

Навигатор долгового рынка

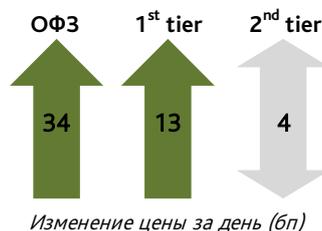
Глобальные рынки и еврооблигации

- Ⓜ **Налог на купон по еврооблигациям** – дискуссия продолжается; идея переложить взимание возможного налога на реальных держателей выглядит утопичной; единой позиции по вопросу нет даже в Минфине; к антиналоговому лобби присоединился министр экономики РФ
- Ⓜ **Стратегия долговых рынков на февраль:** ждем умеренного спроса на риск в феврале; доходность UST10 на время подрастет до 2.10%, второй пакет помощи Греции будет согласован; рекомендация по покупке долгосрочных высоколиквидных российских еврооблигаций актуальна
- Ⓜ **ЕЦБ готов** участвовать в списании госдолга **Греции** через EFSF; госдолг может быть сокращен дополнительно на EUR11 млрд.; это ускорит переговоры с частными кредиторами, но может ослабить мощь EFSF; меморандум по второму пакету помощи может быть подписан сегодня
- Ⓜ **Итоги торгов по еврооблигациям:** смешанную динамику рынка по-прежнему определяют новости из Греции, вернее, их отсутствие; дешевеющие долгосрочные выпуски Вымпелкома предоставляют возможность для покупок в ожидании роста цен в феврале
- Ⓜ **Открытие торгов по еврооблигациям:** хрупкость спроса на риск как следствие долговых проблем Греции; евро укрепился до отметки 1.3250, баррель Brent немного подешевел – до USD116.15; ждем нейтрального открытия торгов
- Ⓜ Речь **Б. Бернанке** в Сенате США в значительной степени дублировала его выступление в нижней палате Конгресса 2 февраля, не оказав влияния на рынки



Рублевые облигации и денежный рынок

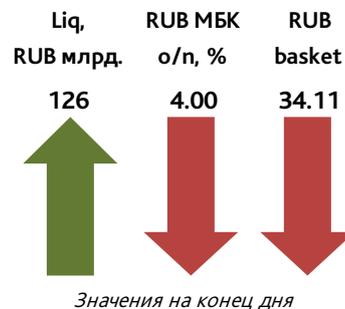
- Ⓜ Спрос на госбумаги локального рынка вернул ликвидность в выпуски **ОФЗ 46017** и **ОФЗ 46021**, предлагающие 20–25 бп к аналогичным по дюрации выпускам 26-й серии; у Минфина высокие шансы разместить **ОФЗ 26205** на аукционе по ставке ниже озвученного диапазона
- Ⓜ **МСП Банк** планирует разместить дебютный выпуск облигаций на RUB5 млрд.; премия к выпускам государственных банков может заинтересовать инвесторов
- Ⓜ Спрос инвесторов на кредитный риск эмитентов с рейтингами неинвестиционной категории превосходит ожидания: **Tele2** и **Банк Зенит** увеличивают объемы предложений
- Ⓜ **Чистая ликвидная позиция** вплотную приближается к «оптимальному» интервалу; интерес к аукционам ЦБ оставался пониженным; аукцион Минфина завершился провалом; ставки рынков МБК и междилерского РЕПО практически не изменились; до конца недели денежный рынок будет пребывать в статическом равновесии



Кредитные комментарии

- Ⓜ **Tele2 AB** опубликовала отчетность по МСФО за 2011; результаты российского подразделения демонстрируют отличную динамику; рекомендуем участвовать в размещении новых бумаг
- Ⓜ **ФАС** дала принципиальное разрешение **Интер РАО** на получение контрольного пакета в генерирующих активах **Башкирэнерго**; положительно для кредитного качества **АФК «Система»**
- Ⓜ **Распадская** назначила лид-менеджеров нового выпуска еврооблигаций; явный знак того, что компания будет рефинансировать старые евробонды объемом USD300 млн. новым выпуском; более логичным выглядело бы привлечение рублевого займа; на данный момент нейтрально для котировок евробондов **Rasp12**
- Ⓜ По мнению **Moody's**, ослабление доверия инвесторов к российскому рынку долга увеличит риски банковского сектора в части привлечения оптового фондирования и ликвидности, что может оказать давление на рейтинги слабых банков

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

7 февраля Стратегия долговых рынков: февраль 2012

7 февраля ЛК Уралсиб: до 250 бп премии к банкам double-B

7 февраля ОФЗ: ставка на опережающие покупки в средней дюрации

1 февраля Ликвидность и процентные ставки: равновесие в макроэкономической гиперплоскости

31 января Банковская система в декабре: урожайный итог 2011 года

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

- 14:15 Итоги аукциона по 5-лет. госбумагам Германии в объеме EUR4 млрд.
- 19:30 Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 3 февраля
- 19:30 Выступление главы ФРБ Сан-Франциско Д. Вильямса

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	279	-7
UST10	▲	1.97	+0.06
Russia 30–UST 10	▼	224	-6
EUR/USD	▲	1.3264	+1%
Oil (Brent)	▼	116.1	-0.1%
VIX	▼	17.65	-0.11

Налог на купон по еврооблигациям – дискуссия продолжается; идея переложить взимание возможного налога на реальных держателей выглядит утопичной; единой позиции по вопросу нет даже в Минфине; к антиналоговому лобби присоединился министр экономики РФ

Уже вторую неделю сохраняется неопределенность вокруг инициативы Минфина РФ взимать налог на доходы с купонных выплат по еврооблигациям. Мы следим за ситуацией и должны признать, что она все больше запутывается. Насколько мы понимаем, финансовое ведомство вроде бы не отказывается от своих планов, но сильно смягчило свою позицию, которая на вчерашний день сводилась к следующему: пока еще потенциальный закон начинает действовать «задним числом» с 1 января 2012 г., ответственность за уплату налогов возлагается на фактического получателя доходов, 3-летняя рассрочка на выплаты. Учитывая общую величину российских еврооблигаций в обращении (чуть менее USD120 млрд.) и средний размер купона в 5-7% годовых, за счет возможного налога Минфин предполагает собирать USD600 млн. в год.

Несмотря на то, что формально регулятор готов отказаться от налоговых претензий к SPV-компаниям-эмитентам и не обязывать непосредственно заемщиков удерживать налог, ситуация с налогом не становится более понятной, а главное – реально выполнимой. Напомним, что текущая практика выпуска еврооблигаций российскими заемщиками предполагает, что конечный держатель должен быть избавлен от рисков изменения законодательства в стране заемщика и получать именно тот номинальный размер купона, который предусмотрен проспектом. Не являясь профессиональными юристами, мы тем не менее исходим из того, что уплата налога на доходы определяется законопослушностью того или иного держателя в отношении законодательства той или иной страны и по большому счету не должна касаться заемщика.

Даже если абстрагироваться от того, что инвесторы в облигации (как частные, так и институциональные) предпочитают открывать расчетные счета в оффшорных странах, нам пока не понятен механизм фактического определения страны нахождения конечного инвестора, чтобы понять, входит ли она в список стран с договорами об избежании двойного налогообложения или нет. Данными о счетах и их владельцах располагают банки, и нам трудно представить, что могло бы обязать их раскрывать эту информацию и нарушать принцип банковской тайны.

Неясным техническим вопросом остается и перераспределение налоговой нагрузки между промежуточными инвесторами. Очевидно, что высоколиквидный спекулятивный инструмент за период между фактическими выплатами купона меняет далеко не одного владельца, которые получают свою часть НКД, заложенную в цену. Здравый смысл подсказывает, что чисто теоретически все они должны были бы платить налог пропорционально времени владения. Однако, на наш взгляд, выявление всех держателей в ретроспективном порядке утопично с точки зрения фактической реализации.

Нам кажется, что, делая оценки в USD600 млн., Минфин исходит из презумпции 100%-ой вероятности, что держатель еврооблигаций – либо российский резидент, либо резидент оффшорных зон. Даже если это действительно так (в чем мы очень сомневаемся), и налог будет удерживаться в России, то формально будут нарушаться условия проспектов по еврооблигациям, гарантирующие держателям купонные выплаты. Таким образом, связь заемщик-эмитент оказывается в проигрыше при любом раскладе: (1) обеспечивая выполнение условий выпуска евробондов перед держателями, заемщик будет вынужден платить купон в 1.25 раза выше фактического; (2) удерживая налог при сохранении номинального купона, инвестор будет вынужден нарушать условия проспекта и может молниеносно подорвать доверие инвесторов не только к своим валютным инструментам, но и вообще ко всем российским еврооблигациям.

Мы уверены, что ни инвесторы в еврооблигации EM (включая Россию), ни банки-организаторы вместе с заемщиками и юридическими компаниями не готовы к сколько-нибудь заметному изменению сложившихся за последние 15 лет условий выпуска российских еврооблигаций. Внедрение новых практик, которые будут носить не только рекомендательный характер, рискует занять много времени. А в случае дискриминационных для инвесторов условий – просто заставит предпочесть бумаги других EM.

Следует признать, что инициатива Минфина пока не находит признания не только на рынке (заемщики, банки-организаторы), но и вызывает большой скепсис в правительстве. Насколько мы можем судить из СМИ, министр экономического развития высказывается против новаций Минфина, в заочную полемику с замминистра финансов Сергеем Шаталовым вступил его коллега Сергей Сторчак. Мы продолжаем придерживаться точки зрения, что инициатива Минфина не просто сложна в технической реализации, но и, в случае воплощения, имела бы непоправимые разрушительные последствия для российского рынка еврооблигаций с большим пролонгированным эффектом. Более подробно о нашем взгляде на проблему можно прочесть в специальном обзоре [«Купонные страхи в российских еврооблигациях»](#) от 27.01.2012 г.



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

Стратегия долговых рынков на февраль: ждем умеренного спроса на риск в феврале; доходность UST10 на время подрастет до 2.10%, второй пакет помощи Греции будет согласован; рекомендация по покупке долгосрочных высоколиквидных российских еврооблигаций актуальна

Январь стал месяцем растущего оптимизма на глобальных рынках, связанного как с улучшением состояния американской экономики (в том числе и в сфере занятости), так и с видимой стабилизацией ситуации на рынке суверенного долга в Европе. Мы полагаем, что умеренный спрос на риск будет характерной чертой февраля. В США это будет способствовать росту доходностей UST и краткосрочному закреплению UST10 на уровне 2.10–2.15%. В Европе поддержку рынкам окажет ожидаемое нами согласование второго пакета помощи Греции и устранение угрозы дефолта, однако центр внимания быстро переключится на Португалию, обусловив стремительный рост доходностей госбумага.

Для российского рынка еврооблигаций прошедший месяц стал одним из самых успешных за последние полгода: рост котировок в среднем по негосударственным инструментам составил более 3.5 п.п. Суверенный выпуск **Russia 30** вернулся на ценовой уровень начала декабря 2011 г., а волатильность как в секторе госбумага, так и в корпоративных и банковских выпусках спала. Российские компании с существенным отставанием от «коллег» из EM все же воспользовались «окном» на первичном рынке. Сбербанк и ВЭБ разместили евробонды на общую сумму USD2.5 млрд. Однако суверенная Россия намерена провести road show лишь в середине марта и рискует опоздать с новым предложением валютного долга.

Наши ожидания благоприятного внешнего фона в феврале делают по-прежнему актуальной ставку на долгосрочные высоколиквидные еврооблигации. Вложения в отдельные выпуски металлургических компаний также интересны, но с учетом высокого риска быстрого «вымывания» ликвидности. Подробнее в нашей [«Стратегии долговых рынков: февраль 2012»](#) от 07.02.2012 г.

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



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

ЕЦБ готов участвовать в списании госдолга Греции через EFSF; госдолг может быть сокращен дополнительно на EUR11 млрд.; это ускорит переговоры с частными кредиторами, но может ослабить мощь EFSF; меморандум по второму пакету помощи может быть подписан сегодня

Судя по опубликованной сегодня в WSJ информации, новый глава ЕЦБ итальянец М. Драги продолжает перестраивать политику регулятора на более прагматичную. По словам источников издания, ЕЦБ согласился участвовать в программе частичного списания госдолга Греции за счет отказа от удержания выкупленных ранее на рынке гособлигаций этой страны до погашения и фиксирования существенной прибыли по ним.

Механизм, через который ЕЦБ примет участие в списании греческого госдолга выглядит следующим образом. Центробанк продаст принадлежащие ему гособлигации Греции (по разным оценкам, их у регулятора накопилось на EUR30–50 млрд.) Европейскому фонду финансовой стабильности (EFSF) по цене не ниже той, которую регулятор заплатил за них в рамках программы выкупа госбумага «периферии». После этого Греция сможет выкупить свои госбумаги у EFSF по цене сделки последнего с ЕЦБ, что позволит сократить объем госдолга страны примерно на EUR11 млрд. Отметим, что «посредническое» участие в данной схеме EFSF критично, так как позволяет избежать юридического запрета на прямое финансирование правительств еврозоны со стороны регулятора.

Одним из рисков данной операции нам представляется дальнейшее ослабление эффективной мощи EFSF. Напомним, по оценкам руководства Фонда, объем оставшихся в его распоряжении ресурсов (с учетом перспективного участия во втором пакете помощи Греции) составлял на конец 2011 г. около EUR250 млрд. В случае сделки с ЕЦБ он, таким образом, может сократиться до EUR200–220 млрд. Между тем отказ ЕЦБ от фиксации на своем балансе значительной прибыли в то время, когда частных инвесторов фактически вынуждают пойти на 70% убытки, может побудить последних все же заключить с властями Греции соглашение о списании долгов.

Судя по последним заявлениям представителей частных кредиторов, переговоры по списанию госдолга близки к завершению и мы не сомневаемся в их конечном успехе. Откладываемое Грецией уже в третий раз согласование меморандума по мерам жесткой экономии, открывающих путь к подписанию второго bailout, также ожидается нами в ближайшие дни. Не последней причиной, «принуждающей» нас к подобному оптимизму, являются последние высказывания канцлера ФРГ А. Меркель о недопустимости дефолта Греции и непредсказуемости последствий выхода страны из еврозоны.

Итоги торгов по еврооблигациям: смешанную динамику рынка по-прежнему определяют новости из Греции, вернее, их отсутствие; дешевеющие долгосрочные выпуски Вымпелкома предоставляют возможность для покупок в ожидании роста цен в феврале

Затягивающееся решение по второму пакету помощи Греции продолжает удерживать рынки в подвешенном состоянии: котировки российских еврооблигаций на торгах во вторник продемонстрировали разнонаправленную динамику. Активность на рынке была относительно невысокой и сосредоточилась в суверенном и корпоративном сегментах.

Каких-либо значимых колебаний в котировках еврооблигаций нефтегазовых компаний мы не заметили. Во втором эшелоне на 30 бп поднялся в цене выпуск **MetallInvest 16**. Долгосрочные евробонды Вымпелкома, напротив, подешевели на 20 бп. Учитывая прогнозируемое нами в феврале сохранение спроса на риск (пусть и более умеренного по сравнению с январем), мы считаем целесообразным наращивать длинные позиции по долгосрочным бумагам Вымпелкома в моменты их удешевления. В банковском сегменте практически вся активность сосредоточилась в недавно размещенном 10-летнем выпуске Сбербанка, **SberBank 22**, подорожавшем по итогам торгов на 20 бп до 100.34% от номинала. Новый 5-летний выпуск ВЭБа, **VEB 17N**, поднялся в цене на 10 бп до 100.37% от номинала.

Торги в суверенном сегменте рынка проходили достаточно спокойно. Индикативный выпуск **Russia 30** не изменился в цене по итогам дня (отметка 118.43% от номинала), а спред **Russia 30–UST10** сжался на 5 бп до 224 бп. Белорусские суверенные евробонды во вторник потеряли в цене до 30 бп. Долгосрочные суверенные еврооблигации Украины в целом были стабильны.

Открытие торгов по еврооблигациям: хрупкость спроса на риск как следствие долговых проблем Греции; евро укрепился до отметки 1.3250, баррель Brent немного подешевел – до USD116.15; ждем нейтрального открытия торгов

Глобальные рынки утром в среду демонстрируют хрупкий рост интереса к рисковому активу. Азиатские фондовые индексы находятся в зеленой зоне (**Nikkei 225** прибавляет порядка 0.8%), в то время как фьючерсы на **S&P 500** торгуются без изменений. Пара EUR/USD поднялась до отметки 1.3250 в ожидании решения по второму пакету помощи Греции. Баррель Brent торгуется чуть ниже отметки на закрытии основных торгов в России накануне, на уровне USD116.15. В сложившихся условиях мы считаем вероятным нейтральное открытие торгов по российским еврооблигациям.

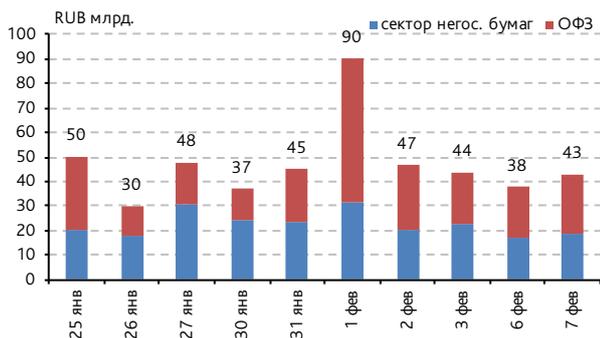
Новостной фон среды выглядит относительно «бедно». В Европе, помимо переговоров по греческой проблематике, умеренное внимание может привлечь аукцион по 5-летним госбумагам Германии. В США сегодня ожидается еженедельная порция статистики по рынку нефти, а также выступление представителя ФРС, посвященное состоянию американской экономики.



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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	14.3%
от 1 до 1.5 лет	6.2%
от 1.5 до 2 лет	8.5%
от 2 до 3 лет	14.1%
от 3 до 5 лет	44.6%
> 5 лет	12.3%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.32%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.28%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.63%	6.5
Банки	8.45%	1.5
Корп 1 эшелон	7.81%	2.0
Корп 2 эшелон	8.54%	2.0

Спрос на госбумаги локального рынка вернул ликвидность в выпуски ОФЗ 46017 и ОФЗ 46021, предлагающие 20–25 бп к аналогичным по дюрации выпускам 26-й серии; у Минфина высокие шансы разместить ОФЗ 26205 на аукционе по ставке ниже озвученного диапазона

Продолжившиеся покупки на рынке ОФЗ во вторник обусловили снижение доходностей выпусков госбумаг в среднем на 5–9 бп на дюрации свыше трех лет. Активный рынок вчера наблюдался даже в выпусках с амортизационной структурой долга: **ОФЗ 46017** (YTM 7.45%) и **ОФЗ 46021** (YTM 7.73%), подорожавших на 10 бп и 30 бп соответственно. К аналогичным по дюрации ОФЗ 26-й серии с фиксированным купоном (**ОФЗ 25077** и **ОФЗ 26204**) вышеназванные выпуски предлагают премию 20–25 бп, и в ближайшие дни мы будем наблюдать ее сокращение.

Основным торгуемым выпуском остался **ОФЗ 26204** (YTM 7.52%), а спред **ОФЗ 26204–Russia 18** вернулся к уровню 70 бп, ниже которых ему закрепиться пока не удастся. С появлением ориентиров доходности по сегодняшнему аукциону **ОФЗ 26205** (RUB35 млрд.), озвученных в диапазоне 7.75–7.80%, доходность рыночных сделок снизилась с 7.82–7.84% до 7.74–7.75% на торгах в основном режиме. На текущий момент картина торгов предполагает существенный интерес участников к предстоящему размещению 10-летнего выпуска, который, видимо, окажется схожим с аукционом прошлой недели, где имела место высокая доля неконкурентных заявок, и размещение прошло по ставке ниже диапазона Минфина.

В рамках нашей «Стратегии долговых рынков: февраль 2012» мы озвучили ставку на опережающие покупки в ОФЗ средней дюрации в ближайшие недели, руководствуясь следующими соображениями:

- ожидание возвращения кривой ставок USD/RUB NDF к традиционной форме (увеличения угла ее наклона);
- большой навес первичных размещений в длинном конце локальной кривой;
- сжатие спредов между длинными и средними суверенными выпусками за счет январских покупок в длинных ОФЗ (**ОФЗ 26204**, **ОФЗ 26206**, **ОФЗ 26205**).

В корпоративном секторе основные обороты прошли в выпусках **ВЭБ-8** (YTW 7.41%) и **ВЭБ-9** (YTW 8.95%), в длинном **ФСК ЕЭС-19** (+65 бп по цене, YTW 8.72%), а также в **Газпромбанк БО-1** (YTW 8.56%).



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

МСП Банк планирует разместить дебютный выпуск облигаций на RUB5 млрд.; премия к выпускам государственных банков может заинтересовать инвесторов

Российский Банк поддержки малого и среднего предпринимательства (МСП Банк) планирует выпустить дебютные облигации на RUB5 млрд. Книга заявок инвесторов будет открыта с 9 по 13 февраля 2012 г., а техническое размещение состоится предположительно 15 февраля текущего года. Срок обращения бумаг составит 10 лет, также предусмотрена 2-летняя оферта. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 8.75–9.25%, или YTP 8.94–9.46%. Напомним, что в декабре прошлого года банк уже пытался разместить данную серию облигаций, ориентируя инвесторов на купон на 25–50 бп выше.

Параметры нового выпуска обеспечивают премию к кривой ОФЗ в размере 215–265 бп, что может заинтересовать инвесторов в качестве альтернативы бондам других государственных банков. Так, чуть более короткие выпуски РСХБ торгуются на 180–190 бп выше кривой ОФЗ. На наш взгляд, бумаги МСП Банка должны обеспечивать премию порядка 20–30 бп к кривой РСХБ за дебютное предложение и риск относительно меньшей ликвидности на вторичном рынке. Впрочем, мы не исключаем, что банку удастся разместить бумаги и по нижней границе ориентиров, принимая во внимание значительный спрос со стороны эмитентов на риск качественных заемщиков.

МСП Банк является дочерним банком ВЭБа и функционирует в рамках программ по развитию кредитования малого и среднего бизнеса. Банк предоставляет финансовые ресурсы банкам по кредитованию клиентов МСБ (RUB59.8 млрд. кредитов в нетто-выражении по итогам 9М 2011 г. по МСФО), а также напрямую выдает ссуды небольшим корпоративным заемщикам (RUB18.2 млрд.). В качестве источников фондирования банк использует средства кредитных организаций, при этом, согласно отчетности банка за 2010 г. по МСФО, 76% заемных средств были представлены связанными с ВЭБом и государством сторонами. МСП Банк обладает высоким запасом капитальных средств: показатель достаточности капитала Н1 составил 27.0% на 01.01.2012 г.



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Спрос инвесторов на кредитный риск эмитентов с рейтингами неинвестиционной категории превосходит ожидания: Tele2 и Банк Зенит увеличивают объемы предложений

Позитивная рыночная конъюнктура позволяет привлекать средства не только высококлассным заемщикам, но и эмитентам с рейтингами неинвестиционной категории. Так, вчера Tele2 и Банк Зенит увеличили объемы предложения бумаг инвесторам. ЛК Уралсиб завершил маркетинг облигаций, установив купон по верхней границе ориентиров (УТР 12.01% с дюрацией 1.5 лет) и обеспечив щедрую премию в 250 бп к бумагам банков с рейтингами double-B. Подробнее в нашем специальном обзоре [«ЛК Уралсиб: до 250 бп премии к банкам double-B»](#) от 07.02.2012 г. Также дебютный выпуск бондов на RUB1 млрд. предлагает инвесторам Нота-Банк с УТР 11.27–11.69% на год, и, на наш взгляд, предложение уступает обращающимся высокодоходным выпускам розничных банков.

Tele2 сегодня закрывает книгу заявок инвесторов на покупку уже двух выпусков облигаций: к 5-й серии бумага на RUB4 млрд. в ходе маркетинга было добавлено RUB3 млрд. бондов 4-й серии. Ориентиры по купону остались на прежнем уровне в 9.20–9.70%, или УТР 9.41–9.94% к ofercie через два года. Техническое размещение бумаг ориентировочно состоится 13 февраля текущего года. На наш взгляд, компании вполне по силам разместить бумаги с доходностью ниже середины озвученного диапазона.

Банк Зенит к облигациям серии БО-4 на RUB3 млрд. (книга была закрыта 3 февраля 2012 г.) предложил инвесторам еще RUB3 млрд. бумаг серии БО-5, открыв вчера книгу заявок только на день. Параметры нового выпуска облигаций аналогичны серии БО-4: УТР 9.10% к годовой ofercie. Техническое размещение бумаг назначено на 14 февраля 2012 г. Итоги букбилдинга не были озвучены, но, по всей видимости, банку удалось найти спрос на дополнительный объем облигаций.

Напомним, что сегодня **Кредит Европа Банк** завершает маркетинг RUB5 млрд. бондов, предлагая инвесторам щедрую доходность в УТР 10.51–11.30% на 2 года. Мы не исключаем размещения бумаг по нижней границе ориентиров или даже понижения индикативного диапазона.

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

- 8 фев Возврат Минфину RUB20 млрд. бюджетных средств
- 8 фев Аукцион ОФЗ 26205 (RUB35 млрд.)
- 15 фев Возврат Фонду ЖКХ (RUB22 млрд.)
- 15 фев Аукцион ОФЗ 26206 (RUB20 млрд.)
- 15 фев Возврат Минфину (RUB10 млрд.)
- 15 фев Уплата страховых взносов в фонды (около RUB330 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.00/4.50	4.00	4.20	3.75/4.25
2-й круг	4.50/5.00	4.00	4.50	4.00/4.50

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.00-4.50	4.10-4.15	3.75-4.25

Чистая ликвидная позиция вплотную приближается к «оптимальному» интервалу; интерес к аукционам ЦБ оставался пониженным; аукцион Минфина завершился провалом; ставки рынков МБК и междилерского РЕПО практически не изменились; до конца недели денежный рынок будет пребывать в статическом равновесии

Совокупные остатки на корсчетах и депозитах по состоянию на 8 февраля – RUB1.3 трлн., что на RUB72.3 млрд. больше, чем сутки назад. Приросли обе составляющие: корсчета – на RUB23.0 млрд., депозиты – на RUB49.3 млрд. Совокупные обязательства банковского сектора перед ЦБ и Минфином сократились незначительно (–RUB0.9 млрд.). Чистая ликвидная позиция достигла отметки RUB126.1 млрд. (+RUB73.2 млрд.), таким образом приблизившись к интервалу, которому соответствует пониженная волатильность процентных ставок денежного рынка и умеренная инфляция (подробнее в нашем спецобзоре «Ликвидность и процентные ставки: равновесие в макроэкономической гиперплоскости» от 01.02.2012 г.).

Интерес к аукционам ЦБ оставался пониженным. В рамках сессии 1-дневного РЕПО спрос был на уровне вчерашнего дня – RUB1.6 млрд. (при лимите RUB10.0 млрд.), средневзвешенная ставка существенно не изменилась (5.48%). На аукционе 7-дневного РЕПО активность была выше, однако все равно имела место ситуация «недоспроса». Всего было заключено сделок на RUB4.2 млрд. в рамках лимита RUB10.0 млрд., средневзвешенная ставка сложилась на уровне 5.30%. Очевидно, что в системе достаточно денег для исполнения второй части сделки недельного РЕПО от 31 января (RUB10.8 млрд.). Аукцион Минфина завершился провалом. Заявку на получение RUB0.2 млрд. временно свободных бюджетных средств подала только одна организация.

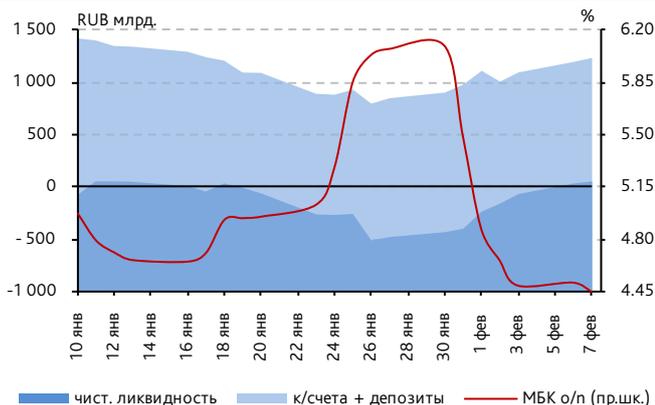
Рынок МБК продолжает испытывать влияние благоприятной ситуации с ликвидностью банковского сектора. Вчера банки 1-го круга привлекали кредиты овернайт внутри дня по средневзвешенной ставке 4.10–4.15%, что на 10 бп ниже, чем в понедельник. Ставки 1-дневного междилерского РЕПО, предоставляемого под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона, практически не изменились и колебались в пределах диапазона 4.60–4.80%.

Напоминаем, что сегодня должен состояться аукцион ОФЗ 26205 (RUB35.0 млрд.), а также возврат с депозитов банков RUB20.0 млрд. Минфину. В целом ситуация развивается в рамках сценария, описанного в наших ранних ежедневных обзорах, а также в «Стратегии долговых рынков: февраль 2012». Острого дефицита ликвидности не будет в течение всего месяца, наибольшую поддержку денежному рынку окажут госрасходы в рамках предвыборной кампании-2012. Однако с началом налогового периода (15 февраля) мы прогнозируем умеренное повышение процентных ставок на денежном рынке.

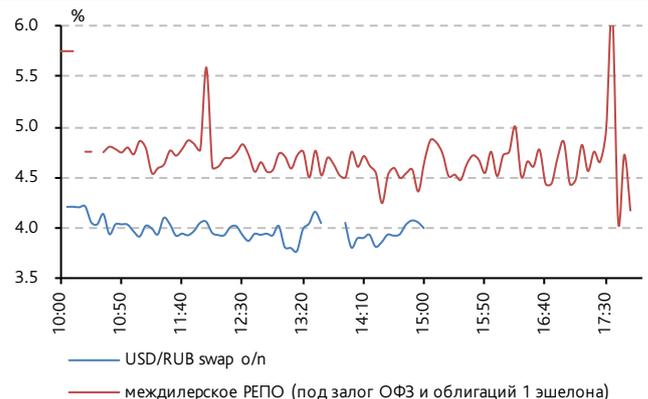


Иван Синельников
+7 495 786-35-36
ivan.sinelnikov@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Tele2 AB опубликовала отчетность по МСФО за 2011; результаты российского подразделения демонстрируют отличную динамику; рекомендуем участвовать в размещении новых бумаг

Вчера шведская компания Tele2 AB опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 2011 г. Компания также раскрыла некоторые показатели российского направления бизнеса, Теле2 Россия.

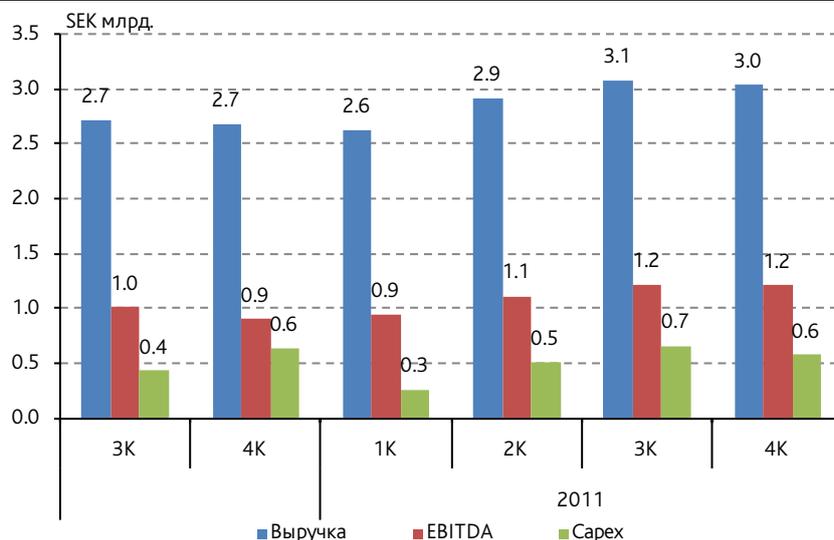
КОММЕНТАРИЙ

Российское направление бизнеса остается ключевым для Tele2 AB – его совокупная выручка за 2011 г. (SEK11.7 млрд.) превысила выручку шведского направления (SEK9.7 млрд.). Это же касается и показателя EBITDA российского бизнеса, который составил SEK4.5 млрд. (шведское направление – SEK3.4 млрд.). Примечательно, что Теле2 Россия демонстрирует и отличные показатели рентабельности: около 40%, цифру более характерную для российских операторов «большой тройки».

Компания ожидает, что в 2012 г. ее абонентская база в России превысит 21 млн. человек (сейчас 20.6 млн.), а ARPU сохранится на текущем уровне – RUB224. Это позволит компании сохранить текущий уровень рентабельности по EBITDA и улучшать показатель долговой нагрузки.

Теле2 Россия	Fitch: BB+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, SEK млрд.	8.5
EBITDA margin	39%
Долг / EBITDA	1.4

ДИАГРАММА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТЕЛЕ2 РОССИЯ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Материнская компания не раскрывает балансовые показатели российского направления бизнеса, однако, на наш взгляд, долговая нагрузка Теле2 Россия должна была снизиться до уровня 1.2x по показателю «Чистый долг/EBITDA». Компания продолжает осуществлять стратегию замещения внутрикорпоративных займов публичным долгом, с чем, в частности, и связано нынешнее размещение рублевых облигаций совокупным объемом RUB7 млрд.

Размещенные летом 2011 г. рублевые облигации торгуются с премией 20–30 бп к локальной кривой Вымпелкома, что, по нашему мнению, выглядит справедливо. Размещаемые сейчас облигации предлагают премию к этой кривой уже в размере более 50 бп при вдвое меньшей дюрации. Мы ожидаем, что размещение пройдет успешно, и оцениваем справедливую доходность новых облигаций на уровне 9.5% годовых.



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

ФАС дала принципиальное разрешение Интер РАО на получение контрольного пакета в генерирующих активах Башкирэнерго; положительно для кредитного качества АФК «Система»

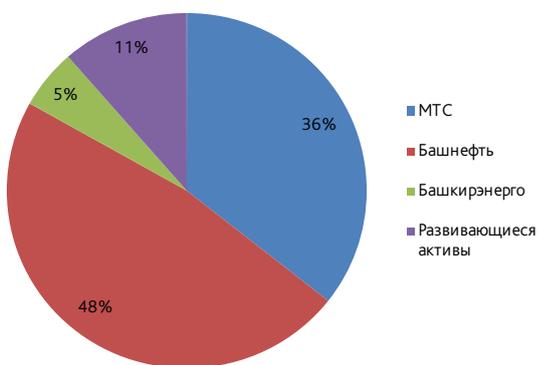
По данным Интерфакса, государственная энергетическая компания Интер РАО получила у ФАС разрешение на покупку 75% плюс одна акция в Башкирской генерирующей компании.

КОММЕНТАРИЙ

Башкирская генерирующая компания объединяет генерирующие активы Башкирэнерго, которая, в свою очередь, принадлежит АФК «Система». Вклад Башкирэнерго в консолидированные показатели Системы по итогам 9М 2011 г. был не слишком существенным – его доли в выручке и EBITDA составили 5% и 4% соответственно. Таким образом, показатели энергетической компании были самыми невысокими среди «Базовых активов» Системы.

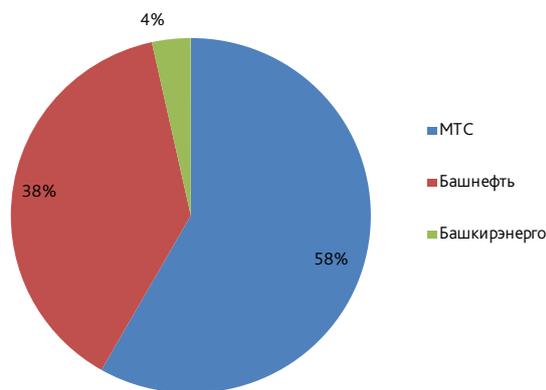
АФК «Система»	ВаЗ/ВВ/ВВ-
<i>US GAAP, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	25.6
EBITDA margin	25%
Долг/EBITDA	1.9

ДИАГРАММА 1. СТРУКТУРА ВЫРУЧКИ АФК «СИСТЕМА» ПО ИТОГАМ 9М 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА EBITDA АФК «СИСТЕМА» ПО ИТОГАМ 9М 2011



* по итогам 9М 2011 сегмент «Развивающиеся активы» продемонстрировал отрицательную EBITDA
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Представители Системы ранее заявляли, что развивать энергетическое направление бизнеса они в среднесрочной перспективе не планируют, поэтому продажа Башкирэнерго государственной Интер РАО выглядит логичным шагом для начала постепенного выхода из энергетического бизнеса. Отметим, что на данный момент могут быть проданы только генерирующие активы Башкирэнерго, тогда как компании еще принадлежат электрораспределительные активы в Башкирии. На данном этапе стороны не раскрывают сумму и формат сделки, но, на наш взгляд, наиболее вероятным будет ее денежное выражение. Учитывая капитализацию Башкирэнерго (около RUB38 млрд.) и долю Системы в ее капитале (около 51%), сумму потенциальной сделки можно оценить в RUB17–19 млрд.

Получение Системой денежных средств в объеме около USD600 млн. позволит сократить чистый долг корпоративного центра до нуля (в конце 3К 2011 г. он составлял чуть более USD430 млн.), что позволит компании существенно не увеличивать долговую нагрузку в случае приобретений в новых отраслях.

Рублевые облигации АФК «Система» торгуются на одном уровне с кривой рублевых облигаций МТС. Мы нейтрально относимся к этим бумагам на этих уровнях.



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
7 фев	РСХБ-26о	5.0	8.20%	1.5*	8.37%
7 фев	Газпром нефть-11	10.0	8.25%	3*	8.42%
7 фев	ВЭБ-Лизинг-6	10.0	9.00%	5	9.20%
7 фев	Банк Зенит-46о	3.0	8.90%	1*	9.09%
6 фев	ЕАБР-1	5.0	8.50%	2*	8.78%
1 фев	ГПБ-36о	10.0	8.50%	2*	8.68%
27 янв	ВТБ-76о	10.0	7.95%	1*	8.18%
23 янв	РТК-3	5.0	11.00%	15	9.96%
20 янв	Аэроэкспресс-1	3.1	11.00%	5	11.30%
16 янв	ЛК УралСиб-26о	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-66о	10.0	8.50%	1*	8.77%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
9 фев	ЛК УралСиб-56о	3.0	11.50%	3
9 фев	РСХБ-36о	5.0	8.20%	1.5*
10 фев	КредитЕвропа-26о	5.0	10.25-11.0%	2*
13 фев	Теле2-СанктПетербург-4	3.0	9.20-9.70%	2*
13 фев	Теле2-СанктПетербург-5	4.0	9.20-9.70%	2*
14 фев	Мечел-46о	5.0	10.25-10.75%	2*
14 фев	Банк Зенит-56о	3.0	8.90%	1*
15 фев	Нота-Банк-1	1.0	11.0-11.4%	1*
15 фев	МСП Банк-1	5.0	8.75-9.25%	2*
17 фев	Гидромашсервис-2	3.0	10.5-11.0%	3
21 фев	Связь-Банк-4	5.0	9.20-9.25%	1*
21 фев	Татфондбанк-46о	3.0	11.5-12.0%	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
8 фев	Ренова-СтройГруп-1	3.0	10.75%	10.75%	0*
8 фев	Фортум-2	5.0	6.50%	6.50%	1
9 фев	ВТБ Лизинг-8	4.2	7.05%	7.80%	0*
9 фев	ЛокоБанк-16о	2.5	8.50%	9.80%	1*
10 фев	АТЭК-2	0.3	11.00%	11.00%	0
14 фев	АлефБанк	1.0	11.00%	10.00%	1*
15 фев	Хортекс Финанс	1.0	13.00%	0.50%	1
24 фев	Микоян-2	2.0	13.50%	11.30%	1
24 фев	НОМОС-Банк-016о	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-16о	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
21 мар	Еврофинансы-Недвиж-3	1.5	3.00%	н.д.	3

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
15 мар	Московская Обл-9	13.2
16 мар	Разгуляй Фин.-3	3.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
6 фев	VEB 17N	USD	750	5.38%	5
2 фев	SberBank 17N	USD	1000	4.95%	5
2 фев	SberBank 22	USD	750	6.13%	10
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
8 фев	Georgia Bank 12	USD	200
13 фев	KKB 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
20 апр	NKNH 12	USD	101
25 апр	Business Alliance 12R	RUB	558
25 апр	South Africa 12	USD	1000

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 управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@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**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@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

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.