрд., ликвидная позиция по операциям с ЦБ приблизилась к –RUB1 трлн.; основным источником рефинансирования в преддверии возврата в среду RUB97.2 млрд. бюджетных денег с депозитов станет завтрашний аукцион недельного РЕПО с ЦБ

Пятничные расчеты по налогу на прибыль, закрывшие октябрьский сезон налоговых выплат, в совокупности с иными потоками движения ликвидности оттянули RUB112 млрд. со счетов высоколиквидных активов банков в ЦБ, по итогам дня суммарные остатки на корсчетах и депозитах снизились до RUB645.5 млрд. Привлечение ликвидности от ЦБ вследствие завершения давления со стороны налоговых оттоков в пятницу, соответственно, оказалось ниже четверга: в рамках однодневного аукционного РЕПО с регулятором было привлечено RUB274.2 млрд. Чистая ликвидная позиция банков по операциям с ЦБ по окончании «налогового октября» составила –RUB987.0 млрд.

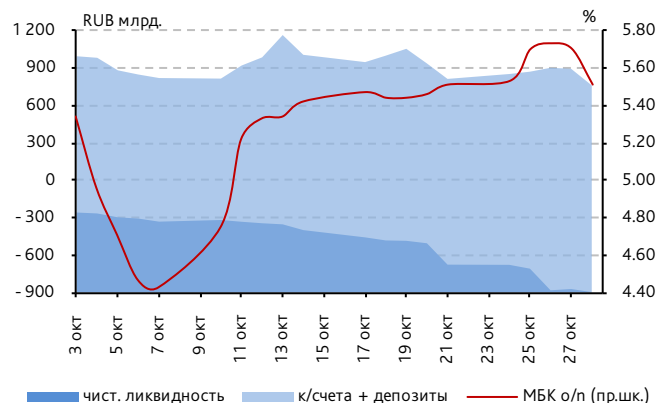
Спрос на ликвидность, как и в четверг, ощущался в ставках межбанковского рынка: банки первого круга внутри дня привлекали однодневные деньги под 5-5.75%, к концу дня данный диапазон расширился до 5.25-5.75%. Напряженности в ставках рынка междилерского РЕПО не ощущалось.

В преддверии возврата банками в среду RUB97.2 млрд. бюджетных средств с депозитов Минфин предложит на завтрашнем аукционе всего RUB10 млрд. Данный дисбаланс, видимо, будет компенсироваться повышенным привлечением со стороны банков на завтрашнем аукционе недельного РЕПО с ЦБ.

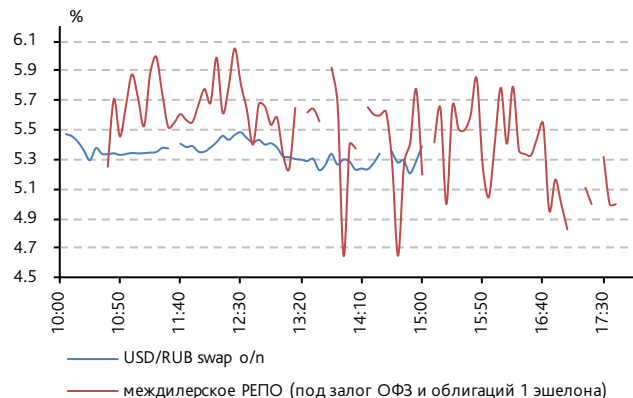


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday





Кредитные комментарии

РЖД успешно продает ПГК; риски роста долговой нагрузки монополии в краткосрочной перспективе снимаются; долгосрочные перспективы увеличения долга по-прежнему в силе; к еврооблигациям относимся нейтрально

28 октября был проведен аукцион на покупку 75%–2 акции акционерного капитала ПГК, одной из наиболее привлекательных «дочек» РЖД, владеющей крупным парком полувагонов и цистерн.

КОММЕНТАРИЙ

Перспективы аукциона в сентябре и начале октября на фоне снижения рынков выглядели не совсем радужными: РЖД не собиралась снижать стартовую цену продажи, а два потенциальных участника успели выбыть из борьбы за этот актив. Однако в минувшую пятницу ПГК была успешно продана структурам Владимира Лисина за RUB125.5 млрд. Сегодняшние Ведомости со ссылкой на представителя покупателя сообщили, что сделка может быть закрыта уже в ближайший месяц.

Для РЖД продажа ПГК имеет двоякое значение: монополия уже успела привлечь бридж-кредит на финансирование своей инвестиционной программы до конца 2011 г. и ранее сообщала, что в случае неудачного аукциона ей будет необходимо его пролонгировать до следующего года. Теперь же, по всей видимости, бридж-кредит будет благополучно погашен за счет поступлений от продажи ПГК. Вторым положительным моментом для РЖД от продажи этого актива станет вероятное усиление ее переговорных позиций с правительством по вопросу урегулирования проблем перевозки грузов: в отраслевых ведомствах обсуждается законопроект, в котором предлагается обязать независимых перевозчиков передавать в управление РЖД до 40% собственного вагонного парка. В том случае если данный законопроект будет одобрен и принят, позиции РЖД на рынке грузовых перевозок еще более укрепятся, а позиции независимых игроков ухудшатся (из эмитентов облигаций такой компанией может стать НПК, дочерняя структура Globaltrans).

С другой стороны, продажа Первой грузовой компании на данном этапе ослабит позиции самой монополии на российском рынке услуг по перевозке грузов. В частности, на ПГК приходилось около 20% всего парка полувагонов в России, а также почти весь парк цистерн, принадлежавших РЖД. Кроме того, даже поступление средств от продажи ПГК не решит всех проблем транспортной монополии по финансированию ее гигантской инвестиционной программы. Компания планирует потратить до 2015 г. более RUB2.4 трлн. на эти цели, из которых около RUB700 млрд. будет профинансировано за счет нового долга. Отметим также, что ранее РЖД планировала получить за свою «дочку» около RUB140 млрд., поэтому объем заимствований в следующем году рискует даже несколько вырасти.

Покупка ПГК структурами В. Лисина формально может означать увеличение дивидендной нагрузки на его основной актив – НЛМК. Однако мы не склонны считать, что это может повредить кредитному качеству одного из лидеров российской черной металлургии и ухудшить отношение рейтинговых агентств к нему.

Еврооблигации компании предлагают премию к суверенной кривой в размере около 60–70 бп, что можно считать справедливым уровнем. Мы также нейтрально относимся и к более длинным еврооблигациям РЖД, номинированным в фунтах. Короткие рублевые облигации компании сузили спред к кривой ОФЗ до 20–30 бп, тогда как более длинные и сравнительно ликвидные выпуски **РЖД-16** и **РЖД-23** еще не успели отреагировать на бурный рыночный рост. Мы рекомендуем эти бумаги для диверсифицированных портфелей как более доходную альтернативу суверенным бумагам.



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

РЖД	Baa1/BBB/BBB
МСФО, 2010	
Выручка, RUB млрд.	1,334
EBITDA margin	34%
Долг/EBITDA	0.6

СУЭК привлек крупный предэкспортный кредит; финансовая гибкость компании еще больше повысится; доходность облигаций уже близка к справедливым значениям

Крупнейший производитель энергетического угля в России, СУЭК, в минувшую пятницу опубликовал пресс-релиз, в котором сообщил о привлечении нового 5-летнего синдицированного кредита от пула зарубежных банков.

КОММЕНТАРИЙ

Объем привлеченных средств составил USD1.3 млрд., относительно точной ставки по данному кредиту компания указала в пресс-релизе значение 270 бп. Остается неясным, имеет ли место премия к 3М LIBOR в размере 270 бп, или же результирующая ставка на ближайший период выплат составляет 270 бп (т.е. премия в 3М LIBOR все же составляет 220 бп). По заявлению представителей компании, полученные средства будут направлены на общекорпоративные цели, а также на рефинансирование существующего долга.

В специальном обзоре [«Металлургические компании «второй лиги»: в условиях рыночной волатильности»](#) мы отмечали, что одной из главных положительных черт кредитного качества СУЭКа является значительный объем ликвидных средств на счетах. Этих средств достаточно, чтобы обходиться без привлечения нового долга как минимум год, рефинансируя краткосрочные кредиты из собственных средств. Привлечение нового синдицированного кредита столь существенного объема, на наш взгляд, положительная новость для кредиторов компании: во-первых, ставка по данному кредиту установлена на сравнительно невысоком уровне, что в нынешних рыночных условиях имеет особое значение; во-вторых, часть средств компания потратит на рефинансирование долгов, тем самым улучшив соотношение краткосрочного и долгосрочного долга.

Рублевые облигации СУЭКа торгуются с премией к бумагам Алросы соответствующей дюрации в размере около 50 бп. Этот уровень мы считаем минимально справедливым для компании на фоне нестабильной ситуации на мировых рынках сырья.



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

СУЭК	Moody's: Ba3
МСФО, 1П 2011	
Выручка, RUB млрд.	82
EBITDA margin	31.7%
Долг/EBITDA	1.5

ТКС Банк планирует увеличить собственный капитал; позитивно для уровня достаточности капитала банка; не ожидаем реакции в котировках бондов; высокодоходные бумаги интересны для покупки

По данным Интерфакса, ТКС Банк намерен провести допэмиссию акций по закрытой подписке в пользу материнской группы Egidaco Investment Plc. Объем выпуска по номиналу составит RUB600 млн., что позволит увеличить уставный капитал на 40.8% до RUB2.1 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно воспринимаем намерение докапитализировать банк, поскольку это свидетельствует о желании акционеров поддерживать эмитента при необходимости, а также позитивно повлияет на уровень достаточности капитала банка. Заметим, что ранее банк не исключал возможности привлечения субординированного кредита до конца года для поддержания комфортного уровня достаточности капитала.

Доразмещение акций даже по номинальной стоимости позволит увеличить объем собственных средств, по нашим оценкам, на 18%, исходя из данных отчетности по РСБУ за 9М 2011 г. Это в свою очередь позволит увеличить показатель достаточности капитала и обеспечить потенциал для дальнейшего роста деятельности. Напомним, что банк планирует нарастить объем кредитного портфеля в 2.5 раза в 2011 г.

Заметим, что банк поддерживает комфортный уровень обеспеченности капиталом благодаря высоким показателям маржинальности и рентабельности. Показатель Н1 составил 13.1% на 01.10.2011 г. При этом с начала года он снизился только на 1 п.п., хотя объем активов увеличился в 1.7 раза, а кредитный портфель вырос в 1.4 раза, достигнув RUB21.2 млрд. по итогам 3К 2011 г. (РСБУ).

ТКС-Банк	B2/NR/B
МСФО, 1П 2011	
Кредиты, USD млн.	557
NIM	37.6%
NPLs (+90 дней)	2.1%

На данный момент наиболее ликвидные рублевые выпуски банка **ТКС-2, БО-3** предлагают доходность выше YTW 14.5-15.0% на диапазоне год-полтора, а евробонд торгуется с YTM 16.6% к погашению через 2.5 года. На наш взгляд, бумаги выглядят привлекательно как с позиции инвестиций до погашения, так и предполагают потенциал для роста котировок на вторичном рынке при сохранении благоприятной рыночной конъюнктуры.



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

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*
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*
3 ноя	КредитЕвропа-26о	5.0	н.д.	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
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
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	н.д.	5
7 дек	СКБ-Банк-46о	2.0	9.80%	н.д.	2
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	н.д.	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	н.д.	2

* срок до ближайшей оферты, лет

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

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.