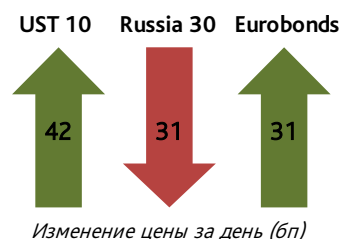


## Навигатор долгового рынка

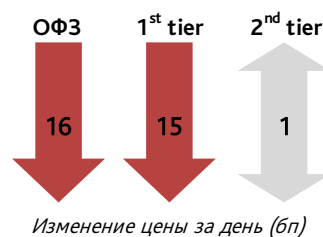
### Глобальные рынки и еврооблигации

- ⌚ **ЕЦБ** воздержится от изменения политики на первом в 2012 заседании; важны комментарии **М. Драги** по программе SMP, дофинансированию **МВФ** и ситуации вокруг второго пакета помощи для **Греции**
- ⌚ Долларовый **money market**: ожидаемая стабилизация ставок за счет удешевления ликвидности в рамках своповых линий между **ФРС** и ключевыми центробанками
- ⌚ Ставка размещения на вчерашнем аукционе **UST10** стала минимальной за всю историю рынка американского долга; в 2012 ждем продолжения многолетнего тренда к снижению доходностей UST
- ⌚ **Итоги торгов по еврооблигациям**: неоднозначный внешний фон вызвал смешанную динамику в котировках; выпуск **Russia 30** потерял 30 бп
- ⌚ **Открытие торгов по еврооблигациям**: спрос на риск снижается в преддверии аукциона по госбумагам **Испании**; напряженность вокруг **Ирана** удерживает нефть от просадки; ждем открытия торгов в минусе
- ⌚ **ТКС Банк** разместил облигации, номинированные в шведских кронах; примечательно, что банку удалось привлечь средства на срок выше года
- ⌚ Переговоры **Афин** с держателями госдолга идут крайне сложно; правительства еврозоны рассматривают возможность увеличения доли своего участия во втором пакете помощи для **Греции**
- ⌚ **Reuters**: Казначейство **Франции** опровергает слухи о якобы поступившем в правительство уведомлении о неминуемом снижении суверенного рейтинга



### Рублевые облигации и денежный рынок

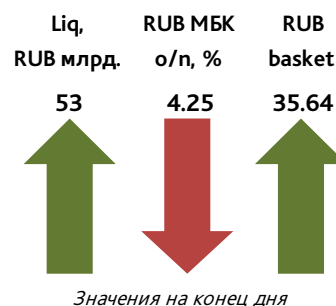
- ⌚ Возвращение торговой активности в рублевый долг; покупки в средних ОФЗ; возможность возвращения ликвидности в **ОФЗ 26205** дает надежду на адекватное ценообразование на дальнем конце локальной суверенной кривой
- ⌚ **Чистая ликвидная позиция** продолжает испытывать «эффект бюджетных расходов», которые активно поступали в систему в конце 2011; **ЦБ** сократил лимиты по 1-дневному аукционному **РЕПО** на RUB70 млрд.; ставки **money market** упали ввиду отсутствия крупных оттоков на этой неделе



### Кредитные комментарии

- ⌚ **Аэроэкспресс** размещает дебютный выпуск 5-летних облигаций объемом RUB3.5 млрд.; самостоятельная кредитоспособность эмитента оставляет желать лучшего, а поручительства и обеспечения по выпуску отсутствуют; предложение непривлекательно

### Индикаторы FX/ММ



### Последние обзоры

- 27 декабря Банковская система в ноябре: активизация корпоративных клиентов
- 23 декабря «Дочки» европейских банков на российском рынке: риски приходят извне
- 23 декабря Высокодоходные облигации: возможности для инвестиций
- 22 декабря Стратегия долговых рынков-2012
- 21 декабря Башнефть: новый бонд лучше старых трех

### Контакты и ссылки



☎ +7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

## Глобальные рынки и еврооблигации

### Статистика и события

13:30	Итоги аукционов по госбумагам Испании с погашением в 2015–2016 гг.
14:00	Итоги аукционов по 6- и 12-мес. госбумагам Италии в объеме EUR12 млрд.
14:00	Промышленное производство в еврозоне за ноябрь
16:45	Пресс-релиз по итогам заседания ЕЦБ (17:30 – пресс-конференция М. Драги)
17:30	Розничные продажи в США за декабрь
22:00	Итоги аукциона UST30 в объеме USD13 млрд.

### Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	311	+10
UST10	◄	1.91	-0.05
Russia 30–UST 10	▲	256	+9
EUR/USD	▼	1.2703	-0.5%
Oil (Brent)	▲	113	+0%
VIX	▲	21.05	+0.36

### ЕЦБ воздержится от изменения политики на первом в 2012 заседании; важны комментарии М. Драги по программе SMP, дофинансированию МВФ и ситуации вокруг второго пакета помощи для Греции

Сегодня состоится первое в новом году заседание Совета управляющих ЕЦБ. Мы не ждем по его итогам каких-либо изменений в монетарной политике регулятора – Центробанк в конце 2011 г. уже предпринял ряд серьезных мер (неограниченные 3-летние кредиты в евро, снижение ключевой ставки до 1%) и, вероятно, предпочтет выждать некоторое время для уточнения оказываемого на экономику эффекта. Отметим, что наши ожидания, отраженные в [«Стратегии долговых рынков-2012»](#), предполагают снижение ставки ЕЦБ по операциям MRO до 0.75% к концу года.

Пресс-конференция главы ЕЦБ, традиционно сопровождающая решение по ставке, представляет немного больший интерес. В частности, для рынка будут важны комментарии главы регулятора М. Драги по ряду вопросов: инвесторов наверняка будет интересовать дальнейшая судьба программы по выкупу госбумаг «периферии» (SMP) после активации расширенных полномочий Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF). Кроме того, ЕЦБ могут попросить прояснить отношение регулятора к возможному наращиванию средств МВФ за счет вливаний европейских центробанков и последующее их перенаправление проблемным странам. Тема второго пакета помощи Греции и, в частности, переговоров по участию частного сектора в нем, также наверняка будет поднята в ходе пресс-конференции.

### Долларовый money market: ожидаемая стабилизация ставок за счет удешевления ликвидности в рамках своповых линий между ФРС и ключевыми центробанками

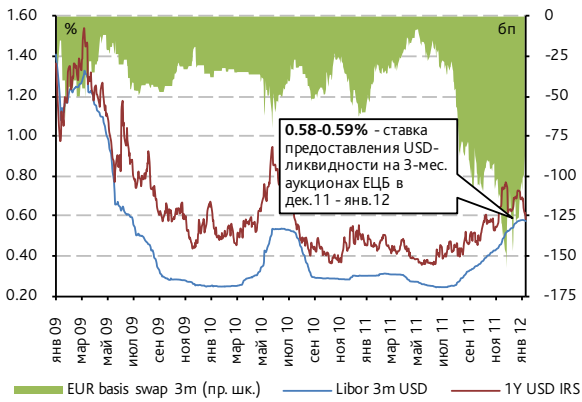
В течение нескольких последних дней рост коротких долларовых ставок, наблюдаемый с момента новых обострений долговых историй Европы (август 2011 г.), наконец прекратился. Libor 3m USD снизился с максимумов начала января (0.5825%) до уровней несколько выше 0.576% по итогам вчерашнего дня. Аналогичная динамика наблюдалась и в коротких ставках долларовых IRS, а стоимость 3-месячных межвалютных свопов EUR-USD вчера к концу дня выросла до –87 бп против почти –160 бп в конце ноября (см. диаграмму 1).

Такое снижение напряженности в долларовых ставках всецело произошло благодаря предпринятому Федеральной резервной системой в ноябре 2011 г. снижению стоимости предоставления долларов в рамках соглашений о своповых линиях с ключевыми центробанками – на 50 бп до уровня OIS+50 бп. Напомним, что основным пользователем названной опции от ФРС с 2010 г. является именно ЕЦБ – в частности, благодаря возможности заключать валютный своп с ФРС удалось нивелировать исходившую из Европы напряженность на долларовом money market, возникшую в «греческую весну» 2010 г.

На двух аукционах ЕЦБ по предоставлению долларовой ликвидности на 3 месяца, впервые проводившихся в декабре-январе, европейские банки заняли примерно USD76 млрд. (см. диаграмма 2). При уровнях ставок 3-месячных USD OIS в декабре-январе в 0.08-0.09%, стоимость данных ресурсов для банков, включая премию в 50 бп, трансформировалась в 0.58–0.59%.

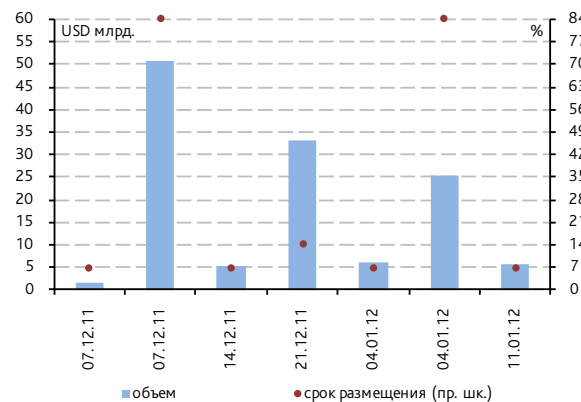
Таким образом, можно констатировать, что вышеотмеченное снижение ставки ФРС по предоставляемым через своповые линии долларам, наряду с готовностью ЕЦБ увеличить сроки размещения средств на долларовых аукционах, оказалось верным решением для стабилизации ситуации долларového money market. Стоимость же предоставления долларов (USD OIS+50 бп) через данный механизм ожидаемо выступила верхним пределом ставок долларového МБК (подробнее см. [«Стратегия долговых рынков-2012»](#)). Напомним, что мы прогнозируем снижение долларовых ставок до 0.40–0.45% по 3-месячному Libor к концу 1К 2012 г. Данное движение может быть обыграно формированием соответствующих позиций в Eurodollar Futures (базовым активом которых выступает Libor 3m USD).

ДИАГРАММА 1. КОРОТКИЕ ДОЛЛАРОВЫЕ СТАВКИ И СТОИМОСТЬ 3-МЕСЯЧНЫХ СВОПОВ EUR-USD CCS, ЯНВАРЬ 2009–ЯНВАРЬ 2012



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ИТОГИ АУКЦИОНОВ ЕЦБ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ БАНКАМ ЛИКВИДНОСТИ В ДОЛЛАРАХ США, ДЕКАБРЬ 2011–ЯНВАРЬ 2012



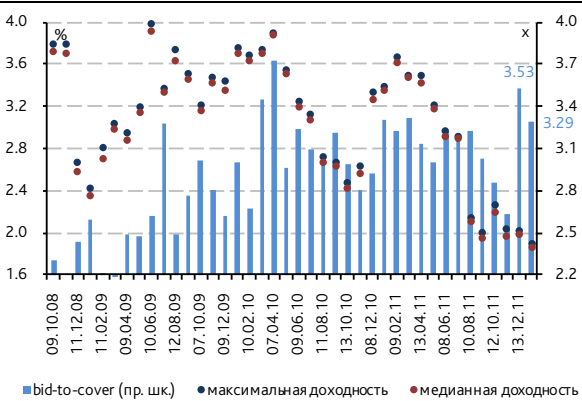
Источник: European Central Bank, НБ «Траст»

**Ставка размещения на вчерашнем аукционе UST10 стала минимальной за всю историю рынка американского долга; в 2012 ждем продолжения многолетнего тренда к снижению доходностей UST**

Размещение американских госбумаг на вчерашнем аукционе UST10 (предложение – USD21 млрд.) прошло по минимальной ставке за всю историю рынка национального публичного долга. Медианная доходность сложилась на уровне 1.869% (см. диаграмму 3).

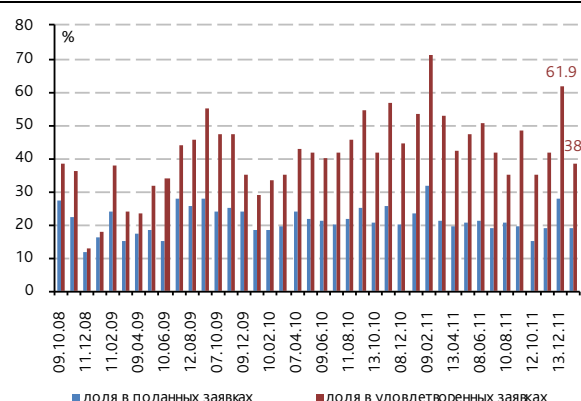
Данная ситуация является отражением повышенного спроса со стороны участников рынка на традиционные защитные активы, несмотря на низкий уровень ставок. Так, переспрос на вчерашнем аукционе составил 3.29x, а его величина на декабрьском аукционе UST10 (3.53x) и вовсе была максимальной с апреля 2010 г., предыдущего острого периода долговых сюжетов Европы (диаграмма 3). В такой обстановке логичным выглядит сохранение устойчивого интереса со стороны нерезидентских счетов, косвенно оцениваемого через долю Indirect bids в общем объеме заявок (см. диаграмму 4).

ДИАГРАММА 3. ДОХОДНОСТИ И УРОВНИ ПЕРЕСПРОСА НА АУКЦИОНАХ UST10, ОКТЯБРЬ 2008 –ЯНВАРЬ 2012



Источник: TreasuryDirect, Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. ДОЛЯ INDIRECT BIDS В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ ЗАЯВОК НА АУКЦИОНАХ UST10, ОКТЯБРЬ 2008–ЯНВАРЬ 2012



Источник: TreasuryDirect, Bloomberg, НБ «Траст»

С учетом нашего макроэкономического взгляда на США, подробно изложенного в «Стратегии долговых рынков-2012», в текущем году мы ожидаем сохранения низких уровней доходностей UST и продолжения многолетнего тренда к их снижению. По UST10 мы ожидаем закрепления доходностей на уровне 1.70–1.90% к концу 1П 2012 г. и новых минимумов в 1.60–1.70% к концу 2012 г. Полагаем, что доходностей выше 2.70–2.80% по 10-летнему бенчмарковому выпуску в нынешнем году рынки не увидят.

**Итоги торгов по еврооблигациям: неоднозначный внешний фон вызвал смешанную динамику в котировках; выпуск Russia 30 потерял 30 бп**

Призыв Fitch к ЕЦБ не допустить катастрофических событий в еврозоне, сокращение германской экономики в 4К 2011 г., достаточно успешный аукцион по 5-летним госбумагам ФРГ и обозначенная властями страны готовность внести дополнительные

средства в «стабфонд» региона – на столь противоречивом фоне российские еврооблигации накануне продемонстрировали смешанную динамику. Рост котировок при невысокой активности был отмечен в корпоративном и банковском сегментах, в то время как суверенные выпуски немного подешевели.

В нефтегазовом сегменте традиционно высоким спросом пользовались длинные еврооблигации Газпрома, подорожавшие на 1.1–1.2 п.п. Во втором эшелоне евробонды Вымпелкома поднялись в цене на 80–90 бп, а выпуск **MTS 20** прибавил порядка 70 бп. Банковский сектор был малоактивен в среду: заметный рост котировок наблюдался лишь в выпусках РСХБ с погашением в 2017 г. и 2018 г. (+60–90 бп).

В суверенном сегменте рынка еврооблигаций наблюдалась противоположная динамика. Индикативный выпуск **Russia 30** снизился в цене на 30 бп до 116.91% от номинала. При этом спред **Russia 30–UST10** расширился на 10 бп до 256 бп. Подешевели в среду также суверенные евробонды Беларуси (–15–30 бп). В украинских суверенных выпусках активность была крайне низкой, а изменение котировок – разнонаправленным и незначительным (около 5 бп).

### Открытие торгов по еврооблигациям: спрос на риск снижается в преддверии аукциона по госбумагам Испании; напряженность вокруг Ирана удерживает нефть от просадки; ждем открытия торгов в минусе

Спрос на риск на глобальных рынках в четверг снижается на фоне сохраняющихся опасений за темпы роста мировой экономики и предстоящих сегодня важных событий на рынке госдолга Европы. Азиатские фондовые индексы отреагировали негативной динамикой на слабые статданные по внешней торговле Японии (**Nikkei 225** снижается на 0.7%). Фьючерсы на **S&P 500** также торгуются в минусе на 0.1%. Тем временем нарастающая напряженность вокруг Ирана не дает котировкам Brent снизиться – баррель «черного золота» стоит около USD113. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся сегодня со снижения котировок.

Главным «поставщиком» новостей в четверг, безусловно, станет Европа: сегодня состоится первое в 2012 г. заседание Совета управляющих ЕЦБ, а Испания протестирует долговые рынки через размещение госбумаг. Аукцион по итальянским краткосрочным госбумагам, намеченный также на сегодня, будет предварять завтрашнее, более важное для рынков, размещение долгосрочных госбумаг. Между тем в США сегодня опубликуют данные по розничным продажам за декабрь.

### ТКС Банк разместил облигации, номинированные в шведских кронах; примечательно, что банку удалось привлечь средства на срок выше года

В конце прошлого года ТКС Банк закрыл сделку по размещению 2-летних облигаций, номинированных в шведских кронах. Объем выпуска составил SEK550 млн. или около USD80 млн. Согласно данным Bloomberg, по бумагам предусмотрено несколько call-опционов при цене выше номинала, что заведомо делает их реализацию маловероятной: по цене 105.00% от номинала – через год, 102.5% – через 1.5 года и 101.25% – за три месяца до погашения. Купон по бумагам был установлен в размере 12.75%, что при цене размещения в 95.00% обеспечило держателям бумаг доходность к погашению порядка YTM 16.4%.

Примечательно, что банку удалось привлечь средства на срок выше года в условиях ограниченного аппетита к риску со стороны инвесторов. По словам представителей банка, спрос на новый инструмент превысил ожидания. На данный момент выпуск проходит листинг на Nasdaq OMX в Стокгольме, что ограничивает торговлю инструментом на открытом рынке. По оценкам банка, процедура займет несколько месяцев. Впрочем, даже если предположить ограниченную ликвидность бумаг, параметры выглядят интересными в качестве высокодоходной инвестиции до погашения, как и другие выпуски банка. Долларовый евробонд ТКС Банка котируется на данный момент с YTM 14.1–16.9% на диапазоне чуть более 2-х лет. Наиболее ликвидные рублевые **ТКС БО-2,3** предлагают YTW 15.7-16.1% на горизонте 0.5.-1.5 года.

Роман Дзугаев  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

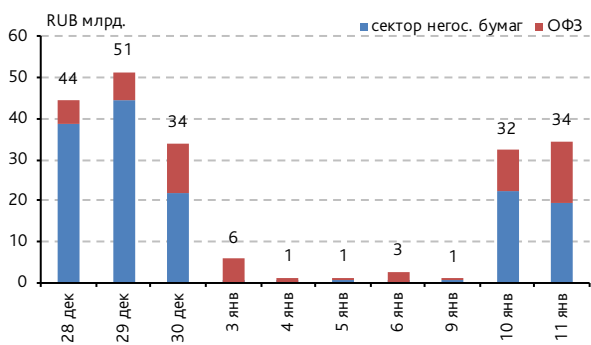
Алексей Тодоров  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

Юлия Сафарбакова  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto: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	28.4%
от 1 до 1.5 лет	8.1%
от 1.5 до 2 лет	7.2%
от 2 до 3 лет	17.7%
от 3 до 5 лет	17.3%
> 5 лет	21.3%

*распределение совокупного оборота торгов по дюрации*

**Доходности**

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.63%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.82%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.89%	6.5
Банки	8.11%	1.5
Корп 1 эшелон	8.04%	2.0
Корп 2 эшелон	9.01%	2.0

**Возвращение торговой активности в рублевый долг; покупки в средних ОФЗ; возможность возвращения ликвидности в ОФЗ 26205 дает надежду на адекватное ценообразование на дальнем конце локальной суверенной кривой**

Торговая активность продолжает возвращаться на рынок рублевого долга, что отражается в расширении перечня активно торгуемых корпоративных выпусков. Основные обороты по рынку в целом вчера пришлись на 10-летний выпуск **ОФЗ 26205** (YTM 8.68%), подешевевший примерно на 110 бп по средневзвешенной цене. Текущая премия выпуска к 7-летнему **ОФЗ 26204** (YTM 8.29%) составляет порядка 30 бп. Напомним, что Минфин сохраняет намерения о расширении ликвидности на дальнем конце локальной суверенной кривой: согласно плану заимствований на 1К 2012 г., около 40% заимствований на внутреннем рынке в данный период ведомство планирует осуществить именно через **ОФЗ 26205** (подробнее см. «Навигатор долгового рынка» от 10.01.2012 г.). Покупки же в госбумагах вчера сосредоточились в средней дюрации: **ОФЗ 25077** (YTM 7.86%) и **ОФЗ 25075** (YTM 7.73%) подорожали на 10–25 бп.



**Роман Дзугаев**  
 +7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

## Денежный рынок

### События денежного рынка

16 янв	Уплата страховых взносов за январь (RUB120–130 млрд.)
18 янв	Возврат Минфину RUB171 млрд. бюджетных средств
18 янв	Возврат Фонду ЖКХ RUB4 млрд. с депозитов банков
20 янв	Уплата 1/3 НДС за 4К 2011 г.
25 янв	Возврат Минфину RUB170 млрд. бюджетных средств
25 янв	Уплата акцизов и НДС

### RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.50/5.00	4.00	4.50	4.00/4.50
2-й круг	4.75/5.25	4.00	4.75	4.25/4.75

### Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.50-5.00	4.25-4.50	4.00-4.50

**Чистая ликвидная позиция продолжает испытывать «эффект бюджетных расходов», которые активно поступали в систему в конце 2011; ЦБ сократил лимиты по 1-дневному аукционному РЕПО на RUB70 млрд.; ставки money market упали ввиду отсутствия крупных оттоков на этой неделе**

Совокупные остатки на корсчетах и депозитах банков в ЦБ по состоянию на утро 12 января немного снизились (на RUB53.2 млрд.), достигнув отметки в RUB1.34 трлн. При этом снижение произошло за счет корсчетов (-RUB84 млрд.), в то время как депозиты подросли на RUB30 млрд. К началу 2012 г. чистая ликвидная позиция испытывает влияние запаса денежных средств, которые поступили в банковский сектор в связи с интенсивным исполнением расходной части госбюджета в конце 2011 г. В то же время сумма обязательств банков перед ЦБ и Минфином также сократилась на RUB53.8 млрд. В итоге чистая ликвидная позиция осталась практически на том же самом уровне, что и днем ранее (RUB53.3 млрд. – 12 января, RUB52.9 млрд. – 11 января).

Вчера Банк России предложил на аукционе прямого 1-дневного РЕПО всего RUB10 млрд. Сокращение лимита (на RUB70 млрд.) по данному инструменту рефинансирования обусловлено как «эффектом бюджетных расходов», благоприятно повлиявшим на ситуацию с ликвидностью, так и уменьшением совокупных обязательств банков перед ЦБ и Минфином. Однако коэффициент переспроса на аукционе составил 3.4х, а средневзвешенная ставка взлетела до 6.12% (6.01% – вчера), что говорит о стремлении банковского сектора «отыграть» чистую ликвидную позицию, активно сокращавшуюся в прошлом году. Относительно альтернативных инструментов рефинансирования, следует отметить, что второй день подряд остается востребованным РЕПО с ЦБ по фиксированной ставке. Вчера с помощью данного вида операций было привлечено RUB186.5 млрд. (против RUB140.9 млрд. 10 января).

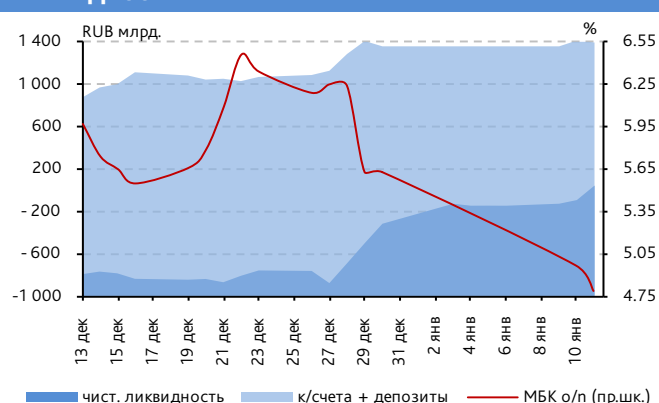
Рынок МБК находится под временным влиянием избытка ликвидности. 11 января банки 1-го круга привлекали внутри дня кредиты овернайт по ставке 4.25–4.50%, что на 25 бп ниже значений предыдущего дня. Ставки 1-дневного междилерского РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона также упали относительно 10 января, но не столь стремительно, опустившись до уровней 5.10–5.55% (против 5.30–5.60% днем ранее).

Напомним, что до конца этой недели не ожидается крупных оттоков из системы. Однако в понедельник предстоит уплата страховых взносов на обязательное страхование, ориентировочно в объеме RUB120–130 млрд., что может побудить банки к привлечению соответствующих сумм денежных средств. Дополнительным фактором, который повлияет на абсорбирование временно свободной ликвидности, является сегодняшней депозитный аукцион ЦБ.

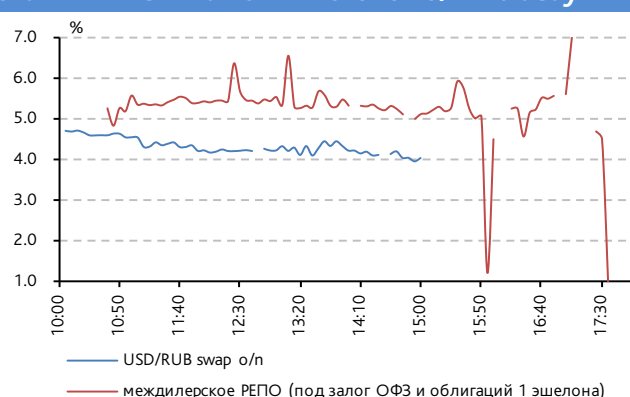


**Иван Синельников**  
+7 495 786-35-36  
[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)


### Ликвидность



### Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday





 Кредитные комментарии

**Аэроэкспресс размещает дебютный выпуск 5-летних облигаций объемом RUB3.5 млрд.; самостоятельная кредитоспособность эмитента оставляет желать лучшего, а поручительства и обеспечения по выпуску отсутствуют; предложение непривлекательно**

## КОММЕНТАРИЙ

Оператор железнодорожных перевозок Аэроэкспресс впервые выходит на публичный долговой рынок, размещая классические рублевые облигации объемом RUB3.5 млрд. Срок обращения составляет 5 лет, оферт не предусмотрено. Индикативная ставка полугодового купона находится на уровне 10.50–11.00%, что транслируется в доходность 10.78–11.30%. Заккрытие книги заявок намечено на 18 января.

Аэроэкспресс является единым оператором железнодорожных перевозок пассажиров между главными московскими аэропортами и центральными железнодорожными вокзалами города. Половина компании принадлежит РЖД, вторая половина – частным инвесторам, владеющим долями напрямую или через связанные структуры. Как указано в ежеквартальном отчете РЖД, Аэроэкспресс не является ее дочерней компанией.

Самостоятельная кредитоспособность эмитента оставляет желать лучшего. Как следует из отчетности Аэроэкспресса по РСБУ, которая является сравнительно репрезентативной, поскольку компания не имеет дочерних и зависимых обществ, на конец 1П 2011 г. ее совокупный долг составлял RUB3.2 млрд. Это в 2.8 раза превышает EBITDA компании за последние 12 месяцев. При этом проценты к уплате составляют около трети EBITDA за 1П 2011 г. При размещении объявленного объема облигаций финансовое положение заметно пострадает. Показатель «Долг/EBITDA», вероятно, превысит 4х, а половина прибыли будет «съедаться» процентными расходами.

## ТАБЛИЦА. ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЭРОЭКСПРЕССА

РСБУ, RUB млн.	2009	1П 2010	2010	1П 2011
Выручка	1,586	1,023	2,640	1,527
ЕБИТДА*	292	240	966	411
Чистая прибыль	-236	-63	287	116
Совокупный долг, в т.ч.	3,531	-	3,178	3,225
краткосрочный долг	1,722	-	1,852	1,217
Денежные средства и эквиваленты	57	-	100	42
Активы	3,789	-	3,687	3,837
<b>Показатели</b>				
ЕБИТДА margin	18%	23%	37%	27%
ЕБИТДА/проценты	0.6	1.1	2.4	2.6
Долг/ЕБИТДА**	12.1	-	3.3	2.8
Чистый долг/ЕБИТДА**	11.9	-	3.2	2.8
Долг/Собственный капитал	-15	-	57	24

\* EBITDA определяется как прибыль от продаж, скорректированная на амортизацию

\*\* показатель EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Мы считаем, что рыночным инвесторам этот выпуск вряд ли может быть интересен. Премия размещаемых облигаций к ОФЗ и недавно размещенному выпуску **Автодор-1** с аналогичным сроком обращения и государственными гарантиями составляет порядка 300 бп и 100 бп соответственно. Такая премия, на наш взгляд, является недостаточной компенсацией существующих кредитных рисков Аэроэкспресса, несмотря на сильный состав акционеров и важность компании для осуществления ключевых инфраструктурных проектов (в том числе связанных с Олимпиадой в Сочи), особенно с учетом высокой дюрации. Компания не имеет кредитных рейтингов от ведущих мировых агентств, что исключает возможность включения ее бумаг в Ломбардный список. Кроме того, в текущих условиях высокой неопределенности рублевые бумаги с высокой дюрацией являются довольно волатильным инструментом.

Мы полагаем, что размещение будет нерыночным, и облигации будут выкуплены небольшой группой игроков. В качестве альтернативы размещаемым бумагам рекомендуем обратить внимание на выпуск **Автодор-1**. Он предлагает доходность около 10% и при этом имеет государственные гарантии по выплате номинальной стоимости облигаций.



Петр Макаров  
+7 495 647-25-77  
[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
30 дек	Заречная УК-1	3.0	10.80%	3*	11.09%
29 дек	ОТКРЫТИЕ ФК-2	5.0	10.75%	2*	11.04%
28 дек	Казань-8	2.0	8.00%	5	8.24%
27 дек	ТГК-1-3	2.0	10.30%	10	10.19%
27 дек	ИАВ 1-2	1.1	н.д.	33	н.д.
27 дек	ИАВ 1-1	2.9	8.95%	33	9.89%
23 дек	Веста-1	0.3	10.20%	1*	10.19%
23 дек	ВТБ-660	10.0	8.50%	1*	8.77%
22 дек	Приам-1	0.3	9.00%	1*	9.00%
22 дек	Связь-Банк-3	5.0	8.50%	1*	8.67%
22 дек	Инвестор-1	0.1	7.00%	3	7.00%
22 дек	Профит-Гарант-1	0.1	7.00%	3	7.00%
21 дек	АИЖК 2011-1-3	0.4	н.д.	33	н.д.
21 дек	АИЖК 2011-1-2	1.1	3.00%	33	3.03%
21 дек	АИЖК 2011-1-1	2.3	9.00%	33	9.31%
21 дек	НЛМК-360	5.0	8.75%	1.5*	8.94%
21 дек	НЛМК-260	5.0	8.75%	1.5*	8.94%
21 дек	Вологодская обл-2	2.5	10.65%	5	11.08%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
16 янв	ЛК УралСиб-260	2.0	н.д.	3
20 янв	Аэроэкспресс-1	3.5	10.50-11.00%	5

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
13 янв	СИБУР-3	30.0	9.25%	9.25%	0*
13 янв	СИБУР-4	30.0	7.30%	7.30%	0*
13 янв	СИБУР-5	30.0	8.00%	8.00%	1*
19 янв	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	2
25 янв	Глобэкс-260	5.0	8.10%	н.д.	1
31 янв	ИАРТ	1.0	8.50%	н.д.	1
6 фев	ПЭС	0.1	9.50%	н.д.	1
9 фев	ВТБ Лизинг-8	4.6	7.05%	н.д.	5
9 фев	ЛокоБанк-160	2.5	8.50%	н.д.	2
10 фев	АТЭК-2	0.3	11.00%	11.00%	0
14 фев	АлефБанк	1.0	11.00%	н.д.	1*
22 фев	Хортекс Финанс	1.0	13.00%	н.д.	1
24 фев	Микоян-2	2.0	13.50%	н.д.	1
24 фев	НОМОС-Банк-0160	5.0	7.00%	н.д.	2
26 фев	МосЭнерго-2	5.0	7.65%	н.д.	4
1 мар	МБРР-4	5.0	6.00%	н.д.	2
1 мар	РусьБанк-3	2.0	9.50%	н.д.	2
3 мар	Судостр.Банк-160	2.0	9.75%	н.д.	2

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
19 янв	ЛК УралСиб-4	2.0
19 янв	ЛК УралСиб-5	3.0
27 янв	ЛенЭнерго-2	3.0
1 фев	АИЖК-04	0.9
15 фев	ТД Копейка-2	4.0
15 фев	СУ-155-3	3.0
15 фев	ТД Копейка-3	4.0
21 фев	ТГК6 Инвест	2.0
21 фев	ОИЖК	0.7
21 фев	РАФ Лизинг Финанс	1.0
22 фев	ЮСКС-2	0.0
23 фев	МИА-3	1.5
23 фев	Белон-2	2.0
23 фев	ЛК УралСиб-3	1.5
28 фев	Рыбинсккабель	1.0
28 фев	УралЭлектроМедь	3.0
7 мар	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0
8 мар	ЯкутскЭнерго-2	1.0

\* срок до ближайшей оферты, лет

## Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
14 ноя	GazpromBank 13C	CHF	420	4.38%	2
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
14 янв	UMS 12	USD	1500
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225
6 фев	PrivatBank 12	USD	500
8 фев	Georgia Bank 12	USD	200
13 фев	ККВ 12P	GBP	350
21 фев	Peru 12	USD	1423
12 мар	Poland 12E	EUR	750



## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель управления торговли

**Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

**Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

## Руководитель управления продаж

**Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

## Управление продаж

**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

## Кредитный анализ

**Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

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