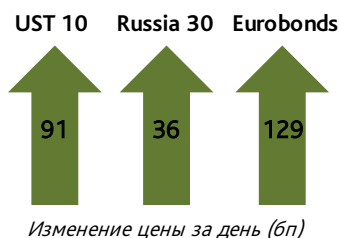


## Навигатор долгового рынка

12 октября началось голосование Cbonds Awards 2011. Если Вы являетесь нашим читателем и находите аналитику «Траст» полезной, мы будем благодарны за Ваш голос в номинациях «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и «Лучшая макроаналитика». Голосование доступно по ссылке <http://www.cbonds.info/rus/vote/votes.php/params/id/85>

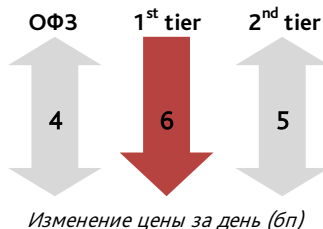
### Глобальные рынки и еврооблигации

- Министры финансов **Германии** советует не ждать «чуда» от **саммита ЕС**; подготавливаемый антикризисный план в пятницу обсудят министры финансов ЕС; рынки отреагировали на заявления из Берлина спадом
- Moody's** может присвоить рейтингу **Франции** «негативный» прогноз в случае избыточной нагрузки на бюджет в связи с планируемой докапитализацией банков
- Турция** разместила евробонд на USD1.0млрд с минимальной премией к рынку; неплохое свидетельство потепления на рынках и правильного выбора «окна»; о полноценном открытии первичного рынка на **EM** до 23 октября говорить рано
- Итоги торгов по еврооблигациям:** рост котировок продолжился, несмотря на ухудшение внешнего фона
- Восстановительный рост в российских евробондах проходит на фоне все еще высокой волатильности и основан по большей части на ожиданиях; сохраняем наши рекомендации по защитным активам, по крайней мере, до саммита ЕС 23 октября
- Открытие торгов по еврооблигациям:** новости из **Европы** и слабые данные по ВВП Китая окажут давление на рынки; дешевеющая нефть обусловит негативное открытие торгов
- Алроса** (Ba3/BB-/BB-) в 4К разместит еврокоммерческие бумаги на USD400 млн. для расчетов с **ВТБ Капиталом**; встречи с инвесторами начнутся 20 октября



### Рублевые облигации и денежный рынок

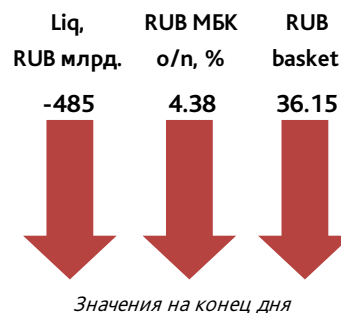
- Рыночная активность «сдулась» со стартом октябрьских расчетов по налогам; покупки в длинных **ОФЗ**
- Завершение расчетов по страховым взносам не привело к напряженности на **money market** – основная часть расчетов, видимо, прошла на прошлой неделе
- Номос Банк** проведет сегодня аукцион по размещению RUB5 млрд. бондов серии БО-2; ранее ориентир по доходности озвучивался YTP 8.16-8.94% к ofercie через 1.5 года; на наш взгляд, неинтересно в текущих условиях, несмотря на возможность вхождения бумаг в ломбардный список ЦБ
- По данным **Cbonds**, **ФК Открытие** планирует сегодня разместить дебютный выпуск 3-летних облигаций объемом RUB5 млрд.; детали параметры бондов озвучены не были; сделка, по всей видимости, носит нерыночный характер



### Кредитные комментарии

- Алроса** опубликовала хорошую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка продолжает снижаться; нейтрально относимся к бондам компании
- Новатэк** выплатит дивиденды за 1П 2011 в размере RUB7.6 млрд.; нейтрально, так как свободный денежный поток покрывает выплаты в 3 раза; из рублевых бондов «ушла» ликвидность и они дороги; евробонды покупать не стоит из-за длинной дюрации
- VimpelCom Ltd.** договорился со структурами Н. Савириса о продлении договора о разделении рисков алжирского актива до 15 ноября; нейтрально для кредитного качества VimpelCom Ltd.

### Индикаторы FX/MM



### Последние обзоры

- 12 октября ЕЦБ: денежно-кредитная политика в стиле post-Lehman
- 12 октября Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию
- 6 октября Стратегия долговых рынков: октябрь 2011 г.
- 27 сентября Банковская система в августе: кредитный бум
- 8 сентября VimpelCom Ltd. и МТС: результаты 1П 2011 г. говорят в пользу МТС

### Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

**Глобальные рынки и еврооблигации**

**Статистика и события**

12:30	Итоги аукционов по 12- и 18-мес. госбумагам Испании
13:00	Итоги аукциона по 3-мес. госбумагам Греции на сумму EUR1.25 млрд.
13:00	Индекс экономических ожиданий ZEW в Германии за октябрь
16:30	Индекс цен производителей в США за сентябрь
17:00	Чистые покупки американских ценных бумаг нерезидентами за август
20:30	Выступление главы ФРС Б. Бернанке

**Ключевые индикаторы**

EMBI+ spread	▼	295	-2
UST10	▼	2.17	-0.1
Russia 30-UST 10	▲	240	+5
EUR/USD	▼	1.374	-1%
Oil (Brent)	▼	110.2	-2.2%
VIX	▲	33.39	+5.15

**Министры финансов Германии советует не ждать «чуда» от саммита ЕС; подготавливаемый антикризисный план в пятницу обсудят министры финансов ЕС; рынки отреагировали на заявления из Берлина спадом**

После продолжающейся около двух недель эйфории в отношении способности европейских лидеров наконец урегулировать долговой кризис из Берлина последовало заявление: на саммит ЕС возлагаются слишком большие надежды, которые он очевидно не сможет оправдать. «Холодный душ» от министра финансов Германии рынки транслировали в значительное падение. Европейские индексы завершили торги в минусе на 1.5-2%, а американский **S&P 500** потерял 1.9%. Баррель Brent при этом подешевел примерно на USD3. Примечательно также, что позицию своего министра финансов незамедлительно поддержала федеральный канцлер.

Собственно для нас высказывания представителей Германии не являются неожиданностью. После предпринятых в текущем году пяти (!) попыток переломить ситуацию в долговом кризисе, рассчитывать на одномоментное разрешение всех проблем в Европе после саммита ЕС было бы неосмотрительно. Кроме того, как показала практика, в быстро меняющихся условиях европейским лидерам нередко приходится пересматривать решения спустя всего несколько месяцев после их согласования.

Между тем в понедельник появились некоторые подробности разрабатываемого в ЕС антикризисного плана. По словам министра финансов Германии, план будет содержать пять пунктов, среди которых, как ожидается, центральное место займут вопросы устойчивости греческого госдолга и докапитализации банков. По информации Reuters, в ходе намеченной на пятницу встречи министров финансов ЕС, предваряющей саммит, планируется обсудить план по докапитализации, содержащий три пункта. Политики намерены повысить капитал банков, создать дополнительные «подушки безопасности» в банках, подверженных риску со стороны «периферийных» долгов и потребовать обеспечения адекватной срочности фондирования, даже если это будет подразумевать предоставление госгарантий.

**Moody's может присвоить рейтингу Франции «негативный» прогноз в случае избыточной нагрузки на бюджет в связи с планируемой докапитализацией банков**

Агентство Moody's в понедельник предупредило Францию о возможности присвоения суверенному рейтингу страны «негативного» прогноза в течение трех месяцев в случае, если стоимость докапитализации банков и спасения партнеров по еврозоне окажет серьезное влияние на бюджет. Напомним, Франция является одной из шести стран еврозоны, имеющих наивысший суверенный рейтинг от всех трех агентств. И именно опасения за рейтинг ранее побудили Париж выступить за докапитализацию банков за счет средств EFSF, а не национальных бюджетов. В случае получения «негативного» прогноза, рейтинг страны может быть понижен в течение нескольких лет.

Банковский сектор Франции является одним из наиболее уязвимых к рискам «периферийных» долгов. В сентябре опасения рынков нашли подтверждение в виде снижения рейтингов нескольких крупнейших французских банков, за которыми последовал ускоренный рост суверенного 5-летнего CDS. Отметим, что соотношение банковских активов к ВВП во Франции составляет более 300%, причем на тройку лидеров (BNP Paribas, Credit Agricole и Societe Generale) приходится чуть более 200%. Для сравнения, в США этот показатель составляет менее 100%.

По мнению Moody's, для сохранения «стабильного» прогноза Франция должна доказать свою приверженность проведению фискальных и экономических реформ. Однако, с нашей точки зрения, данное условие является трудно выполнимым, учитывая намеченные на апрель 2012 г. президентские выборы. По версии Moody's, долговые метрики Франции одни их самых слабых среди «коллег» по группе «AAA», однако пока еще поддерживаются комфортными ставками по госдолгу.

**Турция разместила евробонд на USD1.0млрд с минимальной премией к рынку; неплохое свидетельство потепления на рынках и правильного выбора «окна»; о полноценном открытии первичного рынка на EM до 23 октября говорить рано**

Вчера Турция весьма оперативно и успешно разместила 11-летние суверенные еврооблигации на сумму USD1.0 млрд с доходностью 5.39%. Маркетинг в первой половине дня начался с ориентиров **UST10+310** бп. Итоговый спред получился чуть выше 320 бп, однако мы все равно считаем сделку успешной, учитывая, что премия к ближайшему **Turkey 21** не превышает 35 бп, а к суверенной кривой – и вовсе не более 15-20 бп. По нашему мнению, Турция (а несколькими днями ранее и мексиканская нефтяная компания Pemex) очень удачно воспользовалась увеличением спроса на риск на протяжении последней недели и успела «проскочить в окно», которое, по всей видимости, закроется уже сегодня после заявлений немецкого министра-финансов (см. первый раздел). Мы считаем, что вчерашняя сделка не означает возврат инвесторов на рынок EM.

**Итоги торгов по еврооблигациям: рост котировок продолжился, несмотря на ухудшение внешнего фона**

Торги на российском рынке еврооблигаций в понедельник проходили на положительной территории, несмотря на ухудшение внешнего фона. Активность инвесторов немного подросла с пятницы: обороты по рынку составили около USD75 млн., что в целом соответствует среднегодовому уровню. Тем не менее основное внимание вновь получили суверенные выпуски, в то время как в корпоративных и банковских евробондах обороты были существенно ниже средних за год значений и составили USD11 млн. и USD5 млн. соответственно.

В нефтегазовом секторе лидером роста стали длинные евробонды Газпрома, котировки которых поднялись почти на две «фигуры». Во втором эшелоне на 0.8-1.2 п.п подорожали евробонды Вымпелкома. Кроме того, ярко выраженная положительная динамика была отмечена в долгосрочных евробондах Северстали, поднявшихся на 1.2 п.п. В банковском секторе подорожали евробонды Сбербанка – на 30-70 бп, а также выпуски Банка Москвы (+1.1-1.6 п.п.).

В суверенном сегменте котировки индикативного выпуска **Russia 30** поднялись по итогам дня на 36 бп до 116.81% от номинала. Тем не менее спред **Russia 30–UST10** немного расширился – на 4 бп до 240 бп.

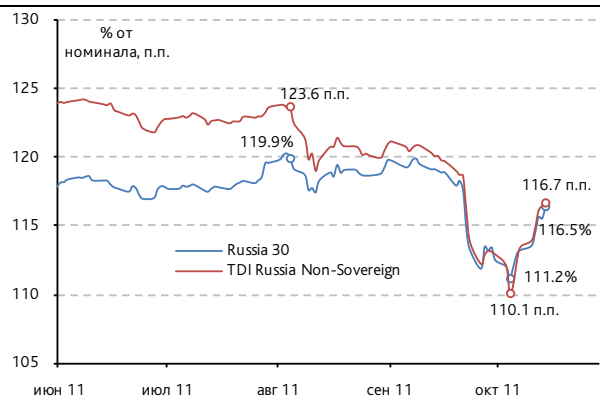
**Восстановительный рост в российских евробондах проходит на фоне все еще высокой волатильности и основан по большей части на ожиданиях; сохраняем наши рекомендации по защитным активам, по крайней мере, до саммита ЕС 23 октября**

С 6 октября в течение 1-1.5 недель на рынках капитала наблюдается заметное повышение спроса на риск, транслировавшееся в восстановительный рост на рынке российских еврооблигаций. Цены по отдельным выпускам Газпрома, Лукойла и Вымпелкома поднялись с начала октября на 5-8 п.п., а исходя из рассчитываемого банком «Траст» ценового индекса TDI Russia Non-Sovereign (отражает динамику цен по российским корпоративным и банковским евробондам) рост котировок в негосударственном секторе в среднем составил 3.7 п.п.

По нашему мнению, повышательная динамика не имеет под собой крепкого фундамента и пока не может рассматриваться нами как разворот тренда. Мы считаем, что рост в основном вызван не какими-либо масштабными позитивными событиями, а лишь их ожиданиями. Безусловно, поддержку рынку оказало решение ЕС о проведении докапитализации банков, однако способы не только не одобрены, но и пока не ясны. В нашем понимании, участники рынка спекулировали по большей части на позитивных итогах предстоящего саммита Евросоюза, где лидеры, как ожидается, представят новую полномасштабную антикризисную стратегию.

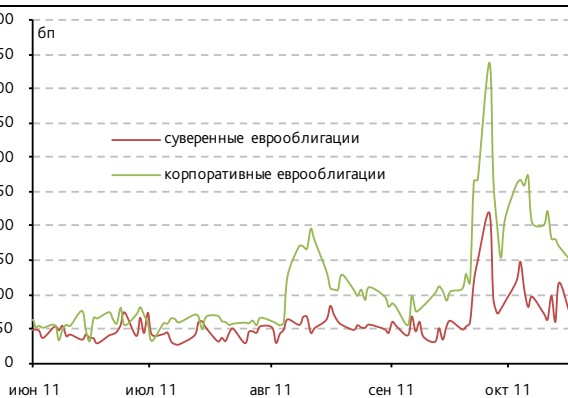
Как видно из диаграммы 1, рост стоимости **Russia 30** пока компенсировал лишь около половины потерь, понесенных с момента образования нисходящего тренда на рынках в начале августа. Аналогичная ситуация сложилась и в секторе российских негосударственных еврооблигаций. Кроме того, немаловажным является также тот факт, что рост на рынке проходит в условиях по-прежнему высокой волатильности. Так, bid/ask спреда как по суверенным, так и по корпоративным еврооблигациям продолжают находиться на повышенных уровнях (см. диаграмму 2). Причем наиболее отчетливо это видно именно в сегменте корпоративных евробондов, где bid/ask спреда находятся сейчас на уровне, почти в 3 раза превышающем значения до августовской волатильности. Все это говорит о том, что в случае резкой смены настроения инвесторов (как, например, после вчерашних отрезвляющих заявлений министра финансов Германии) на достаточно слаболиквидном рынке российских евробондов выйти из бумаг без потерь вряд ли удастся.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА СТОИМОСТИ RUSSIA 30 И ЦЕНОвого ИНДЕКСА TDI RUSSIA NON-SOVEREIGN



Источники: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. BID/ASK СПРЕДЫ ПО СУВЕРЕННЫМ И КОРПОРАТИВНЫМ РОССИЙСКИМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ



Источники: НБ «Траст»

Несмотря на наблюдаемое улучшение конъюнктуры, мы склонны сохранить актуальность наших рекомендаций по привязке к коротким защитным активам, изложенные в «Стратегии долговых рынков: октябрь 2011». Повышенная волатильность по-прежнему остается отличительной чертой рынков, и, вероятно, такая ситуация сохранится, как минимум, до саммита ЕС, намеченного на ближайшее воскресенье, 23 октября. Мы также полагаем, что крупные игроки будут осторожны на рынке российских евробондов на текущей неделе, что вызовет дополнительное расширение bid/ask спредов и рост волатильности.

Рекомендованные нами в «Стратегии долговых рынков: октябрь 2011» отдельные краткосрочные выпуски еврооблигаций показали, что вполне отвечают своей цели – максимально уменьшить или избежать ценовых потерь от волатильности на рынках. Как видно из представленной ниже таблицы, цены на выбранные нами бумаги практически не претерпели изменений с начала октября. Видимое исключение составил лишь евробонд **RenCap CB 13**, имеющий одну из самых больших дюраций среди представленных в списке бумаг и, кроме того, рекомендованный нами для инвесторов с высоким аппетитом к риску.

ТАБЛИЦА. ДИНАМИКА ЦЕН ПО ОТДЕЛЬНЫМ ЕВРООБЛИГАЦИЯМ С НАЧАЛА ОКТЯБРЯ

Выпуск	Изменение цены с 1 октября, п.п.	Цена на 14.10, % от номинала	УТР/УТМ, %	Дур (лет)
<b>Корпоративные еврооблигации</b>				
VimpelCom 13	0.84	102.03	6.95	1.4
Raspadskaya Mine 12	0.51	100.01	7.49	0.6
EuroChem 12	0.50	101.69	3.80	0.4
SINEK 15	0.27	101.90	5.23	0.8
TNK 12	0.16	101.40	2.74	0.4
NKNH 12	-0.09	101.03	9.85	0.5
<b>Еврооблигации банков</b>				
VTB 12	1.46	103.17	3.45	1.0
AlfaBank 12	0.93	101.51	5.93	0.7
Promsvyazbank 12	0.75	101.07	7.76	0.6
TatFondBank 12	0.50	100.50	9.94	0.3
RenCap CB 13	-5.56	92.50	19.15	1.4

Источник: НБ «Траст»

Мы будем готовы пересмотреть наши рекомендации, если решения европейских лидеров по итогам саммита убедят рынки в снижении рисков суверенных долгов, что вызовет сопутствующее снижение волатильности. Однако на текущем этапе мы руководствуемся тем, что итоги саммита могут не оправдать ожидания инвесторов (о чем уже совсем не тонко намекают чиновники из Берлина), и тогда тема «защиты» в евробондах сохранит свою актуальность.

**Открытие торгов по еврооблигациям: новости из Европы и слабые данные по ВВП Китая окажут давление на рынки; дешевеющая нефть обусловит негативное открытие торгов**

Заявления министра финансов Германии по саммиту ЕС и вероятное присвоение «негативного» прогноза по рейтингу Франции окажут давление на глобальные рынки во вторник. Азиатские фондовые торги проходят в красной зоне – инвесторы отыгрывают слабые данные по ВВП Китая за 3К (годовой рост составил 9.1% – минимальный показатель с 2009 г.), а также вчерашнее падение американских бирж. Японский **Nikkei 225** завершил торги в минусе на 1.5%. Фьючерс на **S&P 500** торгуется в символическом плюсе, прибавляя менее 0.1%.

Для российского рынка дополнительным негативом станет снижение цен на нефть. Баррель Brent с утра во вторник стоит около USD110 против USD111 на закрытии основных торгов в России накануне. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся со снижения котировок.

Новостной фон дня определяют показатель экономических ожиданий в Германии и индекс цен производителей в США, а завершится день выступлением главы ФРС Б. Бернанке.

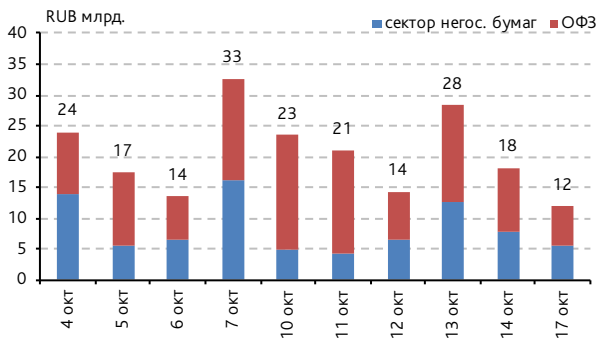
**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

**Леонид Игнатьев**  
+7 495 647-23-60  
[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)



**Внутренний рынок и рублевые облигации**

**Обороты торгов**



суммарно в основном режиме торгов и РПС

**Дюрация торгов**

от 0 до 1 года	9.7%
от 1 до 1.5 лет	11.5%
от 1.5 до 2 лет	2.5%
от 2 до 3 лет	13.7%
от 3 до 5 лет	53.9%
> 5 лет	8.7%

*распределение совокупного оборота торгов по дюрации*

**Доходности**

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.45% ▲	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	8.06% ◀▶	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.44% ▲	6.5
Банки	7.80% ▼	1.5
Корп 1 эшелон	7.81% ▲	2.5
Корп 2 эшелон	8.71% ▼	2.0

**Рыночная активность «сдулась» со стартом октябрьских расчетов по налогам; покупки в длинных ОФЗ**

Торговая активность в рублевом долге со стартом октябрьского налогового периода показала минимум за последние полмесяца: оборот торгов без учета РЕПО составил RUB12 млрд., которые поровну разделились между ОФЗ и негосударственными выпусками.

В ОФЗ шли покупки вдоль всей кривой за исключением, пожалуй, лишь наиболее коротких выпусков с дюрацией менее года. В итоге сдвиг кривой в дюрации свыше 3.5 лет составил 18-28 бп по доходности. Наиболее активный рынок присутствовал в длинных **ОФЗ 26203** (+1.0 п.п., YTM 8.54%) и **ОФЗ 26204** (+94 бп, YTM 8.71%). В корпоративных выпусках наиболее существенные обороты при малом объеме сделок наблюдались в **ФСК ЕЭС-19** (+4.8 п.п., YTM 8.24%) и **АФК Система-4** (+25 бп, YTM 8.67%).



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

**Денежный рынок**

**События денежного рынка**

18 окт	Аукцион Минфина по размещению средств ФБ (RUB55 млрд., 98 дн.)
19 окт	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB10 млрд.
19 окт	Возврат Минфину RUB20 млрд. бюджетных средств с депозитов
19 окт	Выплата купонов по ОФЗ (в совокупности RUB4.15 млрд.)
20 окт	Уплата 1/3 НДС за 3К 2011
25 окт	Уплата акцизов и НДС за сентябрь

**RUB МБК o/n intraday**

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.75/5.25	4.50	5.25	4.25/4.50
2-й круг	5.00/5.50	4.500	5.50	4.50/5.00

**Динамика внутри дня (1-й круг)**

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.75-5.25	5.00-5.15	4.50-5.00

**Завершение расчетов по страховым взносам не привело к оттокам ликвидности и напряженности на money market – основная часть расчетов, видимо, прошла на прошлой неделе**

Завершение расчетов по страховым взносам вчера (RUB190-210 млрд.) не привело к ярко выраженным оттокам ликвидности. Видимо, основная масса выплат прошла накануне – в предыдущие дни банковская ликвидность в терминах корсчетов и депозитов преимущественно демонстрировала снижение. По итогам понедельника суммарные остатки на корсчетах и депозитах выросли на RUB51.7 млрд. (до RUB995.7 млрд.). В существенной степени данный рост был обусловлен обильным привлечением ликвидности в ЦБ: на аукционах прямого РЕПО с регулятором банки привлекли RUB350.3 млрд. однодневных средств (при лимите ЦБ в RUB400 млрд.) против RUB274.4 млрд. в пятницу. На проходившем вчера аукционе 3-месячного РЕПО банки заняли у регулятора всего RUB0.37 млрд. по средневзвешенной ставке 6.79%.

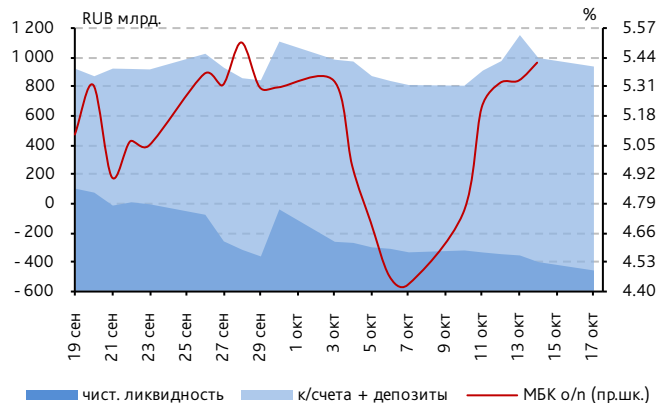
Напряженности в ставках money market завершение расчетов по страховым взносам не принесло. Однодневное привлечение на МБК для банков первого круга стоило на конец дня 4.25-4.5%, составляя в течение дня 4.75-5.0%. Ставки на рынке междилерского РЕПО существенно не менялись по сравнению с пятничными уровнями, прибавив в понедельник 3-5 бп, а средневзвешенная ставка по однодневным сделкам под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона по итогам вчерашних торгов составила 5.46-5.52%.

Сегодня Минфин предложит на аукционной основе RUB55 млрд. на срок 98 дней. С учетом того, что возврат относительно дешевых бюджетных денег придется на январь 2012 г., можно ожидать существенного спроса со стороны банков.

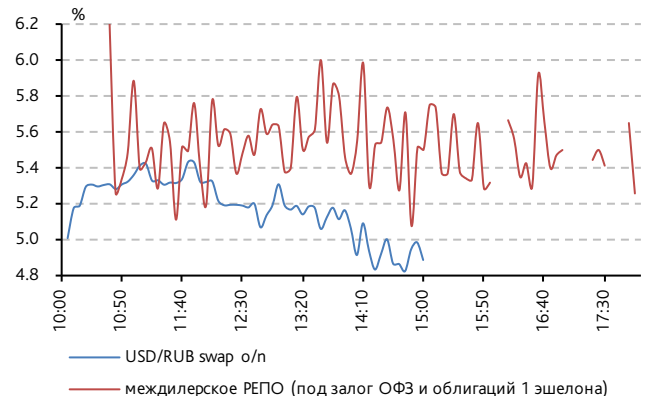


**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Ликвидность**



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



**Кредитные комментарии**

**Алроса опубликовала хорошую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка продолжает снижаться; нейтрально относимся к долговым инструментам компании**

Сегодня утром Алроса, один из лидеров производства алмазов в мире, опубликовала промежуточную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

На операционном уровне Алроса в 1П 2011 г. продемонстрировала хорошую динамику: хотя выручка за год увеличилась незначительно (всего на 3%), EBITDA продемонстрировала внушительный рост на 60%. Рост EBITDA был обеспечен несколькими факторами: во-первых, Алроса увеличила добычу алмазов на 10% относительно 1П 2010 г.; во-вторых, мировые цены на алмазы в этот период были приблизительно на 30% выше, чем в 2010 г.; в-третьих, Алроса стала продавать около 20% алмазов на аукционах, что позволяет ей получать более высокие цены за свою продукцию. Однако самая важная статья, обеспечившая столь внушительный рост EBITDA – это переоценка движения запасов алмазов. Алроса традиционно включает эту статью в расчет себестоимости, и в 1П 2010 г. она составила около RUB6.1 млрд. Таким образом, рентабельность по EBITDA компании достигла рекордных значений и составила более 54%.

Алроса продолжает генерировать стабильно высокий операционный денежный поток, который полностью покрывает ее потребности в финансировании инвестиционной программы.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЛРОСА

МСФО, RUB млрд.	1П 10	2010	1П 11	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	64.4	113.4	66.1	23%	3%
ЕВITDA	22.4	37.1	35.9	55%	60%
Чистая прибыль	5.0	11.8	26.3	18%	424%
Чистый операц. денежный поток	21.0	28.4	22.6	-14%	8%
Капвложения и М&А	4.9	12.1	8.7	-41%	78%
Свободный денежный поток	16.1	16.4	13.9	9%	-14%
Совокупный долг, в т.ч.	113	102	99	4%	-12%
краткосрочный долг	44	13	31	149%	-30%
Денежные средства и эквиваленты	13	4	14	55%	8%
Активы	232	222	242	4%	4%
<b>Показатели</b>					
EВITDA margin	35%	33%	54%		
EВITDA/проценты	3.8	3.8	9.9		
Долг/EВITDA*	2.6	2.7	2.0		
Чистый долг/EВITDA*	2.3	2.6	1.7		
Долг/Собственный капитал	1.3	1.1	0.9		

\* значение EBITDA за последние 12 месяцев  
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Ситуация с долгом благодаря росту операционных показателей продолжает улучшаться: при стабильном совокупном долге на уровне RUB100 млрд. долговая нагрузка снизилась до 1.7х по показателю «Чистый долг/EBITDA». Алроса накопила ощутимую подушку ликвидности, объем которой составляет чуть менее 50% от размера краткосрочного долга. На наш взгляд, компании все же придется прибегнуть к рефинансированию долга. В подтверждение этому служит и намерение компании досрочно исполнить пут-опцион и выкупить непрофильные газовые активы у ВТБ Капитала за USD1 млрд. (см. «Навигатор долгового рынка» от 5.10.2011). Размещение еврокоммерческих бумаг объемом USD400 млн., о котором компания объявила сегодня, частично решит проблему финансирования выкупа газовых активов у ВТБ, однако краткосрочный характер этих бумаг потребует привлечения нового долга уже в ближайшее время. С учетом высокой напряженности на рынках вполне вероятно, что это рефинансирование может создать определенные сложности для компании в 2012 г.

Кроме того, в нынешней ситуации поиск покупателя на газовые активы может существенно затянуться, а данный проект пока не генерирует значительных денежных потоков. Не до конца решенной остается и судьба железорудного актива «Тимир», намерения купить который высказывал Евраз. Однако дальнейших действий, как и объявления цены продажи, пока не последовало.

Алроса	Ва3/ВВ-/ВВ-
МСФО, 1П 2011	
Выручка, RUB млрд..	66.1
EВITDA margin	54%
Долг/EВITDA	2.0

Рублевые облигации Алросы торгуются с премией около 50 бп к бумагам НЛМК, бесспорного лидера металлургической отрасли. На наш взгляд, этот уровень выглядит несколько агрессивно даже с учетом потенциальной поддержки со стороны государства в стресс-сценарии. Еврооблигации имеют дисконт к кривой Северстали в размере чуть более 100 бп, и на данных уровнях доходности мы нейтрально относимся к этим бумагам.



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

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
7 окт	Платежные системы-1	0.35	8.25%	5	8.07%
4 окт	ВЭБ-10	15.0	8.50%	5*	8.68%
3 окт	АТЭК-2	0.3	11.00%	1	11.29%
29 сен	ВостЭкспресс-26о	2.0	10.50%	1*	10.77%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-Б	1.7	3.00%	32	3.03%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-А	3.3	9.00%	32	9.31%
14 сен	ЮниКредит Банк-ИИП	5.0	8.20%	5	8.37%
31 авг	ТрансФин-М-136о	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-126о	0.5	8.50%	3	8.68%
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	8.50%	5*	8.68%
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	12.50%	1*	13.08%
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-36о	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-16о	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-16о	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-66о	2.0	6.95%	1*	7.07%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
18 окт	ОТКРЫТИЕ ФК-1	5.0	н.д.	3
18 окт	Номос-Банк-26о	5.0	8-8.75%	2*
21 окт	СЗКК-3	5.0	н.д.	9*
21 окт	СЗКК-4	5.0	н.д.	9*
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	н.д.	5

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
18 окт	Кубанская Нива	0.6	15.50%	15.50%	3
18 окт	Тензор-16о	0.3	12.00%	12.00%	1*
19 окт	МКБ-8	3.0	9.70%	9.00%	1*
19 окт	РостТелеком-13	2.0	11.00%	6.50%	1
20 окт	КИТ Финанс Капитал	0.3	11.00%	11.00%	3
24 окт	Трансфин-М-04	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-05	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-06	0.5	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-07	0.5	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-08	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	ХКФ Банк-5	4.0	8.15%	8.50%	2
25 окт	МБРР-3	3.0	7.25%	8.25%	2
28 окт	БИИ Банк-2	1.0	8.85%	8.85%	1*
3 ноя	ЕАБР 3	5.0	10.50%	7.50%	2*
3 ноя	Югинвестрегион	0.9	13.75%	8.90%	2*
11 ноя	Мечел-016о	5.0	12.50%	н.д.	1
16 ноя	ВнешПромБанк	1.5	9.00%	н.д.	1
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
18 окт	МДМ Банк-05	3.0
18 окт	ПромТрактор-2	3.0
19 окт	Белгородская Обл-4	1.0
20 окт	Нижегородская Обл-3	0.8
20 окт	Группа Джей Эф Си	2.0
21 окт	ПАВА-2	1.0
25 окт	АК БАРС Банк-3	3.0
26 окт	Иркутская Обл-315	0.3
27 окт	Газпром-08	5.0
27 окт	РФЦ Лизинг	0.0
31 окт	Ханты-МансийскийБанк-1	3.0
2 ноя	Протек	5.0
4 ноя	Терна-2	1.5
4 ноя	РФА Инвест-1	0.6
9 ноя	Зенит Банк-3	3.0
17 ноя	ПарнасМ-2	1.0
17 ноя	РостТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7

\* срок до ближайшей оферты, лет

## Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetalloInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11
21 июн	VTB 13CN	CNY	1000	2.95%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175
16 ноя	MDM 11E	EUR	300
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

## 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 дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

[dmitry.igumnov@trust.ru](mailto:dmitry.igumnov@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)

## Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

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

## Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

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

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)

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 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 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 ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным 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.