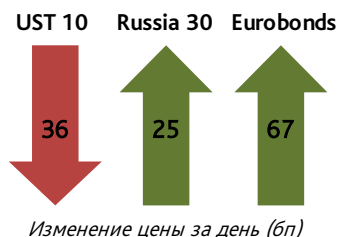


## Навигатор долгового рынка

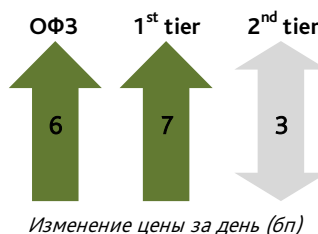
## Глобальные рынки и еврооблигации

- Итоги встречи Еврогруппы: переговоры по госдолгу Греции будут продолжены, договоренность должна быть достигнута до саммита ЕС 29 января; решения по ESM и «фискальному пакту» отложены; реакция рынков спокойная
- Итоги торгов по еврооблигациям: рост котировок как в суверенном, так и в корпоративном сегментах на фоне невысокой активности; суверенные бумаги Украины продолжают стремительно дорожать
- Открытие торгов по еврооблигациям: спрос на риск слабеет; поддержка для нефти со стороны иранской проблемы ограничена – баррель Brent стабилен у отметки USD110.7; ждем небольшого снижения котировок



## Рублевые облигации и денежный рынок

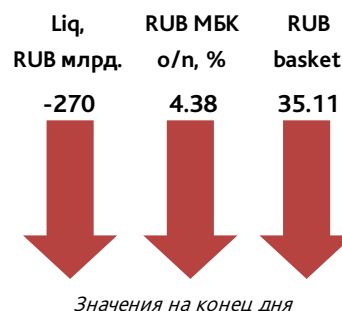
- Втягивание в налоговый период подавляет рыночную активность – в понедельник в госбумагах торговались лишь избранные имена; рост цен ОФЗ 26204 вслед за опережающими покупками в рублевом евробонде Russia 18; фон для дальнейших покупок в средних и длинных ОФЗ сохраняется
- Чистая ликвидная позиция продолжает свое «шествие» в отрицательной области; средневзвешенная ставка на аукционе 1-дневного РЕПО с ЦБ уменьшилась на 20 бп; ставки рынка МБК не изменились; 1-дневное междилерское РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона подорожало на 10 бп
- Банк Глобэкс планирует провести вторичное размещение бумаг серии БО-2 после оферты (25 января 2012) по цене 100.00–100.10% от номинала; следующий купон в размере 9.90% предполагает YTM 10.07–10.14% на 1.5 года, что выглядит весьма интересно; однако участие может быть ограничено предъявленным объемом бумаг к оферте



## Кредитные комментарии

- Общий объем инвестиций в разработку месторождения им.Требса и Титова составит USD5.2 млрд.; проект не угрожает кредитному качеству Башнефти и Лукойла; бумаги Лукойла и Башнефти интересных торговых идей не предполагают
- РАО ЭС Востока продает Дальневосточную распределительную сетевую компанию ФСК; сумма сделки значительна для обеих компаний; короткие бумаги ФСК и рублевый евробонд Русгидро выглядят привлекательно
- Commerzbank планирует выйти из структуры капитала Промсвязьбанка до середины 2012; покупателями акций вероятно выступят мажоритарные акционеры банка; новость нейтральна для бумаг Промсвязьбанка
- S&P изменило прогноз по рейтингу Совкомфлота со «стабильного» на «негативный», подтвердив сам рейтинг на уровне «BBB-»; отсутствие более решительных негативных действий со стороны S&P – хорошая новость для Совкомфлота в условиях ухудшения его финансовых показателей; еврооблигации к покупке не рекомендуем
- ТМК опубликовала неплохие операционные результаты за 4К 2011: по итогам года выпуск труб увеличился на 6.6%; рост в 4К был обеспечен американскими площадками; основная проблема компании – долговая нагрузка – остается актуальной; евробонды ТМК 18 предлагают привлекательную премию к кривой Евразы, но обладают значительно большей волатильностью

## Индикаторы FX/MM



## 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

|       |                                                                        |
|-------|------------------------------------------------------------------------|
| 12:00 | Переговоры министров финансов и экономики стран ЕС                     |
| 13:00 | Индекс деловой активности PMI в промышленности в еврозоне за январь    |
| 13:00 | Итоги аукционов по госбумагам Нидерландов с погашением в 2013–2042 гг. |
| 13:30 | Итоги аукционов по 3- и 6-мес. госбумагам Испании                      |
| 19:00 | МВФ опубликует пересмотренные финансово-экономические прогнозы         |
| 20:00 | Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD4.25–5 млрд.           |

### Ключевые индикаторы

|                  |    |        |       |
|------------------|----|--------|-------|
| EMBI+ spread     | ▼  | 291    | -1    |
| UST10            | ◄► | 2.04   | +0.04 |
| Russia 30–UST 10 | ▼  | 231    | -8    |
| EUR/USD          | ▲  | 1.3028 | +0.7% |
| Oil (Brent)      | ▲  | 110.6  | +0.7% |
| VIX              | ▲  | 18.67  | +0.39 |

### Итоги встречи Еврогруппы: переговоры по госдолгу Греции будут продолжены, договоренность должна быть достигнута до саммита ЕС 29 января; решения по ESM и «фискальному пакту» отложены; реакция рынков спокойная

Завершившиеся накануне переговоры министров финансов еврозоны не принесли рынкам каких-либо сюрпризов, а важные решения были, по сути, отложены до саммита ЕС, намеченного на 29 января.

Главным разочарованием от встречи Еврогруппы, пожалуй, стало отсутствие договоренности по списанию части греческого госдолга. Еврочиновников не устроили предложения частных кредиторов по купону (Греция, ЕС и МВФ настаивают на купоне по новым бумагам меньше 4%), и в итоге документ был отправлен на доработку. Тем не менее, по словам источников Reuters, стороны все же постепенно приближаются к компромиссу. При этом в Еврокомиссии ожидают подписания соглашения уже в ближайшие дни.

Рынки, похоже, также не склонны пока слишком драматизировать ситуацию и не делают ставку на реализацию апокалиптического сценария (провал переговоров и дефолт Греции в марте). Пара EUR/USD в понедельник поднялась на 0.6% до отметки 1.3013. Индекс волатильности VIX подрос с 18.28 до 18.67, что по-прежнему соответствует минимальным с июля прошлого года значениям.

Вопрос о запуске с июля 2012 г. постоянно действующего Европейского стабилизационного механизма (ESM) также не был окончательно решен в понедельник. В тоже время мы бы хотели обратить внимание на крайне позитивный сдвиг в данном направлении: Еврогруппа урегулировала вопрос с Финляндией, настаивавшей ранее на процедуре единогласного голосования при решении вопроса о выделении средств из ESM. Теперь подобные решения будут приниматься большинством голосов, что существенно повысит эффективность Механизма и не позволит таким странам, как Финляндия или Словакия, блокировать важные решения.

Между тем вопрос о наращивании экономической мощи ESM был фактически снят с повестки дня. Берлин в сущности отверг призывы со стороны МВФ усилить механизмы финансовой защиты в ЕС и опроверг появившуюся в FT информацию о готовности Германии запустить ESM параллельно с Европейским фондом финансовой стабильности, EFSF, что могло бы увеличить объем Механизма с EUR500 млрд. до EUR750 млрд.

Решение по созданию в ЕС фискального союза также было отложено до саммита ЕС. По словам главы Еврогруппы, текст «фискального пакта» был согласован министрами финансов еврозоны и станет отправной точкой для дискуссий между европейскими лидерами на встрече в конце января.

### Итоги торгов по еврооблигациям: рост котировок как в суверенном, так и в корпоративном сегментах на фоне невысокой активности; суверенные бумаги Украины продолжают стремительно дорожать

Российские еврооблигации завершили первые торги недели на мажорной ноте: котировки как суверенных, так и корпоративных выпусков подросли, несмотря на смешанный внешний фон. Тем не менее активность участников была невысокой и сосредоточилась в основном в госбумагах.

Из евробондов компаний нефтегазового сектора отметим долгосрочные выпуски Газпрома, поднявшиеся в цене на 0.4–1.2 п.п. Около 0.4–0.9 п.п. прибавили по итогам дня еврооблигации ТНК-BP. Во втором эшелоне уверенный рост котировок наблюдался на дальнем конце кривой Вымпелкома (+30–60 бп), а также в выпусках Евраза (+0.5–1.2 п.п.). В банковском секторе около 30–40 бп прибавили евробонды ВЭБа и ВТБ, выпуски РСХБ подорожали на 30–60 бп. Котировки долгосрочных евробондов Альфа-Банка выросли на 0.5–1 п.п.

Суверенный индикативный выпуск **Russia 30**, незначительно снижавшийся в цене в начале торгов, по итогам дня вышел в плюс, подорожав на 25 бп до 117.56% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** сузился почти на 10 бп до 231 бп. Украинские суверенные выпуски в понедельник вновь заметно подорожали: рост котировок на дальнем конце кривой составил 1.4–1.8 п.п. Суверенные евробонды Беларуси поднялись в цене на 10–20 бп.

**Открытие торгов по еврооблигациям: спрос на риск слабеет; поддержка для нефти со стороны иранской проблемы ограничена – баррель Brent стабилен у отметки USD110.7; ждем небольшого снижения котировок**

Внешний фон во вторник способствует небольшому ослаблению спроса на рискованные активы. Азиатские фондовые площадки торгуются в слабом плюсе (**Nikkei 225** прибавляет около 0.2%), однако фьючерс на **S&P 500** снижается на 0.3%. Нефть, получившая накануне поддержку в виде введенных ЕС санкций против Ирана, приостановила рост. Баррель Brent котируется вблизи отметки USD110.7, что в целом соответствует уровню на закрытии основных торгов в России накануне. Мы полагаем, что российские евробонды могут немного подешеветь на открытии торгов во вторник.

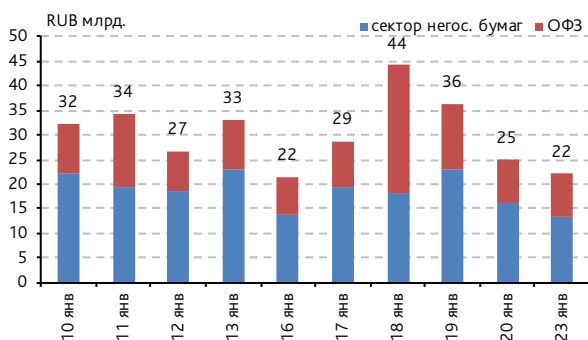
Из новостного фона отметим намеченные на сегодня переговоры министров финансов стран ЕС, от которых тем не менее не стоит ждать каких-либо важных результатов. Интерес для инвесторов скорее может представлять публикуемая сегодня в Европе статистика, в частности индекс деловой активности в промышленности. Ближе к концу торгов негативное влияние на настроения рынков может оказать публикация пересмотренных прогнозов МВФ. В США сегодня начинается двухдневное заседание Комитета по открытым рынкам ФРС – решения регулятора будут озвучены лишь завтра.



**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto: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  | 25.7% |
| от 1 до 1.5 лет | 13.9% |
| от 1.5 до 2 лет | 8.2%  |
| от 2 до 3 лет   | 19.6% |
| от 3 до 5 лет   | 27.7% |
| > 5 лет         | 4.9%  |

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

|                   | YTM   | Dur |
|-------------------|-------|-----|
| ОФЗ (<2.5 лет)    | 6.51% | 1.5 |
| ОФЗ (2.5-4.5 лет) | 7.67% | 3.5 |
| ОФЗ (>4.5 лет)    | 7.96% | 6.5 |
| Банки             | 8.59% | 1.5 |
| Корп 1 эшелон     | 7.95% | 2.0 |
| Корп 2 эшелон     | 8.74% | 2.0 |

**Втягивание в налоговый период подавляет рыночную активность – в понедельник в госбумагах торговались лишь избранные имена; рост цен ОФЗ 26204 вслед за опережающими покупками в рублевом евробонде Russia 18; фон для дальнейших покупок в средних и длинных ОФЗ сохраняется**

По мере втягивания в традиционный для второй половины месяца период налоговых расчетов торговая активность на рынке рублевого долга продолжает сокращаться: вчера в основном и переговорном режимах «наторговали» на RUB22 млрд. против RUB25 млрд. в пятницу.

Интерес участников в секторе локального суверенного долга в понедельник сосредоточился в избранных выпусках ОФЗ. Лидером по объему сделок выступил 4-летний **ОФЗ 25079** (–9 бп по средневзвешенной цене, YTM 7.65%), по итогам вчерашнего дня выпуск торгуется на 2 бп ниже ставки размещения на аукционе в прошлую среду.

Традиционно ликвидный **ОФЗ 26204** (YTM 8.09%) подорожал на 17 бп, сохраняя премию относительно суверенного рублевого еврооблигационного выпуска **Russia 18** (YTM 7.04%) в пределах максимальных с начала декабря 105–106 бп. Как мы думаем, именно покупки в евробонде наряду с общим наблюдаемым интересом к рублевым активам способствуют снижению доходностей локальной бумаги (см. «Навигатор долгового рынка» от 19.01.2012 г.). В частности, вчера последние сделки по локальному 7-летнему выпуску шли с доходностью 8.04–8.06% против 8.12–8.13% на начало дня.

В корпоративном секторе на фоне общего сокращения рыночных оборотов многообразие торгуемых выпусков также поубавилось. С открытия торгов прошли продажи в **ВЭБ-06** (–37 бп по цене, YTW 9.41%), без ценовых изменений для выпуска заметные обороты прошли в длинном **ФСК ЕЭС-13** (YTW 9.35%). Из ликвидных в последние дни выпусков с короткой дюрацией активный рынок остался в **НЛМК БО-7** (+5 бп по цене, YTW 8.73%).

Несмотря на некоторое снижение в ключевых глобальных активах накануне торгов в рублевом долге во вторник, мы сохраняем озвученные в обзоре от 19 января ожидания сохранения настроений к покупкам на рублевом рынке в ближайшие дни: в средних и длинных ликвидных выпусках ОФЗ с умеренным ростом цен. Данный тренд тем не менее будет сдерживаться налоговым сезоном, напрямую влияющим на рыночную активность.



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

## Денежный рынок

### События денежного рынка

|        |                                                      |
|--------|------------------------------------------------------|
| 24 янв | Аукцион Минфина по размещению RUB100 млрд. (28 дней) |
| 25 янв | Возврат Минфину RUB170 млрд. бюджетных средств       |
| 25 янв | Уплата акцизов и НДС (всего RUB210-230 млрд.)        |
| 25 янв | Аукцион ОФЗ 26206 (RUB20 млрд.)                      |
| 25 янв | Выплата купонов по ОФЗ (всего на RUB8.9 млрд.)       |
| 30 янв | Уплата налога на прибыль (RUB280 млрд.)              |

### RUB МБК o/n intraday

|          | откр.     | мин. | макс. | закр.     |
|----------|-----------|------|-------|-----------|
| 1-й круг | 4.50/5.00 | 4.00 | 4.85  | 4.25/4.50 |
| 2-й круг | 4.75/5.25 | 4.25 | 4.75  | 4.50/5.00 |

### Динамика внутри дня (1-й круг)

| УТРО      | ДЕНЬ      | ВЕЧЕР     |
|-----------|-----------|-----------|
| 4.50-5.00 | 4.50-4.75 | 4.25-4.50 |

**Чистая ликвидная позиция продолжает свое «шествие» в отрицательной области; средневзвешенная ставка на аукционе 1-дневного РЕПО с ЦБ уменьшилась на 20 бп; ставки рынка МБК не изменились; 1-дневное междилерское РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона подорожало на 10 бп**

По сравнению со вчерашним днем, сумма остатков на корсчетах и депозитах уменьшилась на RUB9.4 млрд., составив RUB872 млрд. Снижение произошло за счет сокращения депозитов на RUB59.1 млрд., в то время как корсчета, напротив, выросли на RUB50.1 млрд. Совокупные обязательства банков перед ЦБ и Минфином уменьшились на RUB3.8 млрд. С учетом совокупности факторов, чистая ликвидная позиция закрепились в отрицательной области (-RUB270 млрд.), сократившись еще на RUB5.3 млрд.

В понедельник на аукционах прямого 1-дневного РЕПО с ЦБ ситуация была типичной для последних двух недель. Общая сумма заявок со стороны банков по итогам двух сессий составила RUB11.4 млрд. В рамках лимита (традиционно RUB10 млрд.) было заключено сделок на RUB9.4 млрд. Средневзвешенная ставка, однако, составила 5.50%, что почти на 20 бп ниже, чем в пятницу 20 января.

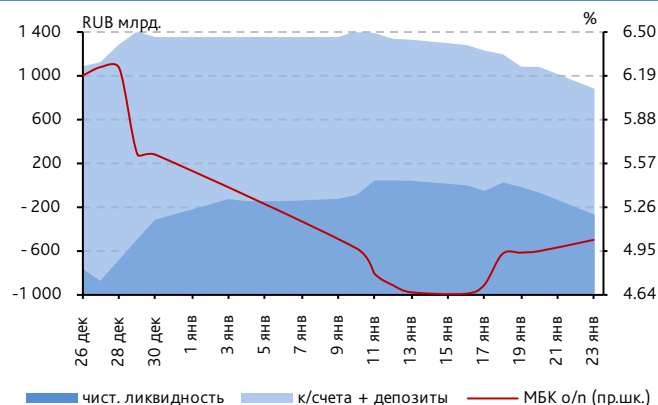
Ставки рынка МБК остались практически без изменений: 4.50–4.75%. При этом следует отметить, что увеличился разрыв между максимальным и минимальным значениями ставок по кредитам овернайт для банков 1-го круга. Если в пятницу он составлял 75 бп, то в понедельник уже 85 бп. Медленно, но верно повышаются ставки 1-дневного междилерского РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона. Вчера они колебались в диапазоне 5.00–5.35%, что в среднем на 10 бп выше, чем по итогам 20 января. В то же время, как отмечают участники рынка, привлечение РЕПО по ставке 5.50% банками 2-го круга не представляет для них никакой проблемы (на фоне декабрьских максимумов 6.00–6.50%).

Напоминаем, что сегодня состоится аукцион Минфина по размещению RUB100 млрд. временно свободных бюджетных средств на 28 дней. При этом завтра предстоит возврат RUB170 млрд. и, кроме того, завершается срок уплаты акцизов и НДС (RUB210–230 млрд.). Кроме этого, еще анонсирован аукцион ОФЗ 26206 (RUB20 млрд.). В случае неизменности лимитов по аукционам ЦБ все это приведет к чистому изъятию ликвидности из системы, а значит, и постепенному росту процентных ставок money market.

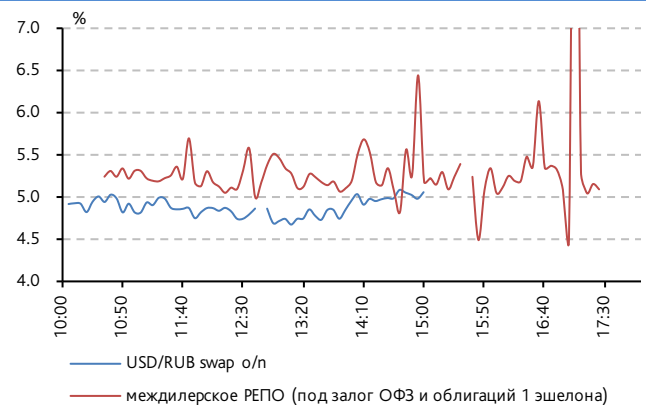


Иван Синельников  
+7 495 786-35-36  
[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

### Ликвидность



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



 Кредитные комментарии

**Общий объем инвестиций в разработку месторождения им. Требса и Титова составит USD5.2 млрд.; проект не угрожает кредитному качеству Башнефти и Лукойла; бумаги Лукойла и Башнефти интересных торговых идей не предполагают**

Вчера Лукойл провел телеконференцию, посвященную вхождению в проект по разработке месторождения им. Требса и Титова и запуску проекта Гиссар.

## КОММЕНТАРИЙ

Общий объем инвестиций в разработку месторождения им. Требса и Титова составит USD5.2 млрд. на 10 лет, из них 75% (USD3.9 млрд.) приходится на Башнефть, 25% (USD1.3 млрд.) – на Лукойл. Финансирование проекта осуществляется пропорционально долям владения.

Инвестиции в разработку месторождения, на наш взгляд, не угрожают кредитному качеству участников проекта. Рост ежегодных капитальных вложений Башнефти составит 30–40% от уровня 2011 г, то есть USD0.3–0.4 млрд. Несмотря на то, что увеличение довольно внушительное, оно вполне по силам Башнефти: только за 9М 2011 г. операционный денежный поток компании составил USD1.5 млрд. В тоже время на выплату дивидендов средств останется уже немного. В случае Лукойла затраты на проект и вовсе не очень заметны на фоне общего объема инвестиций (USD100 млрд. в следующие 10 лет).

Лукойл также сообщил о запуске газового проекта Гиссар в Узбекистане. Капитальные затраты в течение 10 лет составят USD800 млн. Максимальный уровень добычи в 21 млн. барр. н.э. планируется достичь к 2014 г. Экономика проекта довольно привлекательна, и при достижении обозначенного уровня добычи проект может обеспечить до USD300 млн. дополнительной чистой прибыли.

Бумаги Лукойла и Башнефти интересных торговых идей не предполагают.



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

| Лукойл             | Baa2/BBB-/BBB- |
|--------------------|----------------|
| US GAAP, 9М 2011   |                |
| Выручка, USD млрд. | 99.1           |
| EBITDA margin      | 15%            |
| Долг/EBITDA        | 0.5            |

| Башнефть           | NR   |
|--------------------|------|
| МСФО, 9М 2011      |      |
| Выручка, USD млрд. | 12.5 |
| EBITDA margin      | 19%  |
| Долг/EBITDA        | 1.1  |

**РАО ЭС Востока продает Дальневосточную распределительную сетевую компанию ФСК; сумма сделки значительна для обеих компаний; короткие бумаги ФСК и рублевый евробонд Русгидро выглядят привлекательно**

По данным Интерфакса, подконтрольная Русгидро РАО ЭС Востока продала в рамках реорганизации бизнеса 100% акций Дальневосточной распределительной компании (ДРСК). Покупателем выступила государственная ФСК.

## КОММЕНТАРИЙ

Продажа электросетевой компании согласуется с требованиями закона, запрещающего одной компании одновременно заниматься генерацией и распределением электроэнергии. Кроме того, продажа ДРСК уже обсуждалась в отраслевых ведомствах в момент передачи Русгидро контрольного пакета РАО ЭС Востока, причем наиболее вероятным покупателем этого актива уже тогда была ФСК.

Сумма сделки выглядит значительной и для ФСК, и для Русгидро. ФСК включит затраты на покупку в запланированную инвестиционную программу, поэтому затраченные средства будут возвращены в компанию за счет увеличения инвестиционной составляющей тарифа на передачу электроэнергии. Окончательный объем инвестпрограммы ФСК еще не утвержден, поэтому на фоне общей тенденции к государственному сдерживанию роста тарифов вполне вероятно, что он не будет увеличен и сохранится на уровне около RUB190 млрд. Менеджмент ФСК ранее заявлял, что не будет снижать этот объем, а выпадающие доходы из-за сдерживания роста тарифов и переноса их индексации на середину 2012 г. компания будет компенсировать за счет увеличения долга. По нашим оценкам, из-за этого долговая нагрузка ФСК может увеличиться до 1.6–1.7х по показателю «Чистый долг/EBITDA» к концу 2012 г., однако это не должно вынудить рейтинговые агентства предпринять негативные действия к компании.

| ФСК                | Baa2/BBB/NR |
|--------------------|-------------|
| РСБУ, 9М 2011      |             |
| Выручка, RUB млрд. | 104.8       |
| EBITDA margin      | 63%         |
| Долг/EBITDA        | 1.0         |

| Русгидро           | Ba1/BB/BB |
|--------------------|-----------|
| РСБУ, 9М 2011      |           |
| Выручка, RUB млрд. | 69.5      |
| EBITDA margin      | 65%       |
| Долг/EBITDA        | 0.8       |



Для Русгидро получение RUB19 млрд. за непрофильный актив, рентабельность которого к тому же определяется уровнем тарифов, безусловно, хорошая новость. По нашим оценкам, этих средств будет достаточно, чтобы профинансировать около половины инвестпрограммы РАО ЭС Востока на 2012 г. или, по крайней мере, смягчить скачок долга после консолидации этой компании. Напомним, что совокупный долг РАО ЭС Востока в конце 2010 г. составлял почти RUB45 млрд., что сопоставимо с долгом Русгидро.

Рублевые облигации ФСК остаются одними из самых ликвидных корпоративных долговых бумаг на российском рынке. Новые короткие выпуски предлагают премию к кривой ОФЗ в размере около 120 бп, что выглядит привлекательно даже в нынешних рыночных условиях. Локальные рублевые облигации Русгидро, наоборот, не отличаются хорошей ликвидностью и торгуются на одном уровне с кривой ФСК и даже ниже рублевых еврооблигаций **Rushydro 15**. На наш взгляд, премия последних в 40-50 бп к локальной кривой ФСК не оправдана фундаментально, однако из-за более эмоциональной реакции еврооблигаций на рыночные события ее уменьшение в ближайшее время маловероятно.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

### **Commerzbank планирует выйти из структуры капитала Промсвязьбанка до середины 2012; покупателями акций вероятно выступят мажоритарные акционеры банка; новость нейтральна для бумаг Промсвязьбанка**

*Commerzbank в рамках программы по докапитализации планирует продать 14.4% акций Промсвязьбанка как непрофильного для себя актива. Основными претендентами на покупку пакета являются мажоритарные акционеры Промсвязьбанка братья Ананьевы. Детали сделки неизвестны.*

#### КОММЕНТАРИЙ

Выход немецкой группы из структуры собственников Промсвязьбанка, на наш взгляд, нейтрален для кредитной устойчивости последнего. Наличие иностранного инвестора в структуре собственников банка, как правило, положительно влияет на его инвестиционную привлекательность. Тем не менее рассчитывать на существенный потенциал поддержки со стороны Commerzbank в текущих условиях не приходится: акционер уже не принимал участия в доэмиссии акций Промсвязьбанка в декабре прошлого года.

Дело в том, что Commerzbank, как и другие европейские банки, в последнее время столкнулся с рядом проблем, в том числе с необходимостью повышения уровня достаточности капитала. Напомним, что к середине 2012 г. показатель Core Tier 1 должен составлять не менее 9%, в соответствии с требованиями European Banking Authority (EBA). При этом, по оценкам EBA, дефицит капитала банка составил около EUR5.3 млрд. по итогам 9М 2011 г. Для повышения уровня достаточности капитала немецкий банк разработал комплекс мер по докапитализации, в том числе он планирует снизить объем взвешенных по риску активов за счет продажи непрофильных подразделений.

На данный момент мы нейтрально смотрим на облигации Промсвязьбанка: рублевые выпуски не отличаются высокой ликвидностью, а еврооблигации не предполагают интересных торговых идей. Старшие выпуски предлагают не более 70 бп премии к кривой Альфа-Банка, и мы не склонны рассчитывать на существенный рост котировок субординированных бумаг в условиях аккуратного подхода инвесторов к кредитному риску частных банков.



**Юлия Сафарбакова**  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

| Промсвязьбанк      | Ba2/WR/BB- |
|--------------------|------------|
| МСФО, 9М 2011      |            |
| Кредиты, RUB млрд. | 404.8      |
| NPLs (+90 дней)    | 7.4%       |
| NIM                | 4.4%       |

## Календарь по рублевым облигациям

| Последние размещения |                 |           |        |      |        |
|----------------------|-----------------|-----------|--------|------|--------|
| Дата                 | Выпуск          | RUB млрд. | Купон  | Срок | YTW    |
| 23 янв               | РТК-3           | 5.0       | 11.00% | 15   | 9.96%  |
| 20 янв               | Аэроэкспресс-1  | 3.5       | 11.00% | 5    | 11.30% |
| 16 янв               | ЛК УралСиб-260  | 2.0       | 11.50% | 3    | 12.01% |
| 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%  |

| Ближайшие выпуски |                |           |            |      |
|-------------------|----------------|-----------|------------|------|
| Дата              | Выпуск         | RUB млрд. | Купон      | Срок |
| 27 янв            | ВТБ-760        | 10.0      | 8.00-8.25% | 1*   |
| 3 фев             | ЕАБР-1         | 5.0       | 9.00-9.50% | 2*   |
| 7 фев             | Банк Зенит-460 | 3.0       | 9.00-9.20% | 1*   |

| Ближайшие оферты |                       |           |        |            |      |
|------------------|-----------------------|-----------|--------|------------|------|
| Дата             | Выпуск                | RUB млрд. | Купон  | Нов. купон | Срок |
| 25 янв           | Глобэкс-260           | 5.0       | 8.10%  | 9.90%      | 1    |
| 31 янв           | ИАРТ                  | 1.0       | 8.50%  | 8.50%      | 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    |
| 9 мар            | Национальный стандарт | 1.5       | 10.00% | н.д.       | 2    |
| 15 мар           | Балтинвестбанк-2      | 1.5       | 9.00%  | н.д.       | 3    |
| 15 мар           | ТГК1-1                | 4.0       | 8.50%  | н.д.       | 2    |
| 16 мар           | СИБУР-3               | 30.0      | 9.25%  | н.д.       | 3    |

\* срок до ближайшей оферты, лет

| Ближайшие погашения |                   |           |
|---------------------|-------------------|-----------|
| Дата                | Выпуск            | RUB млрд. |
| 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              | ЮСКК-2            | 0.0       |
| 23 фев              | МИА-3             | 1.5       |
| 23 фев              | Белон-2           | 2.0       |
| 23 фев              | ЛК УралСиб-3      | 1.5       |
| 28 фев              | Рыбинскабель      | 1.0       |
| 28 фев              | УралЭлектроМедь   | 3.0       |
| 7 мар               | ТехноНИКОЛЬ-2     | 3.0       |
| 8 мар               | ЯкутскЭнерго-2    | 1.0       |
| 13 мар              | РосТелеком-03     | 0.6       |
| 15 мар              | Кокс-2            | 5.0       |

## 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. |
| 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              | ККБ 12P         | GBP    | 350         |
| 21 фев              | Peru 12         | USD    | 1423        |
| 12 мар              | Poland 12E      | EUR    | 750         |
| 20 мар              | TNK 12          | USD    | 500         |
| 21 мар              | EuroChem 12     | USD    | 300         |
| 12 апр              | ATF 12          | USD    | 200         |



## 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)**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@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 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.