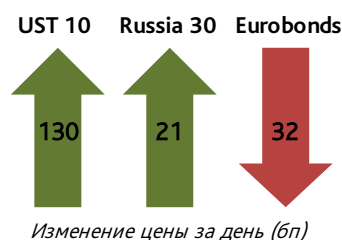


Навигатор долгового рынка

Агентство Cbonds проводит ежегодное голосование Cbonds Awards 2011. Вы можете поддержать «Траст» 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>

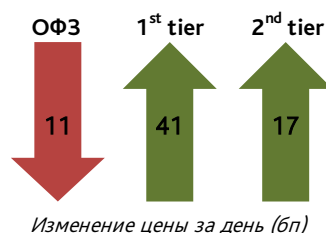
Глобальные рынки и еврооблигации

- Греция проведет референдум в отношении нового пакета помощи и списания долгов; неочевидный исход голосования вернет на рынки повышенную волатильность на фоне и без того «теряющих блеск» итогов **саммита ЕС**
- Итоги торгов по еврооблигациям:** невысокая активность и преимущественное снижение котировок; вечерние покупки помогли **Russia 30** подрасти на 20 бп
- Открытие торгов по еврооблигациям:** греческий референдум и статистика из Китая сбили спрос на риск; рынок откроется в минусе



Рублевые облигации и денежный рынок

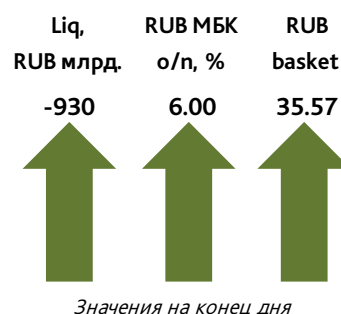
- Снижение цен на вторичном рынке под влиянием негативной внешней динамики; всплеска технических покупок на факторе окончания месяца не наблюдалось
- Газпром** выходит на первичный рынок с выпуском на RUB15 млрд.; премия к кривой ОФЗ от 80 бп представляет интерес; обращающиеся выпуски торгуются с очень узкими спредами
- НЛМК** открывает книгу заявок на выпуск рублевых облигаций; самый лучший кредитный риск в отечественной металлургии по цене 130-160 бп над ОФЗ; условия привлекательные
- Tele2 Russia** в очередной раз радует инвесторов щедрыми премиями: новый выпуск может ждать та же судьба, что и дебютный: эмитент дает от 10.50% на 3 года; рекомендуем к покупке
- Банк Русский Стандарт** размещает новый выпуск рублевых облигаций впервые с 2007; пока самая большая премия в сегменте розничных банков; позитивно смотрим на кредитный риск банка и его бонды
- Ликвидность** выросла; напряженность в ставках **money market** вышла за рамки рынка МБК; Минфин расширил предложение на сегодняшнем аукционе бюджетных средств с RUB10 млрд. до RUB55 млрд.



Кредитные комментарии

- РусГидро** опубликовала нейтральную отчетность по РСБУ за 9М 2011; рентабельность снизилась, но долговая нагрузка стабильна; облигации оценены справедливо
- ТНК-ВР** приобрела 45% долю в проекте в Бразилии; сделка не несет значительных финансовых рисков для компании; евробонды практически отыграли падение августа-сентября и оценены рынком справедливо
- Вливание средств в капитал **Транскредитбанка** со стороны **ВТБ** откладывается до декабря; на данном этапе новость нейтральна для кредитного качества обоих банков, но свидетельствует о давлении на позицию ликвидности и капитал группы ВТБ
- Ростелеком** утвердил программу buyback объемом USD500 млн.; с учетом амбициозных планов по инвестициям и M&A сделкам компании может потребоваться новый долг; облигации Ростелекома неликвидны и на текущих уровнях не предлагают интересных торговых идей

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 27 октября Банковская система в сентябре: прибыль под давлением
- 26 октября Металлургические компании «второй лиги»: в условиях рыночной волатильности
- 19 октября Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур
- 12 октября ЕЦБ: денежно-кредитная политика в стиле post-Lehman
- 12 октября Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию

Контакты и ссылки

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

1 ноя	М. Драги вступает в должность главы ЕЦБ
13:00	Индекс деловой активности PMI в промышленности в еврозоне за октябрь
18:00	Индекс деловой активности ISM Manufacturing в США за октябрь

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	270	+12
UST10	▼	2.15	-0.15
Russia 30-UST 10	▼	196	-3
EUR/USD	▼	1.3856	-2.1%
Oil (Brent)	▼	108.9	-0.9%
VIX	▲	29.96	+5.43

Греция проведет референдум в отношении нового пакета помощи и списания долгов; неочевидный исход голосования вернет на рынки повышенную волатильность на фоне и без того «теряющих блеск» итогов саммита ЕС

Спустя всего несколько дней после экстренного саммита ЕС и последовавшего за ним пусть и краткосрочного, но все же улучшения настроений на рынках, Греция вновь выходит на авансцену долгового кризиса в Европе. Накануне премьер-министр страны объявил о намерении в очередной раз поставить перед парламентом вопрос о доверии правительству. Ожидается, что голосование состоится уже в ближайшую пятницу, как раз в день открытия саммита G20 в Каннах.

Однако главной новостью, повергшей рынки в уныние, а лидеров еврозоны в замешательство, стало решение властей провести референдум в отношении принятых на саммите ЕС 26 октября мер. Напомним, они, в частности, предусматривали расширение программы помощи Греции до EUR130 млрд. и увеличение доли списаний со стороны частного сектора по греческим госбумагам до 50%, что должно сэкономить Афинам EUR100 млрд. Проведение нового референдума, по словам премьер-министра, должно состояться в ближайшие недели. Министр финансов страны указал на начало будущего года как наиболее вероятный срок. Примечательно, что последний раз страна проводила референдум в 1974 г.

Европейские рынки и без заявления премьер-министра Греции уже начали терять оптимизм в отношении итогов саммита ЕС. Так, 5-летние страновые CDS по Испании и Италии накануне выросли на 30-40 бп, а по Германии и Франции – на 10-20 бп. Особенно тревожным является рост доходностей 10-летних гособлигаций Италии, фактически не прекращавшийся даже во время однодневного ралли после саммита ЕС. Накануне этот показатель вырос почти на 10 бп и приблизился к отметке 6.1%. В подобных условиях решение Греции о проведении референдума рискует вновь погрузить рынки в фазу высокой волатильности.

Мы склонны полагать, что вотум доверия правительству завершится в пятницу без неприятных неожиданностей. Между тем в отношении референдума мы испытываем смешанные чувства. С одной стороны, положительный его итог поможет правительству при проведении крайне непопулярных реформ. Однако, учитывая недовольство политической властью со стороны 60% населения, заручиться поддержкой на референдуме будет крайне непросто. В случае же если итог референдума будет отрицательным, Греция фактически будет отрезана от внешнего финансирования и вынуждена объявить дефолт, на катастрофические последствия которого для всей еврозоны мы не раз указывали.

В заключении хотелось бы отметить, что сама по себе идея использовать процедуру референдума, чтобы обратиться к должникам с вопросом «согласны ли вы отказаться от иждивенчества и затянуть пояса, чтобы выплатить долги», кажется нам крайне неблагоприятной даже для страны-прародительницы демократии.

Итоги торгов по еврооблигациям: невысокая активность и преимущественное снижение котировок; вечерние покупки помогли Russia 30 подрасти на 20 бп

Российские евробонды завершили последние торги октября достаточно невысокой активностью и преимущественно отрицательной динамикой котировок, за исключением суверенного выпуска **Russia 30**.

Торговый оборот в целом по рынку составил USD65 млн. (меньше среднегодового уровня на USD15 млн.), причем практически вся активность была поделена между суверенным и корпоративным секторами, где объемы сделок составили соответственно USD53 млн. и USD11 млн.

В нефтегазовом секторе снижением на 50-60 бп завершили торги евробонды Лукойла. Бумаги Новатэка и долгосрочные выпуски ТНК-ВР потеряли 20-50 бп. Котировки на дальнем конце кривой Газпрома, напротив, повысились на 40-70 бп. Евробонды Транснефти показали разнонаправленное движение. Около трети оборота корпоративного сектора пришлось на выпуски Вымпелкома, которые в итоге подешевели на 1.1-2 п.п. Среди банков активность практически отсутствовала. Длинные евробонды Сбербанка снизились в цене на 0.6-1.2 п.п. Выпуски ВЭБа потеряли 40-60 бп, Альфа-Банка – 30-50 бп.

Суверенный сегмент, начавший торги понедельника на минорной ноте, к вечеру смог восстановить позиции. В итоге индикативный выпуск **Russia 30** прибавил 21 бп до 118.73% от номинала, а спред **Russia 30–UST10** сузился на 3 бп до 197 бп. Менее ликвидные суверенные выпуски потеряли по итогам дня 5-15 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: греческий референдум и статистика из Китая сбили спрос на риск; рынок откроется в минусе

Спрос на риск стремительно снижается с утра во вторник из-за негативной информации как из Европы, так и из Китая. Решение Греции провести референдум по новым договоренностям с ЕС вызывает вполне обоснованное беспокойство у инвесторов. Слабая статистика из КНР также не внушает участникам торгов оптимизма: индекс деловой активности в промышленности Китая упал до минимума за почти три года.

В итоге торги в Азии проходят в отрицательной зоне (**Nikkei 225** снижается на 1.5%), а фьючерс на **S&P 500** теряет почти 0.8%. Рынок нефти также находится под давлением: баррель Brent стоит USD108.7 против USD109.3 на закрытии основных торгов в России накануне. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с отрицательной динамики.

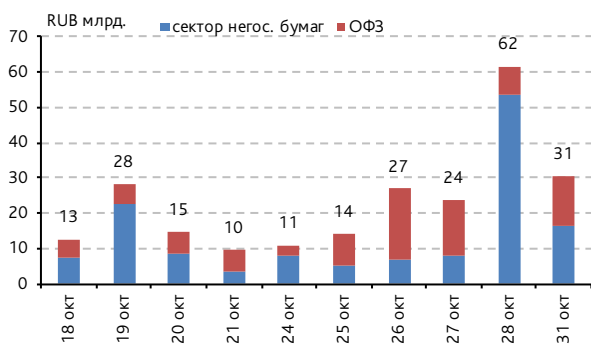
Из важной статистики сегодня можно выделить публикацию индексов деловой активности в промышленности еврозоны и США. Основные же события текущей недели начнут разворачиваться со среды, когда ФРС объявит итоги своего двухдневного заседания.



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	10.3%
от 1 до 1.5 лет	5.3%
от 1.5 до 2 лет	11.1%
от 2 до 3 лет	14.0%
от 3 до 5 лет	44.7%
> 5 лет	14.6%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 7.06%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▲ 7.72%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	▲ 8.04%	6.5
Банки	▲ 7.87%	1.5
Корп 1 эшелон	▼ 7.59%	2.5
Корп 2 эшелон	◄ 8.43%	2.0

Снижение цен на вторичном рынке под влиянием негативной внешней динамики; всплеска технических покупок на факторе окончания месяца не наблюдалось

На вторичном рынке завершение месяца не принесло обилия технических сделок, которые могли бы породить существенные ценовые движения. Отчасти данная ситуация была обусловлена ростом цен, имевшим место в предыдущие дни на фоне положительных событий из европейского региона.

В ликвидных выпусках ОФЗ на внешнем негативе прошли продажи, затронувшие средний и дальний сегменты рублевой кривой: доходности соответствующих выпусков прибавили 5-20 бп. Основной оборот пришелся на **ОФЗ 25075** (YTM 7.54%), потерявший 17 бп в цене. В негосударственных выпусках покупки вчера прошли в выпусках **Норникель БО-03** (+57 бп по цене, YTW 7.11%) и **РусГидро-1** (+96 бп по цене, YTW 8.59%).

Газпром выходит на первичный рынок с выпуском на RUB15 млрд.; премия к кривой ОФЗ от 80 бп представляет интерес; обращающиеся выпуски торгуются с очень узкими спредами

Вчера Газпром объявил о выпуске рублевых облигаций объемом RUB15 млрд. со сроком обращения 3 года и офертой через год. Выпуск соответствует критериям для включения в ломбардный список ЦБ. Ориентир по купону обозначен на уровне 7.25-7.75%, что соответствует доходности к оферте YTP 7.38%-7.90%. Формирование книги заявок инвесторов на покупку бумаг и их размещение назначено на ноябрь.

Мы считаем, что Газпрому по силам разместиться по нижней границе обозначенного диапазона, поскольку кредитное качество эмитента очень высокое. Премия к кривой ОФЗ при размещении по нижней границе составит 70-80 бп, что, на наш взгляд, выглядит интересно с учетом существенного объема предложения. Наиболее ликвидные выпуски торговались вчера с премией не выше 15-30 бп к кривой ОФЗ. Мы считаем новые рублевые облигации хорошим вложением средств и рекомендуем их инвесторам в качестве альтернативы суверенным бумагам.

НЛМК открывает книгу заявок на выпуск рублевых облигаций; самый лучший кредитный риск в отечественной металлургии по цене 130-160 бп над ОФЗ; условия привлекательные

В понедельник один из крупнейших игроков черной металлургии в России – НЛМК – открыл книгу заявок на новый выпуск биржевых облигаций объемом RUB10 млрд. Компания предлагает инвесторам два варианта размещения: с офертой через 1.5 года и без нее. НЛМК ориентирует на диапазон по купону – 8.00-8.50% (YTP 8.16-8.68%) для варианта с офертой, и 8.75-9.25% (YTM 8.94-9.46%) для варианта без нее.

Находящиеся в рынке облигации НЛМК не слишком ликвидны, даже несмотря на свой ломбардный статус и рейтинги эмитента инвестиционной категории. Предлагаемая в обоих вариантах премия к кривой ОФЗ составляет минимум 130 бп и 160 бп соответственно, что, на наш взгляд, очень привлекательный уровень для столь финансово крепкого эмитента. Для сравнения, бумаги Алросы сопоставимой дюрации имеют премию к кривой ОФЗ в размере 100-110 бп.

В нашем обзоре [«Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию»](#) мы отмечали, что кредитоспособность НЛМК не вызывает у нас никаких опасений. Эту компанию можно по праву считать эталоном кредитного качества среди других игроков металлургической отрасли. По всей видимости, привлекательная премия, предложенная НЛМК, найдет положительный отклик со стороны инвесторов: стоит вспомнить недавнее успешное размещение облигаций **ФСК-15** по нижней границе предложенного диапазона, которые сейчас на форвардном рынке торгуются по цене около 101% от номинала.

Tele2 Russia в очередной раз радует инвесторов щедрыми премиями: новый выпуск может ждать та же судьба, что и дебютный: эмитент дает от 10.50% на 3 года; рекомендуем к покупке

Сегодня четвертый по размерам абонентской базы в России оператор сотовой связи Tele2 начал маркетинг нового выпуска рублевых облигаций. Компания предлагает инвесторам классические облигации объемом RUB6 млрд. с офертой через 3 года, ориентируя на купон в диапазоне 10.25-10.75% (УТР 10.51-11.05% годовых). Книгу заявок на приобретение облигаций планируется закрыть до 10 ноября.

Предложение Tele2 Russia, как и дебютное, выглядит очень привлекательно: компания предлагает премию к локальной кривой рублевых облигаций Вымпелкома в размере более 80 бп, тогда как наиболее ликвидный выпуск из трех дебютных торгуется лишь с символической премией к ней. Мы уже отмечали, что кредитное качество Tele2 Russia остается крепким: долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 9М 2011 г. составила не более 1.3х. Инвестиционные аппетиты компании умерены, она стабильно генерирует положительный свободный денежный поток, что позволяет ей постепенно уменьшать размер совокупного долга. Новое размещение, как и предыдущие, направлено на замещение кредитов от головной компании Tele2 AB публичным долгом.

На наш взгляд, предложение Tele2 Russia привлекательно даже в нынешних турбулентных рыночных условиях: за последние 2 месяца доходность облигаций эмитентов второго эшелона выросла приблизительно на 160-170 бп, Tele2 Russia предлагает доходность нового выпуска почти на 250 бп большую, чем в июне, при размещении дебютных выпусков. Кроме того, на рублевом рынке сейчас сложно найти выпуски эмитентов категории double-B имеющих доходность выше 10.5% при дюрации менее трех лет.

Банк Русский Стандарт размещает новый выпуск рублевых облигаций впервые с 2007; пока самая большая премия в сегменте розничных банков; позитивно смотрим на кредитный риск банка и его бонды

Вчера Банк Русский Стандарт (БРС) открыл книгу заявок инвесторов на приобретение биржевых облигаций 1-й серии на сумму RUB5 млрд. По 3-летним бумагам предусмотрена оферта через год. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 10.5-11.0%, или УТР 10.78-11.30%. Книга будет открыта до 9 ноября 2011 г., техническое размещение состоится 11 ноября текущего года. Бумаги удовлетворяют требованиям для включения в ломбардный список ЦБ РФ.

Предложенные параметры нового выпуска выглядят, на наш взгляд, весьма привлекательно выше середины ориентировочного диапазона, учитывая текущую рыночную конъюнктуру и хорошую кредитную историю БРС. Ориентиры по доходности обеспечивают премию к кривой ОФЗ на уровне 440-490 бп, что также интересно относительно макетируемых на данный момент облигаций других розничных банков. Напомним, что сегодня закрываются книги заявок инвесторов на приобретение бондов с годовой офертой ОТП Банка (УТР 10.25-10.78%) и Кредит Европа Банка (УТР 11.04-11.30%).

На наш взгляд, Банк Русский Стандарт доказал жизнеспособность своей бизнес-модели, продемонстрировав способность осуществлять выплаты по долгу в кризис за счет внутренних источников. Обязательства ОТП Банка и Кредит Европа Банка существенно зависят от средств материнских структур (по итогам 2010 г. 35% и 23% в пассивах соответственно), но, с другой стороны, это обеспечивает более долгосрочную базу фондирования в отличие от БРС.

На данный момент у Банка Русский Стандарт в обращении остался один рублевый выпуск бондов, который сейчас торгуется с YTM 8.6-8.8% к погашению через полгода при премии к суверенной кривой в 290-310 бп. Также на диапазоне полугода банку предстоит погасить недавно размещенный ЕСР на сумму USD150 млн., что, по нашему мнению, осуществить банку будет вполне по силам за счет высокого уровня поступлений от кредитного портфеля. Заметим, что, по заявлениям представителей банка, привлечение заемных средств необходимо БРС для расширения бизнеса.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Петр Макаров

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

1 ноя	Аукцион Минфина по размещению средств ФБ (RUB55 млрд., 49 дней)
2 ноя	Возврат Минфину RUB97.2 млрд. бюджетных средств с депозитов
2 ноя	Аукцион ОФЗ 26205 на RUB10 млрд.
9 ноя	Возврат Минфину RUB201.1 млрд. бюджетных средств с депозитов
9 ноя	Погашение ОФЗ 25063 (RUB30 млрд.)
9 ноя	Выплата купонов ОФЗ совокупным объемом RUB3.5 млрд.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.25/5.75	5.25	6.25	5.75/6.25
2-й круг	5.50/6.00	5.50	6.50	6.00/6.50

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.25-5.75	5.75-6.00	5.75-6.25

Ликвидность выросла; напряженность в ставках money market вышла за рамки рынка МБК; Минфин расширил предложение на сегодняшнем аукционе бюджетных средств с RUB10 млрд. до RUB55 млрд.

После пятничной просадки, вызванной завершением расчетов по налогам, ликвидность банков по итогам понедельника несколько восстановилась: суммарные остатки на корсчетах и депозитах выросли до RUB803.3 млрд. (+RUB157.8 млрд. с пятницы). В целом уместно предположить приход бюджетных денег. Привлечение ликвидности со стороны банков через инструменты рефинансирования ЦБ выросло – на вчерашнем аукционе однодневного РЕПО банки заняли RUB373.5 млрд. (против RUB274.2 млрд. в пятницу).

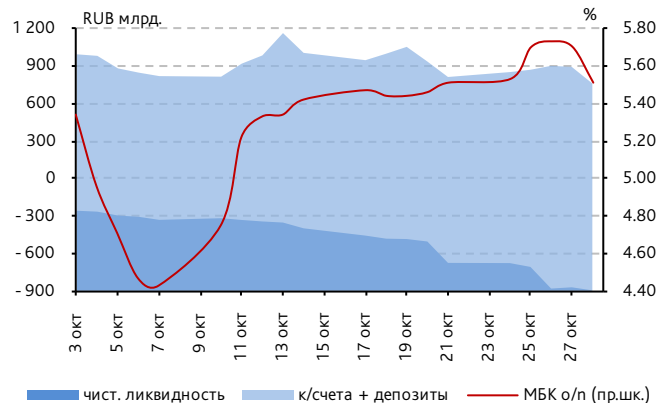
Отметим, что данный объем привлечения распределился примерно поровну между двумя сессиями аукциона, а неудовлетворенный, таким образом, спрос на деньги после утренней сессии отразился в ставках рынка МБК. Привлечение в овернайт для банков первого круга внутри дня стоило 5.75-6.0%, а на конец дня выросло до 5.75-6.25%. Рост спроса на ликвидность со стороны банковского сектора, а не отдельных категорий банков-заемщиков, отразился в повышении стоимости фондирования на рынке междилерского РЕПО: однодневные сделки под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона шли по 5.60-5.75% в терминах средневзвешенной ставки по сделкам за день, т.е. на 10-20 бп выше относительно пятницы.

Минфин увеличил объем размещения на сегодняшнем аукционе с RUB10 млрд. до RUB55 млрд. Предлагаемые сегодня средства будут возвращаться в 20-х числах декабря, что может несколько сдерживать интерес участников. В преддверии завтрашнего возврата бюджетных депозитов (RUB97.2 млрд.) следует ожидать как минимум сопоставимого спроса на сегодняшнем недельном аукционе РЕПО с регулятором.

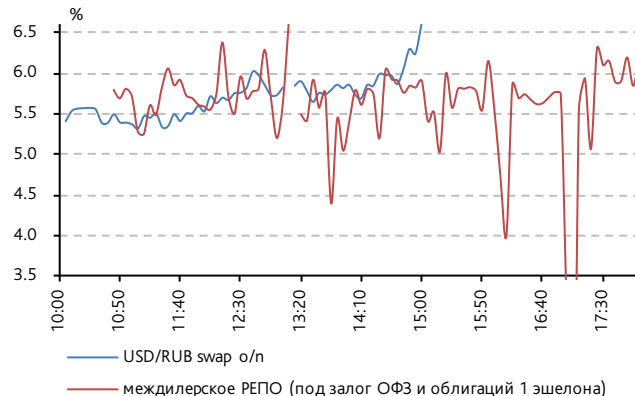


Роман Дзугаев
 +7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

РусГидро опубликовала нейтральную отчетность по РСБУ за 9М 2011; рентабельность снизилась, но долговая нагрузка стабильна; облигации оценены справедливо

Вчера один из крупнейших генераторов электроэнергии – РусГидро – опубликовал отчетность по РСБУ за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Опубликованная отчетность не включает результатов присоединенного в 3К 2011 г. ПАО ЭС Востока, однако дает возможность оперативно оценить финансовые результаты самой РусГидро.

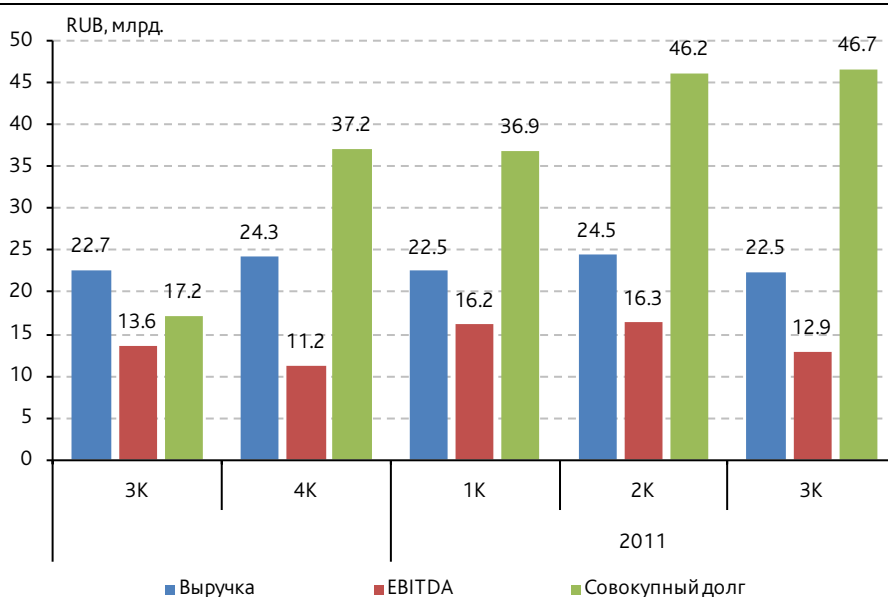
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РУСГИДРО

РСБУ, RUB млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	ЗК11/2К11	9М11/9М10
Выручка	64.7	89.0	69.5	-8%	7%
ЕБИТДА	40.6	51.8	45.4	-21%	12%
Чистая прибыль	30.1	38.0	25.0	-44%	-17%
Совокупный долг, в т.ч.	17.2	37.2	46.7	1%	171%
краткосрочный долг	7.0	7.4	3.1	28%	-56%
Денежные средства и эквиваленты	9.3	4.5	3.2	25%	-66%
Краткосрочные фин. вложения	19.1	25.0	27.5	-37%	44%
Активы	522	551	594	2%	14%
Показатели					
ЕБИТДА margin	63%	58%	65%		
ЕБИТДА/проценты	52.3	41.3	20.3		
Долг/ЕБИТДА*	0.3	0.7	0.8		
Чистый долг/ЕБИТДА*	< 0	0.1	0.3		
Долг/Собственный капитал	0.0	0.1	0.1		

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

Операционные показатели компании оказались не слишком впечатляющими: в квартальном выражении выручка и ЕБИТДА снизились на 8% и 21% соответственно. В годовом выражении, наоборот, компания продемонстрировала умеренный рост этих показателей операционной деятельности: выручка увеличилась на 7% до RUB70 млрд., ЕБИТДА – на 12% до RUB45 млрд. Главным драйвером роста выручки стали продажи электроэнергии, увеличившиеся почти на 40% благодаря росту цен на свободном рынке электроэнергии и планомерному увеличению доли продаж на этом рынке. В то же время выручка от продажи мощности продолжила свое снижение: по итогам 9М 2011 г. она составила около RUB28 млрд., что на 20% меньше, чем по итогам 9М 2010 г.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РУСГИДРО



Источник: данные компании, НБ «Траст»

РусГидро	Ва1/ВВ+/ВВ+
РСБУ, 9М 2011	
Выручка, RUB млрд.	69.5
ЕБИТДА margin	65%
Долг/ЕБИТДА	0.8

Ситуация с долгом у РусГидро не претерпела серьезных изменений за квартал: показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составил 0.3х, что лишний раз подтверждает исключительно крепкое собственное кредитное качество компании. Основное беспокойство для кредиторов РусГидро в ближайшее время будут представлять результаты консолидации РАО ЭС Востока и следующее за этим увеличение совокупного долга. Хотя РусГидро сократило планы по объему инвестиций на следующий год до RUB70 млрд. (см. «Навигатор долгового рынка» от 28.10.2011), по нашим оценкам, часть капитальных затрат (около RUB20-25 млрд.) потребует долгового финансирования.

Локальные рублевые облигации РусГидро при невысокой ликвидности предлагают премию к рублевой кривой ФСК в размере около 30-40 бп. Мы расцениваем этот уровень как справедливый и не ожидаем сужения спреда до конца текущего года. Рублевые еврооблигации РусГидро торгуются на уровне кривой ФСК, что также не позволяет ожидать от них опережающего курсового роста.



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

ТНК-ВР приобрела 45% долю в проекте в Бразилии; сделка не несет значительных финансовых рисков для компании; евробонды практически отыграли падение августа-сентября и оценены рынком справедливо

Вчера ТНК-ВР объявила о приобретении 45% доли у бразильской HRT O&G в нефтегазовом проекте в бразильском регионе Солимоинс.

КОММЕНТАРИЙ

Проект, мажоритарным владельцем и оператором которого является HRT O&G, принесет ТНК-ВР условные и перспективные запасы в объеме 789 млн. барр. н. э. Начало добычи на месторождениях бассейна Солимоинс запланировано на 2012 г. По сообщениям деловых СМИ, сумма сделки может составить около USD1 млрд., общие капитальные затраты оцениваются в USD14 млрд.

Мы считаем, что приобретение не окажет заметного влияния на кредитоспособность ТНК-ВР. Сумма сделки по меркам компании является умеренной (тем более если она будет оплачиваться частями). Операционный денежный поток за 9М 2011 г. составил USD8 млрд. Свободный денежный поток за тот же период достиг USD4.5 млрд. Даже если ежегодные инвестиции в проект (помимо стоимости приобретения) оценить в USD700 млн. (половина общих капитальных затрат равномерно распределенных на 10 лет), свободных денежных средств с избытком хватит для их финансирования.

Определенным риском, по нашему мнению, может стать щедрая дивидендная политика и высокая M&A активность ТНК-ВР. Так, за 9М 2011 г. группа выплатила USD4.4 млрд. дивидендов и потратила USD0.5 млрд. на M&A сделки, в результате чего увеличение чистого долга составило USD0.4 млрд. Мы полагаем, что дивиденды и в будущем будут поддерживаться компанией на высоком уровне. Неорганический рост также, вероятно, сохранится, поскольку стратегия предполагает значительное увеличение международного присутствия группы. Тем не менее мы считаем, что этот риск не будет оказывать давления на кредитный профиль компании в ближайшей перспективе.

Евробонды ТНК-ВР почти полностью отыграли падение последних трех месяцев. Сейчас премия к кривой Газпрома составляет 25-40 бп, что, на наш взгляд, справедливо отражает различия в кредитном качестве эмитентов.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

ТНК-ВР	Ваа2/BBB-/BBB-
<i>US GAAP, 9M 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	44.5
ЕБИТДА margin	25%
Долг/ЕБИТДА	0.6

Вливание средств в капитал Транскредитбанка со стороны ВТБ откладывается до декабря; на данном этапе новость нейтральна для кредитного качества обоих банков, но свидетельствует о давлении на позицию ликвидности и капитал группы ВТБ

Транскредитбанк (ТКБ) вчера сообщил о переносе допэмиссии акций в пользу основного акционера, группы ВТБ, с 1 ноября по 6 декабря 2011 г. По заявлениям ТКБ перенос сделки связан с отсутствием острой необходимости у банка в средствах. Ранее ожидалось, что ТКБ привлечет около RUB7.6 млрд. в ходе допэмиссии.

КОММЕНТАРИЙ

На данном этапе мы склонны нейтрально воспринимать данную новость для кредитного качества обоих банков и не ожидаем увидеть реакции в котировках бондов.

Впрочем, мы обращаем внимание на существенную зависимость ТКБ от поддержки со стороны ВТБ в предоставлении собственных средств, а также значительную нагрузку на материнский банк в необходимости предоставлять средства своим дочерним структурам. Напомним, что помимо вливания средств в капитал ТКБ, ВТБ не исключал возможности провести докапитализацию Банка Москвы на сумму RUB100 млрд. до конца текущего года.

Напомним, что согласно отчетности ТКБ по МСФО, показатель достаточности капитала банка 1-го уровня снизился за 1П 2011 г. на 0.5 п.п. до 6.6%, что является достаточно низким уровнем. За 9М 2011 г. по РСБУ, показатель достаточности капитала Н1 у ТКБ снизился более чем на 1 п.п. до 11.3%, ввиду очень высоких темпов роста кредитного портфеля (в 1.7 раза до RUB359.2 млрд.). Показатель превышает минимально допустимый уровень в 10%, но вливание средств необходимо для поддержания высоких темпов роста.

Коэффициент Н1 у банка ВТБ просел с начала года еще существеннее: -10 п.п. до 13.5% по итогам 9М 2011 г. У ВТБ 24 данный показатель составил 11.3%, у Банка Москвы - 11.6%. Иными словами, показатели достаточности капитала для всей группы ВТБ находятся под существенным давлением как за счет активной M&A стратегии, так и за счет потерь от операций с ценными бумагами и валютой в 3К 2011 г. по РСБУ (подробнее см. «[Банковская система в сентябре: прибыль под давлением](#)»). Для сравнения у Сбербанка и РСХБ уровень достаточности капитала Н1 по итогам 9М 2011 г. составил 16.8% и 14.6% соответственно.

На данный момент еврооблигации ВТБ торгуются с премией в 70-100 бп к бумагам Сбербанка, что, на наш взгляд, справедливо отражает более высокие кредитные метрики последнего. В то же время заметим, что котировки среднесрочных и долгосрочных евробондов ВТБ продемонстрировали отстающую динамику роста от бумаг Сбербанка и других квазигосударственных банков в октябре на 1-1.5 п.п., что обуславливает большой потенциал восстановления котировок до летних уровней в случае сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры.



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

ТКБ	Ва1/BB+/NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	297.0
NIM	4.8%
NPLs (+90 дней)	2.9%

ВТБ	Ваа1/BBB/BBB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB трлн.	3,3
NIM	4.8%
NPLs (+90 дней)	7.7%

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
31 окт	РТК-1	0.30	9.00%	2	8.63%
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*	8.94%
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	8.50%	5	8.68%
21 окт	СЗКК-4	5.0	11.15%	20	11.46%
21 окт	СЗКК-3	5.0	11.15%	20	11.46%
18 окт	Номос-Банк-26о	5.0	8.00%	2*	8.16%
18 окт	ОТКРЫТИЕ ФК-1	5.0	9.00%	3	9.20%
7 окт	Платежные системы-1	0.4	8.25%	20	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-1ИП	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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	8.80%	3*
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*
3 ноя	КредитЕвропа-26о	5.0	н.д.	3
3 ноя	ОТП Банк-26о	6.0	10.0-10.5%	1*
3 ноя	ОТП Банк-36о	4.0	10.0-10.5%	1*
11 ноя	РусСтандарт-16о	5.0	10.5-11.0%	1*
15 ноя	НЛМК-76о	10.0	н.д.	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	0.00%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	н.д.	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	н.д.	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-26о	1.5	16.50%	н.д.	2
30 ноя	ВнешПромБанк-16о	3.0	9.30%	н.д.	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	н.д.	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	н.д.	5
7 дек	СКБ-Банк-46о	2.0	9.80%	н.д.	2
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	н.д.	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	н.д.	2

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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	РосТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0
30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7
30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0
9 дек	ОГКЗ	3.0
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгуляй-096о	2.0
18 дек	Москва-50	15.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

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 дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@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

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@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

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

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.