

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Статистика из США:** много подводных камней
- Новый евробонд **Алросы** интересен
- **ЛенСпецСМУ:** привлекательная доходность по CLN
- **Российские евробонды:** опять продажи ([стр. 2-3](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ликвидность** стабильна в преддверии завершения налогового периода, **рубль** теряет свои позиции
- В среду аукцион по **ОФЗ** провалился; **Минфину** стоит менять подход к инвесторам или давать премию к рынку
- **Москва** занимает; ожидаем, что спрос будет выше, чем на аукционах **ОФЗ**
- **ФСК** назначила первые купоны по новым выпускам
- На первичный рынок планируют выйти **МТС** и **Дикси** ([стр. 4-5](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Недельная инфляция вновь составила 0.1%, в октябре ожидается на уровне 0.7% ([стр. 6](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Башнефть** остается единственным претендентом на месторождения Требса и Титова; существенного роста долга не ожидается; бонды справедливо оценены на текущих уровнях
- **Рольф** публикует отчетность по МСФО за 1П 2010; евробонд **Rolf 11** считаем хорошей инвестицией до погашения
- **Аэрофлот** поссорился с **ГСС**; если к Аэрофлоту присоединятся иностранные перевозчики, то кредитные риски **ГСС** возрастут
- **Акрон** и **Дорогобуж** публикуют отчетность по РСБУ за 9М 2010; публичный долг Акрона весьма дорог
- **ГАЗ** находится на завершающей стадии переговоров с **Volkswagen Group**; приятная новость для облигационеров, которым, очевидно, не грозит новый дефолт
- **Fitch:** восстановление **банковского сектора России** и повышение индивидуальных рейтингов 4 дочек иностранных банков; нейтрально для облигаций ([стр. 7-11](#))

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- Мы возвращаем в список наших торговых рекомендаций явно недооцененный выпуск **ПрофМедиа**, который расширил спред к прочим облигациям рейтинговой группы В+ до 250-300 бп
- Из размещаемых/разместившихся выпусков интересно смотрятся бумаги **Евраза**, **МТС** (рубли) и **Алроса**, **РусГидро** (евробонды)
- **Sinek 15**, исходя из финансов и квазисуверенного статуса, недооценен по отношению к нефтяным компаниям
- В частном сегменте интересно смотрятся длинные субординированные выпуски **PromSvBk 15** и **PromSvBk 16**

СЕГОДНЯ

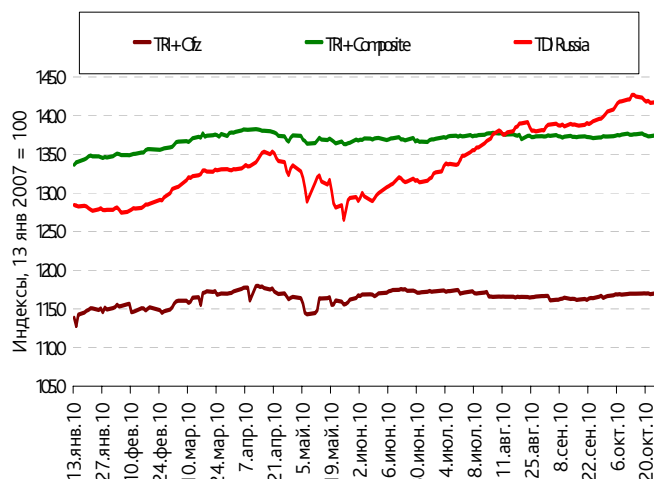
- Статистика: Заявки на пособие по безработице в США, объявление базовой ставки в Японии
- Речь председателя ЕЦБ Трише
- Размещение: **Москва 53**, **ЕБРР-8**, **ОБР 15**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↑ 206.00	1.00	-27.00	18.00
EMBI+ spread	↓ 240.46	-5.06	-38.56	-33.30
Russia 30 Price	↓ 119.99	- 4/8	+ 5/8	+7 1/8
Russia 30 Spread	↑ 154.20	+0.90	-32.30	+0.00
Russia 5Y CDS	↑ 143.20	+0.22	-18.36	-39.62
UST 10y Yield	↑ 2.698	+0.06	+0.21	-1.14
BUND 10y Yield	↑ 2.563	+0.06	+0.32	-0.82
UST 10y/2y Yield	↑ 228.8	+3	+24	-41
Mexico 33 Spread	↓ 229	-8	-26	-10
Brazil 40 Spread	↑ 101	+3	-31	-52
Turkey 34 Spread	↓ 267	-4	-59	-15
ОФЗ 26199	↑ 5.63	+0.05	-0.01	-2.18
Москва 50	↓ 5.52	-0.13	+0.12	-3.07
Мособласть 8	↑ 7.89	+0.00	-0.75	-2.89
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	+3.66
МТС 3	↓ 7.24	-0.04	-0.04	-0.73
Руб / \$	↑ 30.568	+0.342	-0.033	+0.383
\$ / EUR	↓ 1.377	-0.009	+0.014	-0.055
Руб / EUR	↓ 42.184	-0.313	1.096	-1.276
NDF 1 год	↑ 4.190	+0.160	-0.010	-1.900
RUR Overnight	↔ 2.25	0.0	-0.2	+1.8
Корсчета	↑ 579.8	+101.60	+42.00	-254.30
Депозиты в ЦБ	↓ 263.2	-60.30	-206.40	-177.10
Сальдо опер. ЦБ	↓ 85.90	-49.60	-29.70	+154.80
RTS Index	↓ 1587.73	-1.61%	+5.93%	+9.91%
Dow Jones Index	↓ 11126.28	-0.39%	+2.69%	+6.70%
Nasdaq	↑ 2503.26	+0.24%	+5.33%	+10.32%
Золото	↓ 1326.80	-0.92%	+1.49%	+20.91%
Нефть Urals	↑ 81.01	+0.12%	+1.85%	+5.81%

TRUST Bond Indices

	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↓ 243.19	-0.19	2.16	26.69
TRIP Composite	↓ 235.83	-0.06	0.11	6.77
TRIP OFZ	↓ 185.87	-0.13	0.93	8.15
TDI Russia	↓ 221.35	-0.55	2.14	23.44
TDI Ukraine	↓ 215.87	-0.25	2.23	44.14
TDI Kazakhs	↓ 181.33	-0.36	0.50	33.11
TDI Banks	↓ 218.13	-0.28	1.21	18.91
TDI Corp	↓ 230.65	-0.56	2.64	27.40

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Статистика из США: много подводных камней

Статистика из США в последние дни не дает однозначных сигналов инвесторам. Не стала исключением и вчерашняя порция макроэкономических данных, которая включала отчет по заказам товаров длительного пользования и данные по продажам новых домов. Оба опубликованных отчета на первый взгляд оказались лучше ожиданий рынков, однако подробности были не столь впечатляющими.

- **Заказы товаров длительного пользования** выросли в сентябре на 3.3%, тогда как рынки ожидали более скромного роста в 2%. Однако данные были в значительной степени искажены транспортной составляющей, которая выросла на 15.7% и «потянула» весь индекс вверх. Если же исключить транспортную составляющую, то заказы товаров длительного пользования снизились в сентябре на 0.8%.
- **Продажи новых домов в США** продемонстрировали рост на 6.6% до 307 тыс. сделок, тогда как инвесторы ожидали значения в 300 тыс. Негативным моментом отчета стала существенная неравномерность продаж.

Оба отчета не внушили инвесторам оптимизма. Масла в огонь подлил и WSJ, опубликовавший статью о том, что программа количественного смягчения скорее всего не будет столь обширной, как того ожидают рынки. Минимальное, на что сейчас рассчитывают инвесторы, – это сумма в USD500 млрд., газета же озвучила цифру в 2 раза меньшую и постепенные транши.

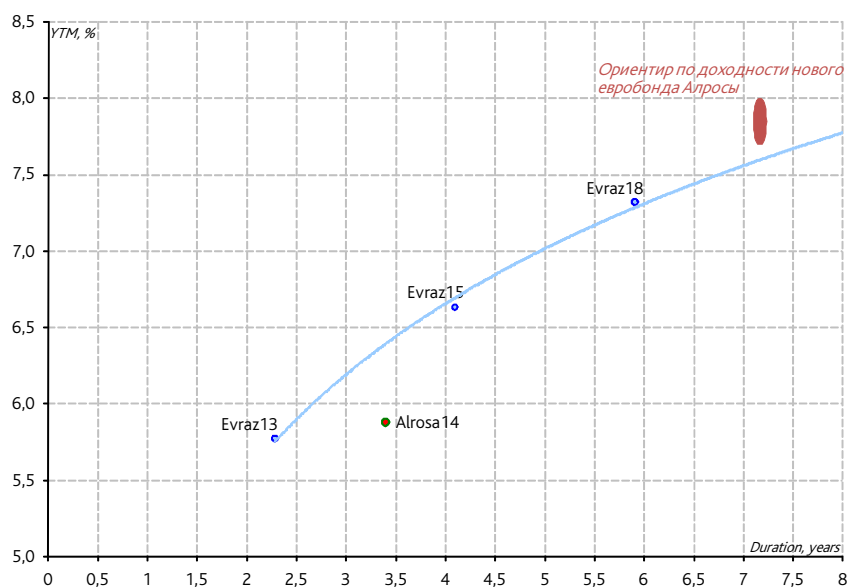
Новый евробонд Алросы (Ва3/ВВ-/ВВ-) интересен

Вчера Алроса объявила ориентиры по своему новому 10-летнему евробонду на уровне 7.50-7.75%. Объем размещения пока не называется.

На наш взгляд, обозначенные Алросой ориентиры выглядят очень привлекательно даже по нижней границе диапазона. Более того, мы уверены, что указанные ориентиры будут понижены как минимум на 50 бп. На данный момент евробонд предлагает премию к кривой Evraz Group в размере не менее 25 бп, хотя более короткий евробонд предлагает дисконт в 50-60 бп, а на рублевом рынке аналогичный дисконт составляет и вовсе около 100 бп.

Учитывая премию, которую Алроса могла бы предложить инвесторам за самую большую дюрацию среди бумаг эмитентов металлургической и добывающей отраслей, первоначальные ориентиры выглядят как минимум на 75-100 бп выше справедливого уровня.

ДИАГРАММА. ЕВРОБЛИГАЦИИ EVRAZ GROUP И АЛРОСЫ

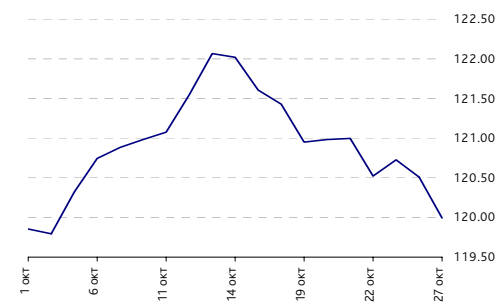


Источник: Bloomberg, расчеты НБ «ТРАСТ»

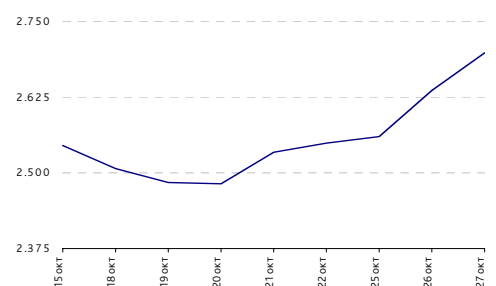
ЛенСпецСМУ (S&P: B): привлекательная доходность по CLN

Сегодня стало известно о том, что петербургский строительный холдинг ЛенСпецСМУ открыл книгу на 5-летний выпуск CLN объемом USD150 млн. Согласно ориентирам организаторов, доходность должна составить от 10.00%

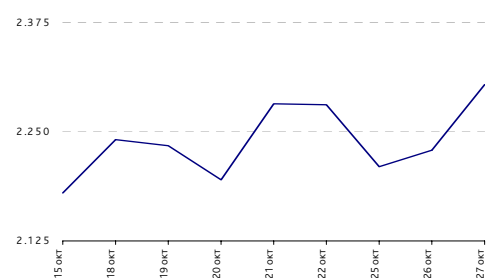
Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





до 10.50%. Ранее также проходила информация об амортизационной структуре выпуска, с учетом которой дюрация должна была составить около 3 лет.

Мы считаем, что эта ставка более чем привлекательна, так как по доходности 11.00% сегодня утром можно было приобрести бумаги Казаньоргсинтеза, то есть, по сути, дефолтный выпуск. Напомним, что предыдущий выпуск ЛенСпецСМУ также был реструктуризирован, однако в отличие от КОС компания должным образом расплатилась по нему и сейчас имеет довольно крепкий кредитный профиль с рейтингом уровня single-B.

На наш взгляд, справедливая доходность нового выпуска не должна превышать 9.00-9.50% даже с учетом премии за историю с реструктуризацией и практически полное отсутствие представителей 3 эшелона на рынке.

Российские евробонды: опять продажи

Распродажа в российских евробондах вчера приняла массированный характер. Длинные бумаги Лукойла и ТНК-ВР потеряли в цене более 1 пп, евробонды Газпрома и Транснефти тоже снижались, но чуть меньшими темпами, потеряв около 30 бп.

Слухи о более скромных объемах QE2 заставили инвесторов распродавать рискованные активы EM, поэтому суверенные российские евробонды вчера опять теряли в цене. **Russia 30** торговалась ниже отметки в 120 бп, потеряв за день в цене более 50 бп. Ее спред к **UST 10** расширился до 157-160 бп.

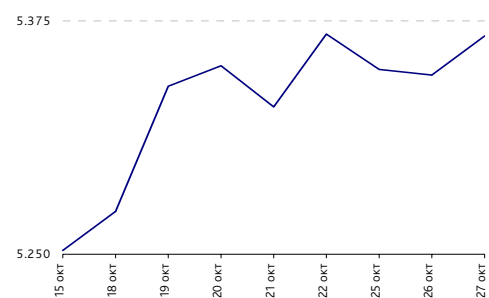
Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48

Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидность стабильна в преддверии завершения налогового периода, рубль теряет свои позиции

Учитывая, что величина чистого запаса ликвидности к сегодняшнему утру практически не изменилась (+RUB3.3 млрд., до RUB1.55 трлн.), - наблюдалось лишь движение средств с депозитов (-RUB31.7 млрд.) на корсчета (+RUB35.3 млрд.), можно предположить, что основная часть выплат по налогу на прибыль (RUB150 млрд., по нашим оценкам) пройдет сегодня. Вызванный этими выплатами повышенный спрос на рублевые средства удержит ставки денежного рынка на 0.5-1.0 п.п. выше стоимости депозитов овернайт ЦБ (2.5%).

На протяжении всего вчерашнего дня средства в сегменте однодневных межбанковских кредитов стоили заметно дороже, чем в доналоговый период, - в среднем 3.25-3.5%, лишь вечером ставки начали снижаться, да и то несильно - на 0.25 п.п. до 3.0-3.25%. Динамика ставок в сегменте валютных свопов выглядела более оптимистично, - в секции рубль-доллар, где проходят основные торговые обороты, ставки упали с 3.2-3.5% до 2.2-2.5% на закрытие.

Следствием завершения налогового периода становится сокращение предложения валютной выручки экспортеров, а вместе с ним возвращается ослабление рубля. Вчера российская валюта подешевела за день с RUB35.8 до RUB35.91 к бивалютной корзине, достигнув на пике покупок под конец дня RUB35.99. Вызванное этим повышение девальвационных ожиданий отразилось на смещении вверх нижней границы диапазона трехмесячных ставок NDF до 3.01-3.22% (с 2.96-3.22% накануне).

В среду аукцион по ОФЗ провалился; Минфину стоит менять подход к инвесторам или давать премию к рынку

Вчера инвесторы купили лишь 15 процентов предложенного 30-миллиардного объема **ОФЗ 25075**. Мы находим итоги аукциона провальными и связываем их со следующими причинами:

- более привлекательные перспективы на корпоративном рынке среди "голубых фишек";
- неорганизованность Минфина (на прошлых аукционах участники столкнулись с техническими проблемами);
- все хотят от Минфина премии и более предсказуемого поведения, но этого нет, несмотря на то, что они стали давать ориентиры;
- негативный сентимент на внешних рынках в ожидании количественного смягчения от ФРС.

Москва занимает; ожидаем, что спрос будет выше, чем на аукционах ОФЗ

Как недавно стало известно, 28 октября правительство Москвы планирует разместить облигации 53-го выпуска с погашением 1 сентября 2013г. на RUB15 млрд. Глава Москомзайма Сергей Пахомов заявил, что ориентир доходности по новому выпуску составляет 6.55-6.65%. Мы считаем, что справедливая доходность нового выпуска составляет 6.50% и думаем, что 5-15 бп премии привлекут инвесторов, несмотря на смену столичного руководства.

ФСК назначила первые купоны по новым выпускам

Ставка купона по 5-летним облигациям была установлена на уровне 7.50%, по 7-летним - на уровне 7.99%, что транслируется в доходность 7.64% и 8.15% соответственно. Оба выпуска были размещены по нижней границе первоначально указанных диапазонов.

Объем обращающихся на рынке облигаций ФСК теперь составляет RUB56 млрд., а учитывая обширную инвестиционную программу и планы по дальнейшим заимствованиям на публичном рынке, на рублевом рынке облигаций скоро появится новая полноценная бенчмарк-кривая.

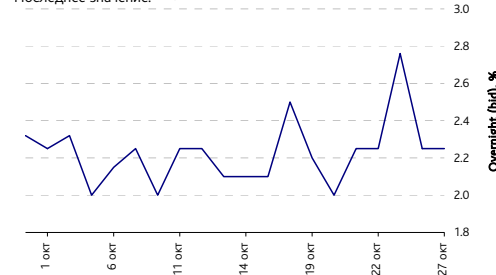
На наш взгляд, новые бонды ФСК оценены рынком справедливо, поэтому мы не ожидаем от них опережающей динамики.

На первичный рынок планируют выйти МТС и Дикси

Вчера вице-президент МТС по финансам и инвестициям сообщил журналистам, что МТС планирует разместить один или несколько выпусков из уже

Ставка overnight (максимум, bid)

Последнее значение: 2.





зарегистрированного пула. Сегодня компания уже открыла книгу заявок на рублевые облигации 7 и 8 серии общим объемом RUB25 млрд. Ориентиры по ставке купона установлены на уровне 8.80-9.15% для 7-летней бумаги и 8.30-8.60% - по 10-летней бумаге с 5-летней офертой.

После недавнего успешного размещения ВымпелКома, который сумел привлечь RUB20 млрд. на 5 лет, интерес к рублевым инструментам МТС должен быть не меньшим даже при минимальной премии к уже обращающимся инструментам. На наш взгляд, 5-летняя бумага МТС должна предложить инвесторам доходность около 8.00-8.10%, поэтому мы расцениваем предложенные ориентиры МТС как привлекательные и ожидаем их снижения как минимум на 30 бп.

Группа «Дикси» также планирует воспользоваться двумя зарегистрированными выпусками рублевых облигаций общим объемом RUB6 млрд. На наш взгляд, новые облигации Дикси на сроке 3 года могли бы быть интересны инвесторам, если бы предложили доходность на 20-30 бп выше недавно размещенных рублевых облигаций «Копейки», т.е. 9.70-9.90% годовых.

Сейчас на рынке обращается один короткий выпуск Дикси с погашением в марте 2011 г. Он предлагает доходность более 7.00% на таком коротком сроке, поэтому он нам кажется привлекательной buy-and-hold инвестицией.

Леонид Игнатъев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

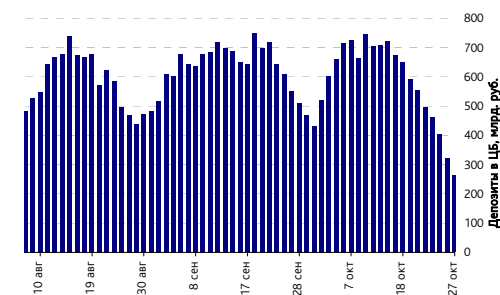
Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Депозиты в ЦБ РФ





МАКРОЭКОНОМИКА

Недельная инфляция вновь составила 0.1%, в октябре ожидается на уровне 0.7%

Согласно опубликованным вчера данным ФСГС о динамике потребительских цен в РФ с 19 по 25 октября 2010 г., недельная инфляция уже третью неделю подряд держится на отметке 0.1%, а показатель прироста цен с начала месяца уже достиг 0.5%.

Курс рубль/доллар

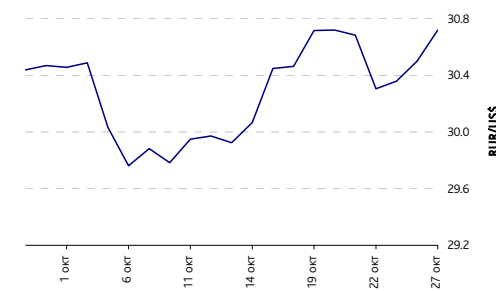
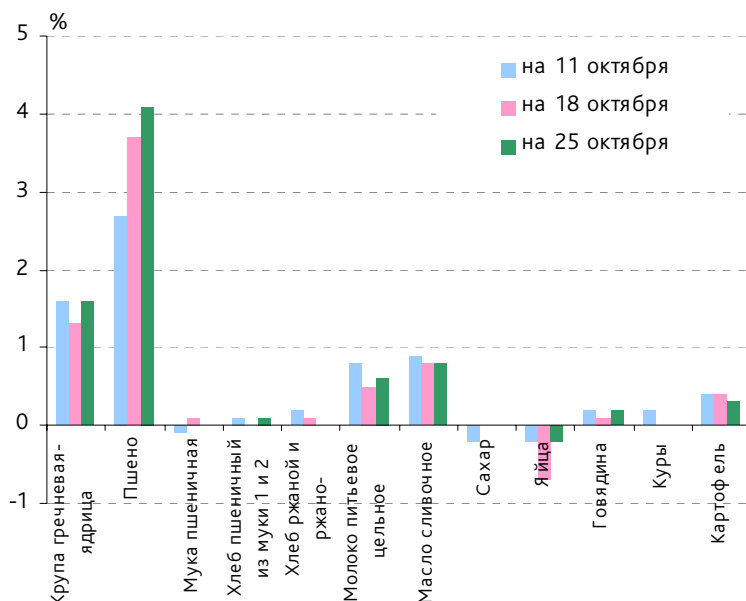


ДИАГРАММА. ПРИРОСТ ЦЕН ПО ОСНОВНЫМ ПРОДУКТАМ ПИТАНИЯ В ОКТЯБРЕ 2010 Г.



Источник: ФСГС, расчеты НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Исходя из новой информации, можно отметить, что большинство категорий продуктовых товаров растет в цене прежними или более высокими темпами, возобновилось удорожание плодоовощной продукции. Из непродовольственных товаров, приводимых Росстатом в недельном отчете, быстрее дорожал бензин – на 0.2% (против 0.1% ранее), цены на услуги ЖКХ остались неизменными.

С учетом возможного ускорения инфляции в непродовольственном сегменте (динамика цен на которые, в силу особенностей методологии, не отражается Росстатом в недельных отчетах, но попадает в расчет показателя за месяц), мы ожидаем, что в октябре она превысит официальный прогноз 0.6% и составит 0.7%. В силу стабилизации продовольственной инфляции и увеличения рисков нарастания монетарного давления до конца года, мы не видим оснований для снижения нашего прогноза, полагаем, что в оставшиеся месяцы инфляция будет расти темпом 0.7-0.8% и выйдет по итогам года на уровень 8.4%. (подробнее см. [«Навигатор долгового рынка» за 26.10.10](#)).

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
789-35-94



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

Башнефть (NR) остается единственным претендентом на месторождения Требса и Титова; существенного роста долга не ожидается; бонды справедливо оценены на текущих уровнях

Вчера Интерфакс, со ссылкой на чиновников в Роснедрах, сообщил, что Сургутнефтегаз не оплатил задаток за участие в конкурсе на месторождения им. Требса и Титова. Таким образом, конкурс может быть объявлен несостоявшимся и обладателем лицензий на их разработку названа Башнефть.

Суммарные извлекаемые запасы и ресурсы нефти по категориям C1, C2, C3 месторождений им. Требса и Титова составляют около 200 млн. т. нефти, прогнозные (D1) – 70 млн. т. Ежегодная добыча оценивается в 5-10 млн. тонн нефти на пике. Стартовый платеж за месторождение составил RUB18.17 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что данная новость позитивна для Башнефти с операционной точки зрения. Во-первых, это позволит существенно повысить имеющиеся запасы компании (оценивались в 370 млн. тонн на начало 2008 года). Добыча компании также существенно вырастет (план на 2010 год – 13.4 млн. тонн, на 2013 – порядка 15 млн. тонн). Во-вторых, покупка позволит Башнефти сбалансировать свой бизнес между добычей и переработкой: в 2009 году компании пришлось закупать 8 млн. тонн нефти, согласно стратегическому плану на 2013 год – 7 млн. тонн.

С финансовой точки зрения данную покупку за USD600 млн. также можно назвать успехом для компании: в случае если бы конкурс состоялся, цена могла бы быть значительно выше. А при нынешнем уровне долга (USD2.2 млрд. на конец 1П 2010, «Долг/ЕБИТДА», по нашим оценкам, в районе 1.0х) не должен вырасти критично, притом что мощности активов вырастут существенно. Кроме того, в июне представители компании отмечали, что пока Башнефть не планирует на рынки заимствований.

Стоит отметить, что вполне вероятно сотрудничество по данным месторождениям с Роснефтью, что снизит выручку от проекта, получаемую Башнефтью, и объем инвестиций (которые оцениваются в миллиарды долларов представителем АФК «Система» – материнской компании Башнефти). В то же время мы считаем, что фактор загрузки собственных перерабатывающих мощностей все же Башнефти удержать удастся.

Премия рублевых выпусков **Башнефть-1, 2, 3 к Лукойл БО-6** имеет четкий понижательный тренд. В среднем спред снизился с начала года с 240 бп до 140 бп и, таким образом, достиг, на наш взгляд, справедливого значения.

*Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48*

ТОРГОВЛЯ

Рольф (Moody's: Caa1) публикует отчетность по МСФО за 1П 2010; евробонд Rolf 11 считаем хорошей инвестицией до погашения

Вчера Рольф опубликовал промежуточную отчетность за 1П 2010 г. по МСФО.

КОММЕНТАРИЙ

Результаты Рольфа за 1П 2010 г продемонстрировали постепенное улучшение операционных показателей.

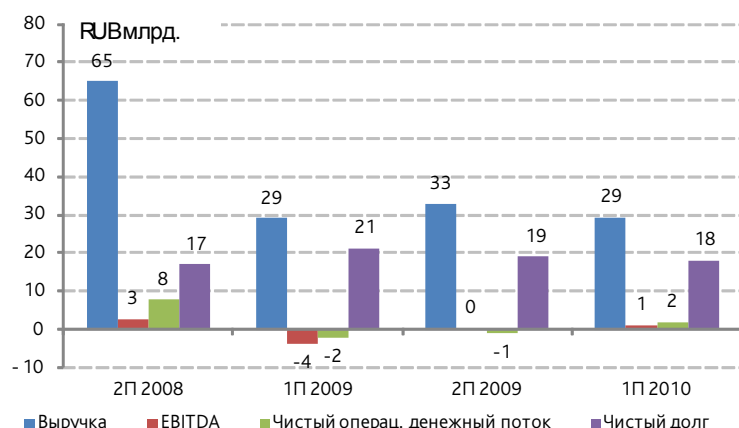
Выручка за 1 полугодие текущего года практически не изменилась по сравнению с 1П 2009 г. и чуть уменьшилась по сравнению со 2П 2009 г., однако мы связываем это с общим снижением автомобильного рынка России. При этом операционная прибыль в 1П 2010 г. впервые за последний год вышла в положительную зону, что помогло ЕБИТДА достигнуть значения в RUB1.1 млрд.

Наиболее примечательным моментом отчетности стала, на наш взгляд, динамика операционных денежных потоков, которые продемонстрировали существенный рост по итогам 1П 2010 года и составили RUB1.9 млрд. Если компания продолжит генерировать денежные потоки в таком же объеме, то текущих денежных средств на счетах и собственных денежных потоков будет достаточно для погашения краткосрочной части кредитного портфеля без привлечения



дополнительного долга.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ОПЕРАЦИОННЫХ И ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РОЛЬФА



Источник: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

Мы неоднократно отмечали высокие способности менеджмента в кризисной ситуации разрешать финансовые проблемы компании. В частности, в 1П 2010 г. ставки по нескольким кредитам были существенно снижены. В июле компания смогла привлечь 5-летний кредит в объеме RUB10.2 млрд. по рыночной ставке.

Говорить о восстановлении долговой нагрузки Рольфа до приемлемых значений пока слишком рано: показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 1П 2010 г. находится на уровне 13х, а ЕБИТДА пока покрывает объем процентных выплат только на 72%.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РОЛЬФА

МСФО, RUB млрд.	2008	1П 09	2009	1П 10
Выручка	112.98	29.16	62.11	29.35
ЕБИТДА	8.55	(3.78)	(3.46)	1.09
Чистая прибыль	0.93	(7.90)	(7.25)	(1.53)
Чистый операц. денежный поток	8.77	(2.28)	(3.38)	1.89
Капвложения и М&А	3.01	0.59	0.75	0.68
Свободный денежный поток	5.75	(2.88)	(4.13)	1.21
Совокупный долг	23.77	24.85	22.35	22.63
Краткосрочный долг	9.20	23.36	2.67	7.11
Денежные средства и эквиваленты	6.75	3.48	3.25	4.65
Активы	41.31	35.88	38.01	38.04
Показатели				
ЕБИТДА margin	7.6%	< 0	< 0	3.7%
ЕБИТДА/проценты	5.27	< 0	< 0	0.72
Долг/ЕБИТДА*	2.78	< 0	< 0	16.13
Чистый долг/ЕБИТДА*	1.99	< 0	< 0	12.82
Долг/Собственный капитал	2.05	5.13	2.75	3.43

* Значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

Единственный долговой инструмент Рольфа – реструктурированный евробонд с погашением в конце июня 2011 г предлагает доходность к погашению в размере 10.70% годовых. Сейчас на российском рынке евробондов не осталось столь доходных инструментов с такой короткой дюрацией. Кредитное качество Рольфа нам кажется прогнозируемым и, главное, постепенно улучшающимся. А низкие риски корпоративного управления практически обнадеживают нас в том, что Рольф расплатится с держателями евробонда. Постепенное восстановление автомобильного рынка в России и продолжение программы автоутилизации только поможет компании дальше улучшать свои операционные и финансовые показатели. Поэтому мы рассматриваем евробонд **Rolf 11** как интересную инвестицию до погашения.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru ☎ 647-25-89



ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Аэрофлот (Fitch: BB+) поссорился с ГСС (Fitch: BB); если к Аэрофлоту присоединятся иностранные перевозчики, то кредитные риски ГСС возрастут

В среду заместитель генерального директора по финансовым инвестициям «Аэрофлота» Шамиль Курмашов заявил журналистам Интерфакс, что авиаперевозчик до конца года не получит самолеты SSJ-100 и выставит штрафы производителю – Гражданским самолетам Сухого (ГСС). Порядок претензий – свыше USD100 млн.

КОММЕНТАРИЙ

Мы думаем, что новость для Аэрофлота более-менее нейтральна, а вот для ГСС может иметь далеко идущие последствия.

Сроки изготовления и конечных поставок самолетов SSJ-100 в рамках «твердых» и «мягких» контрактов сдвигаются уже не первый раз. Для ГСС, в портфеле заказов которого фигурирует, по нашим данным, уже под 200 единиц самолетов, такие временные нестыковки грозят либо штрафами, либо отказами от контрактов.

Вчерашний конфликт пытался погасить в зародыше вице-премьер Сергей Иванов, подтвердивший планы поставок первых самолетов SSJ-100 в конце декабря 2010 г., но добавивший при этом, что «если первые самолеты будут поставлены не в декабре, а в январе 2011 года, мир не рухнет и Аэрофлот тоже». Вполне вероятно, что Иванов сможет помирить Аэрофлот и ГСС, и производителю не придется платить штрафы. Но основной риск нам видится в том, что вслед за Аэрофлотом могут последовать зарубежные авиакомпании.

В данном случае одних слов российского вице-преьера может оказаться мало, а штрафные санкции на сотни миллионов долларов для ГСС будут очень болезненны. Напомним, что компания пока не генерирует никаких денежных потоков и по сути представляет собой производственные активы, профинансированные на заемные средства (в том числе бонд) и государственные инъекции в капитал.

Мы предлагаем инвесторам следить за сроками исполнения контрактов и в случае материализации описанного нами риска (претензии со стороны западных авиакомпаний) по возможности сокращать позицию в бумаге. Важно, что пока облигации ГСС годовые и торгуются под 7.25% годовых, однако после оферты в сентябре 2011 г. станут 6-летними. Доходность, предлагаемая ГСС сейчас, не кажется нам интересной в любом случае.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

Акрон (B1/NR/B+) и Дорогобуж публикуют отчетность по РСБУ за 9М 2010; публичный долг Акрона весьма дорог

Вчера две основные производственные площадки группы «Акрон» опубликовали отчетность по российским стандартам за 9М 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

Выручка Акрона выросла за 9 месяцев на 12%, прибыль от продаж – на 2%. Операционные показатели Дорогобужа выглядят менее впечатляющими: выручка выросла всего на 1%, тогда как прибыль от продаж уменьшилась на 28%. Стоит отметить, что обе компании группы увеличили свой совокупный долг: Акрон – на RUB1 млрд., Дорогобуж – на RUB750 млн. Пожалуй, самым положительным моментом отчетности стало улучшение у обеих компаний группы срочности кредитного портфеля.

Опубликованные ранее консолидированные операционные показатели всей группы «Акрон» продемонстрировали значительное улучшение за последние полгода, однако дальнейшее расширение инвестиционной программы потребует увеличения совокупного долга, что может неблагоприятно сказаться на котировках облигаций Акрона.

Облигации Акрона на рублевом рынке, на наш взгляд, очень дороги, мы не ожидаем от них опережающей рынок динамики.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89



ГАЗ (NR) находится на завершающей стадии переговоров с Volkswagen Group; приятная новость для облигационеров, которым, очевидно, не грозит новый дефолт

Концерн Volkswagen может собирать на мощностях группы «ГАЗ» в Нижнем Новгороде около 100 тыс. автомобилей в год, сообщил в интервью Bloomberg президент группы "ГАЗ" Бо Андерссон.

КОММЕНТАРИЙ

Насколько мы поняли из интервью главы группы «ГАЗ», российский автопроизводитель серьезно продвинулся в переговорах с немецким концерном. Соответственно, шансы загрузить свои высвобождающиеся мощности для производства легковых автомобилей у ГАЗа возрастают. Несмотря на то, что денежные потоки от нового производства, очевидно, не будут проходить в отчетности ГАЗа в полном объеме, положительные моменты от сотрудничества для российской компании и ее кредиторов есть:

- В связи с сотрудничеством с зарубежным автоконцерном – резкий рост нежелательности допущения репутационных рисков (например, дефолт).
- Дополнительные денежные потоки от сдачи конвейерной линии в аренду либо в иной другой форме.
- Возможность получения нового фондирования под проект на привилегированных условиях не без помощи переговорной силы Volkswagen Group.

Облигации **ГАЗ-Финанс** очень коротки и перед декабрьской офертой торгуются выше номинала. Насколько мы понимаем, основная часть держателей держит выпуск до погашения в феврале 2011 г., учитывая купон на весь срок в размере 18.00%. Мы уверены, что в этот раз эмитент не подведет своих бланковых кредиторов.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Fitch: восстановление банковского сектора России и повышение индивидуальных рейтингов 4 дочек иностранных банков; нейтрально для облигаций

Вчера рейтинговое агентство Fitch выпустило специальный отчет по российскому банковскому сектору относительно восстановления сегмента с ослаблением кризисных явлений в экономике. На фоне чего повысило индивидуальные рейтинги Ситибанка, ЮниКредит банка, Райффайзенбанка и Нордеа банка, отмечая позитивную динамику качества активов, комфортный уровень достаточности капитала и позицию ликвидности. Наиболее интересные моменты отчета, на которые мы бы хотели обратить внимание, приводим ниже:

- **Не ожидается значительного количества рейтинговых действий со стороны Fitch в 4К 2010-2011 гг.** Большинство рейтинговых действий агентства относительно конкретных банков уже имели место в связи с улучшением конъюнктуры. Предстоящие изменения будут касаться банков, ещё не продемонстрировавших решения/или последующего ухудшения имеющихся проблем.
- **Снизилась системные риски...**: банковская система неплохо проявила себя в кризис, улучшив доступ банков к ликвидности, а антикризисные меры государства оказались вполне эффективными.
- **...тем не менее структурные недостатки еще сохраняются:** цикличность качества активов, недостаток источников рублевого долгосрочного фондирования и сегментированность рынка.
- **Восстановление активов займет длительный период:** несмотря на стабилизацию качества активов (доля проблемных и реструктурированных активов составила 19% по итогам 1П 2010), реальный уровень обесценения активов, по оценкам Fitch, составляет 25%.
- **Стабилизация уровня достаточности капитала:** средний показатель по сектору составил 19% на начало июня, а покрытие кредитов резервами



выросло до 11.3%, что говорит о способности большинства банков абсорбировать убытки без негативных последствий для капитала.

- **Ожидания Fitch:** прогнозы Fitch относительно роста активов на 10-15% по итогам 2010 совпадают с ЦБ, также агентство ожидает меньших доходов от операционной деятельности относительно 2009 года, активизации слияний и поглощений на фоне роста конкуренции и возможное сохранение тенденции снижения рыночной доли негосударственных банков.

КОММЕНТАРИЙ

В целом мы согласны с высказываниями Fitch относительно стабилизации ситуации в банковском секторе и находим повышение индивидуальных рейтингов Ситибанка, ЮниКредит банка, Райффайзенбанка и Нордеа банка вполне закономерными, учитывая позитивную динамику их финансовых показателей в 2010 и рост самостоятельной кредитоспособности.

Что касается основных тенденций в банковском секторе по итогам 9М 2010 по РСБУ, то наиболее позитивным факторами, на наш взгляд, стало оживление кредитования в последние месяцы на фоне стабилизации уровня проблемной задолженности (по данным РСБУ за 9М 2010) преимущественно за счет активного привлечения средств клиентов. И мы считаем, что банкам по силам нарастить активы по итогам 2010 года на 10-15%, учитывая фактический прирост в 9.8% за 9М 2010 по РСБУ. Более подробно с итогами деятельности вы можете ознакомиться в Навигаторе Банковского сектора за сентябрь.

Отметим также, что, несмотря на продолжение накапливания совокупных резервов на обесценение, существенная часть банков в сентябре уже начала процесс по роспуску фондов. В том числе в сентябре Ситибанк уменьшил объем резервов на 6%, а ЮниКредит последовательно сокращает резервы с июля месяца (-12% за 3К 2010), что свидетельствует об улучшении качества кредитного портфеля. Напомним, что в начале сентября агентство уже повышало прогнозы рейтингов дочерних иностранных банков с негативного до позитивного уровня.

Мы бы хотели отметить, что в 3 квартале банкам удалось поддержать прирост процентных доходов за счет оптимизации стоимости фондирования, управления ликвидностью и роста кредитного портфеля. Однако впредь, по мере исчерпания потенциала замещения средств в фондировании на более дешевые, банкам будет тяжелее поддерживать динамику.

Мы считаем, что рейтинговые действия Fitch не окажут существенного влияния на котировки облигаций упомянутых выше банков. Напомним, что выпуск **ЮниКредит-5** (УТР 7.47% @ 06.09.13) и так торгуется на одном уровне с бумагами ВТБ. Облигации **Райффайзенбанк-4** (УТР 6.69% @ 08.12.11) являются более привлекательными, торгуясь на одном уровне с банками меньших рейтингов – МДМ, Зенит и Ак Барс. Напомним, что у Райффайзенбанка зарегистрированы бумаги на общую сумму RUB22 млрд.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 786-23-48



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
ВБД-86о	5000	7.35	3 / 2	NA / 7.49
Вымпелком-6	10000	8.3	5	8.47
Вымпелком-7	10000	8.3	5	8.47
Коми Респ-9	2100	7.75	4	7.59
ВостЭкспресс-56о	2000	9	3 / 2	NA / 9.20
КИТ Финанс-1	300	11	4	11.3
РФА-Инвест-2	1000	8.4	3	8.49
ТМК-16о	5000	8.85	3	9.05
ВЭБ-8	15000	6.9	10 / 3	NA / 7.02
ВЭБ-6	10000	7.9	10 / 7	NA / 8.06

Налоговые выплаты

Дата	Налог
28 октября	Уплата налога на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
28 окт 10	ЕБРР-8	TBD	TBD	8
29 окт 10	ФСК ЕЭС-7	5000	TBD	10
29 окт 10	ФСК ЕЭС-9	5000	TBD	10
29 окт 10	ФСК ЕЭС-11	10000	TBD	10
01 ноя 10	ЕвразХолдинг-2	10000	TBD	10
01 ноя 10	ЕвразХолдинг-4	5000	TBD	10

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
29 окт 10	Каспийская энергия	1 000	15.8	15.8	26 апр 11
29 окт 10	Разгуляй Фин.-5	2 000	12.5		
29 окт 10	Разгуляй-156о	500	0	0	4 апр 11
29 окт 10	УралХимПласт	500	8	1	21 янв 11
1 ноя 10	Технологии лизинга	1 750	15		
2 ноя 10	Ханты-МансийскийБанк-1	3 000	13		
3 ноя 10	Трансаэро	3 000	16.95		
5 ноя 10	А-Инжиниринг	1 750	15		
11 ноя 10	ЮФК	900	15.75		
15 ноя 10	ВТБ Лизинг-1	5 539	9.8		
19 ноя 10	Объед. Кондитеры-1	3 000	3		
19 ноя 10	РЖД-09	15 000	0.1		
22 ноя 10	ВнешПромБанк	1 500	14		
22 ноя 10	Газпромбанк-4	20 000	8.75		
22 ноя 10	ММК-16о	5 000	9.45		
25 ноя 10	САХО	2 000	15		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-28-89

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-28-89

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Кирилл Коваленко

Клиентские продажи

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1	ОФЗ
TRUSTBND/RUR2	Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3	Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1	Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2	Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3	Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30	Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11.	Рублевые корпоративные облигации
TIBM12.	Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13.	Корпоративный внешний долг
TIBM4.	Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2.	Навигатор долгового рынка
TIBM3.	Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.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. Представленные 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» (САО) («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 намереваются 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. Иностранцы 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 Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутого 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 Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.