

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>

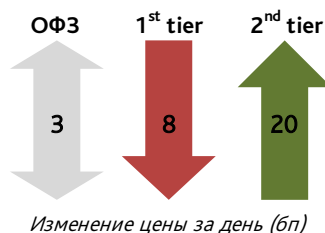
Глобальные рынки и еврооблигации

- ❶ Вслед за экономической определенностью в явно проблемные южные страны PIIGS пришла политическая: возможно, сегодня станет понятно, кто будет, а кто не будет проводить экономические преобразования в Греции и Италии
- ❶ EFSF размещает новый выпуск евробондов; процедуры по «левириджу» механизма стабильности должны быть согласованы до конца ноября, в укрупненной форме он должен начать работать уже в декабре
- ❶ Итоги торгов по еврооблигациям: продажи в основных ликвидных выпусках
- ❶ Открытие торгов по еврооблигациям: нейтральный внешний фон, нефть на уровнях вчерашнего закрытия, активность будет сдерживаться обилием важных новостей из PIIGS сегодня
- ❶ S&P: рейтинг Казахстана повышен до уровня «BBB+»; теперь он на одну ступень выше российского; реакция на рынке была нулевая; предпосылок для роста котировок бондов госкорпораций мы не видим, так как investment grade бумаги неликвидны, а их индикативные цены близки к российским аналогам



Рублевые облигации и денежный рынок

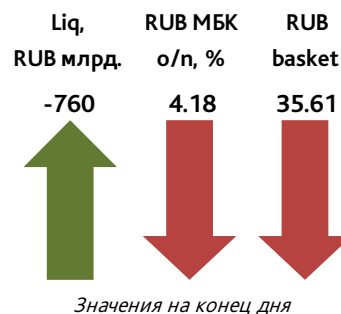
- ❶ Рублевый рынок: покупки в коротком сегменте суверенной кривой
- ❶ Ориентир ставки купона по рублевому выпуску Газпром Капитала (под поручительство Газпрома) снижен на 0.25 бп до 7-7.5%; выпуск по-прежнему интересен
- ❶ Несмотря на привлекательную премию, Tele2 Russia не смогла найти спрос на новый выпуск облигаций и отложила их размещение на неопределенный срок; показательно для других маркируемых выпусков
- ❶ ЕАБР планирует доразместить RUB4.9 млрд. облигаций 3-й серии, выкупленных ранее по оферте; предложенные условия интереснее установленных параметров в преддверии оферты, но не предполагают существенного торгового интереса
- ❶ Росбанк озвучил ориентиры по новому выпуску бондов на сумму RUB10 млрд.; озвученные параметры выглядят интересно особенно ближе к верхней границе ориентиров
- ❶ ИНГ Банк (Евразия) сегодня закрывает книгу заявок на размещение бондов с плавающим купоном; параметры могут заинтересовать инвесторов ближе к верхней границе озвученных ориентиров
- ❶ Остатки на счетах высоколиквидных активов банков в ЦБ выросли; Минфин предложит RUB205 млрд. бюджетных средств на аукционе, а их возврат придется на вторую половину декабря



Кредитные комментарии

- ❶ ФСК опубликовала неплохую отчетность по РСБУ за 9М 2011; долговая нагрузка растет, но угрозы рейтингам это не представляет; облигации – более доходная альтернатива суверенным выпускам
- ❶ Совкомфлот допускает вхождение в бизнес по оперированию буровыми установками; новое для компании направление может повлечь за собой дополнительные операционные и финансовые риски; еврооблигации непривлекательны

Индикаторы FX/ММ



Последние обзоры

- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.
- 1 ноября Совкомфлот: история с цикличным оттенком
- 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

Контакты и ссылки






 +7 495 789 36 09
 research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

12:00	Встреча министров финансов ЕС в Брюсселе
14:00	Завершение аукциона по 6-мес. госбумагам Греции в объеме EUR1 млрд.
20:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD4.25-5.00 млрд.
22:00	Завершение аукциона UST3 в объеме USD32 млрд.
22:00	Выступление главы ФРБ Миннеаполиса Н. Кочерлакоты по экономике
22:30	Выступление главы ФРБ Филадельфии Ч. Плоссера по монетарной политике

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	271	+2
UST10	◄►	2.02	-0.04
Russia 30–UST 10	▲	212	+2
EUR/USD	▼	1.3775	-0.1%
Oil (Brent)	▲	114.3	+0.9%
VIX	▼	29.85	-0.31

Вслед за экономической определенностью в явно проблемные южные страны PIIGS пришла политическая: возможно, сегодня станет понятно, кто будет, а кто не будет проводить экономические преобразования в Греции и Италии

Бесконечно увлекательный процесс обсуждения экономического будущего еврозоны в свете проблем в ряде ее экономик дополнился политическими историями. В первую очередь это относится к экономике Италии, третьей по величине в еврозоне. Вчера рынки уже отыгрывали возможную отставку премьер-министра С. Берлускони: доходности 10-летних суверенных облигаций Италии выросли почти до 6.70% (в терминах последнего размещенного выпуска данной срочности, on-the-run). Как сообщает Reuters, к 18:30 МСК в итальянском парламенте должно завершиться голосование по финансовому отчету правительства за 2010 г., и число сторонников действующего премьера, готовых проголосовать «за», уменьшается. Отсутствие поддержки в этом голосовании фактически будет означать недоверие правительству, а последующее голосование по доверию кабинету С. Берлускони явно завершится не в его пользу.

Несколько сдержать напряженность вокруг Италии помогли заверения министра финансов, заявившего о намерениях Рима как можно быстрее реализовать принятые в конце октября обязательства по проведению реформ, направленных на сокращение госдолга и бюджетного дефицита. Они включают в себя приватизацию госсобственности, изменения в трудовом и пенсионном законодательствах.

Понедельник принес несколько больше определенности и в отношении Греции. В частности, стало понятно, что экономический блок действующего правительства останется у власти, а оппозиция будет готова поддержать бюджетный план на 2012 г. Тем не менее межпартийного соглашения по главе коалиционного правительства пока нет. Ночью Reuters обнародовало сообщение о чрезвычайном заседании кабинета министров страны, которое пройдет сегодня в 14:00 МСК. Повестка заседания неизвестна, но вчерашние намеки греческих парламентариев о конструктивном характере переговоров вполне могут указывать на то, что решение о лидере коалиционного кабинета может быть озвучено уже сегодня. В свою очередь еврозона продолжает давить на Грецию и ускоряет процесс предоставления Афинам нового транша помощи – глава Еврогруппы заявил о возможности положительного решения по этому вопросу до конца ноября.

EFSF размещает новый выпуск евробондов; процедуры по «левериджу» механизма стабильности должны быть согласованы до конца ноября, в укрупненной форме он должен начать работать уже в декабре

Министры финансов 17 стран еврозоны договорились, что до конца ноября должен быть разработан механизм «левериджа» EFSF, в результате чего активы фонда должны составить порядка EUR1 трлн. Уже в декабре из EFSF, видимо, будет выделен транш Италии. Вчерашняя встреча министров финансов внесла некоторые коррективы в изначально рассматриваемые варианты создания «кредитного рычага» для фонда.

Первый вариант подразумевает гарантии со стороны EFSF на часть номинала выпускаемого проблемной страной-заемщиком суверенного выпуска, что, как ожидается, поможет обеспечить первичный рынок для выпуска и снизить стоимость заимствований для страны. Второй сценарий предполагает создание одного или нескольких совместных инвестиционных фондов (Co-Investment Funds), которые будут привлекать частные и государственные инвестиции. Данные средства планируется направлять на покупку бумаг на первичном и вторичном рынках. Пока единая Европа в качестве основного инвестора видит Китай.

Отметим, что EFSF начинает размещение облигаций с погашением в феврале 2022 г., объем выпуска составит EUR3 млрд., купон по выпуску установлен на уровне 3.5%.

Итоги торгов по еврооблигациям: продажи в основных ликвидных выпусках

В понедельник общая волатильность из-за европейских проблем способствовала росту осторожности участников в отношении российских евродолгов. Суверенные бумаги устояли: **Russia 30** и рублевый **Russia 18** прибавили не более 5-6 бп. Продажи прошли и в ликвидных выпусках Газпрома: длинные **Gazprom 34** и **37** вчера скорректировались на 75-90 бп, а средние **Gazprom 18** и **19** потеряли в цене 30-45 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: нейтральный внешний фон, нефть на уровнях вчерашнего закрытия, активность будет сдерживаться обилием важных новостей из PIIGS сегодня

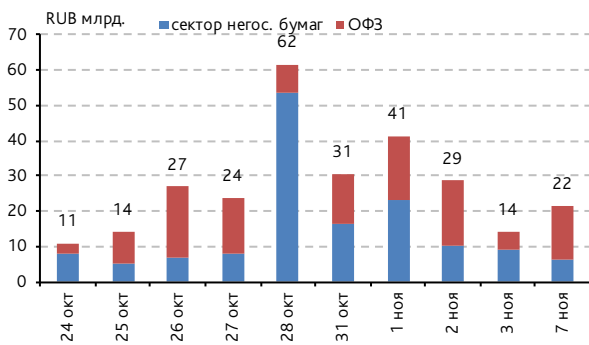
Драйверов для покупок в российских евробондах сегодня немного: на протяжении большей части дня активность, видимо, останется пониженной, поскольку решения из Италии по парламентскому голосованию последуют не раньше 18:30 МСК. Нефть на утро торгуется на тех же уровнях, которые сформировались на вчерашний вечер – USD114.0-114.5/барр. по Brent. Снижение аппетита к риску прослеживается на рынках АТР. По российским евробондам ждем начала торгов в пределах ценовых уровней вчерашнего закрытия.



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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	20.0%
от 1 до 1.5 лет	8.0%
от 1.5 до 2 лет	2.4%
от 2 до 3 лет	51.5%
от 3 до 5 лет	14.6%
> 5 лет	3.5%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.02%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.80%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.26%	6.5
Банки	7.96%	1.5
Корп 1 эшелон	7.68%	2.5
Корп 2 эшелон	8.60%	2.0

Рублевый рынок: покупки в коротком сегменте суверенной кривой

На фоне устойчиво низкой активности на рублевом рынке покупки шли в ближнем сегменте кривой ОФЗ. Основной оборот сделок понедельника пришелся на **ОФЗ 25071** (YTM 7.48%), выросший на 27 бп по цене, хотя какими-то привлекательными особенностями выпуск не обладает. Оборот по бумаге практически в RUB11 млрд. был сформирован 10 сделками в переговорном режиме, что позволяет предположить стратегический характер покупок.

Ориентир ставки купона по рублевому выпуску Газпром Капитала (под поручительство Газпрома) снижен на 0.25 бп до 7-7.5%; выпуск по-прежнему интересен

Индикативная ставка купона ранее находилась в диапазоне 7.25-7.75% годовых. Новый ориентир ставки купона составляет 7.0-7.5% годовых, что соответствует доходности к оферте 7.12-7.64%. Закрытие книги заявок состоится 8 ноября 2011 г., а размещение запланировано на 10 ноября текущего года.

Несмотря на снижение ставки купона, мы считаем новый выпуск интересным. Даже с учетом значительного объема предложения (RUB15 млрд.), компания, вероятно, сумеет разместить облигации ближе к середине нового диапазона доходности. Премия к кривой в этом случае составит около 60 бп. Главным преимуществом нового предложения Газпрома является его небольшая дюрация и квазисуверенный статус эмитента. Мы по-прежнему считаем новые облигации интересными и рекомендуем их в качестве альтернативы суверенным бумагам.

Несмотря на привлекательную премию, Tele2 Russia не смогла найти спрос на новый выпуск облигаций и отложила их размещение на неопределенный срок; показательно для других маркируемых выпусков

Неделю назад четвертым по размеру абонентской базы оператором сотовой связи Tele2 Russia был начат маркетинг нового выпуска рублевых облигаций. Предложение компании выглядело очень привлекательно: премия к локальной кривой Вымпелкома составляла минимум 80-100 бп. Компания планировала закрыть книгу заявок сегодня, однако сегодня же утром сообщила, что переносит техническое размещение на неопределенный срок.

Главной проблемой размещаемого выпуска, на наш взгляд, оказалась его большая дюрация – около 2.7 лет, тогда как большинство размещающихся сейчас бумаг имеют оферту максимум через полтора года. Неудача Tele2 Russia очень показательна для всех эмитентов, пытающихся разместить долговые бумаги в нынешней непростой рыночной ситуации: щедрые премии привлекают инвесторов только в том случае, если длина бумаг оказывается небольшой.

Как мы уже неоднократно отмечали, активность на вторичном рынке в последние месяцы сконцентрировалась в бумагах с дюрацией меньше двух лет, причем это касается как рынка ОФЗ, так и рынка корпоративных облигаций. Как следствие, успех ФСК, которая смогла привлечь 3-летнее фондирование, в ближайшее время повторить кому-нибудь из корпоративных заемщиков вряд ли удастся. Неудача Tele2 Russia также косвенно может свидетельствовать о том, что маркируемый сейчас выпуск рублевых облигаций НЛМК все же будет с офертой через 1.5 года.

ЕАБР планирует доразместить RUB4.9 млрд. облигаций 3-й серии, выкупленных ранее по оферте; предложенные условия интереснее установленных параметров в преддверии оферты, но не предполагают существенного торгового интереса

Евразийский Банк Развития (ЕАБР) планирует 16 ноября 2011 г. провести вторичное размещение облигаций 3-й серии на RUB4.9 млрд. Цена доэмиссии озвучена в диапазоне 98.53-98.87%, что предполагает УТР 8.3-8.5% к оферте через два года. Напомним, что 3 ноября 2011 г. банк выкупил по оферте RUB4.9 млрд. бумаг по номиналу. Предъявление к оферте практически всего объема выпущенных бондов 3-й серии, на наш взгляд, вполне оправданно со стороны инвесторов, учитывая установленный купон в размере 7.5% (см. «Навигатор долгового рынка» от 17.10.2011).

Предложенные параметры доразмещения интереснее установленного купона в преддверии оферты, а цена предполагает возможность заработать 1.13-1.47 п.п. инвесторам, которые предъявили бумаги к досрочному погашению. В тоже время премия к суверенной кривой в размере 115-135 бп, на наш взгляд, не подразумевает существенного торгового интереса, и мы не склонны рассчитывать на рост котировок бумаг на вторичном рынке даже по верхней границе ориентиров по доходности. Напомним, что РСХБ разместил RUB15 млрд. облигаций с УТР 8.94% к двухлетней оферте, т.е. при премии к ОФЗ в размере 180 бп.

Росбанк озвучил ориентиры по новому выпуску бондов на сумму RUB10 млрд.; озвученные параметры выглядят интересно особенно ближе к верхней границе ориентиров

Росбанк планирует разместить RUB10 млрд. облигаций серии БО-3. Срок обращения бумаг составит 3 года, также предусмотрена оферта через 1.5 года. Индикативный купон находится в диапазоне 8.47-8.95%, или УТР 8.65-9.15%. Книга заявок инвесторов на покупку бондов будет открыта до 11 ноября 2011 г., а техническое размещение назначено на 16 ноября текущего года.

Предложенные условия, на наш взгляд, выглядят интересно, особенно выше середины озвученного диапазона по доходности. Параметры обеспечивают премию к кривой ОФЗ в размере 175-225 бп, что, на наш взгляд, адекватно отражает кредитное качество банка и включает премию за негативную рыночную конъюнктуру. Впрочем, успех размещения во многом будет определяться настроениями на глобальных рынках, поэтому мы не исключаем закрытия книги ближе к верхней границе ориентиров.

ИНГ Банк (Евразия) сегодня закрывает книгу заявок на размещение бондов с плавающим купоном; параметры могут заинтересовать инвесторов ближе к верхней границе озвученных ориентиров

ИНГ Банк (Евразия) сегодня закрывает книгу заявок инвесторов на покупку RUB5 млрд. облигаций с плавающим купоном 2-й серии. Ориентир по премии к ставке Mosprime 3М озвучен в диапазоне 125-175 бп. Техническое размещение бумаг назначено на 10 ноября 2011 г. Выпуск удовлетворяет требованиям для вхождения в Ломбардный список ЦБ РФ.

Принимая во внимание текущую кривую свопов, условия по выпуску обеспечивают УТМ 8.65-9.05% на 3-летнем диапазоне, что предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 115-155 бп. На наш взгляд, выпуск может быть интересен ближе к верхней границе озвученных ориентиров для инвесторов, планирующих захеджировать риск изменения процентных ставок. Впрочем, рублевые бонды с плавающей ставкой, как правило, не отличаются высокой ликвидностью на вторичном рынке.

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

9 ноя	Аукцион Минфина по размещению средств бюджета (RUB205 млрд., 35 дн.)
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.
9 ноя	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд.
15 ноя	Уплата страховых взносов за октябрь

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.75/5.25	3.75	5.00	4.00/4.35
2-й круг	5.00/5.50	4.25	5.50	4.25/4.75

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.75-5.25	4.60-4.75	4.00-4.35

Остатки на счетах высоколиквидных активов банков в ЦБ выросли; Минфин предложит RUB205 млрд. бюджетных средств на аукционе, а их возврат придется на вторую половину декабря

В понедельник отмечился рост средств на счетах высоколиквидных активов банков в ЦБ: суммарные остатки на корсчетах и депозитах составили RUB708.7 млрд. (+RUB50.2 млрд. к четвергу). Источником увеличения вполне могут рассматриваться бюджетные расходы. Это позволило чистой ликвидной позиции по операциям с ЦБ вновь снизиться: по итогам понедельника показатель составил -RUB760.4 млрд. (+RUB41 млрд.).

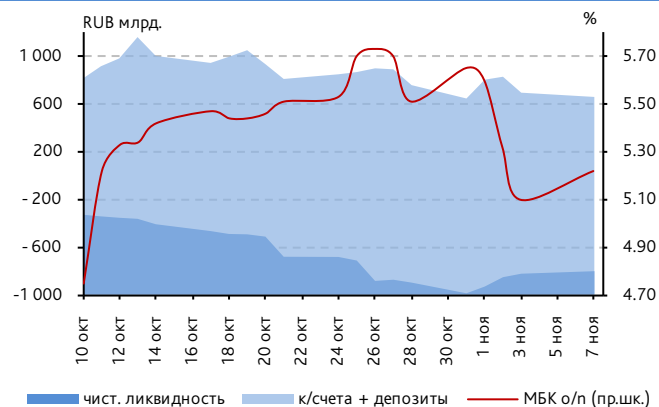
Минфин обнародовал размещение RUB205 млрд. бюджетных средств на сегодняшнем аукционе. Возврат этих средств, как мы и опасались, придется на вторую половину декабря. Впрочем, мы достаточно оптимистичны относительно темпов бюджетных расходов в оставшиеся месяцы (см. «Стратегию долговых рынков: ноябрь 2011» от 02.11.2011) и считаем, что проблем у банковского сектора с возвратом данных средств в конце года не возникнет.

На конец дня в понедельник ставки на МБК для первого круга снизились до 4.0-4.35% против 4.25-4.75% в четверг. Ставки междилерского РЕПО в целом остались на уровнях четверга: однодневное привлечение под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона по сделкам понедельника составляло 5.23-5.55%.

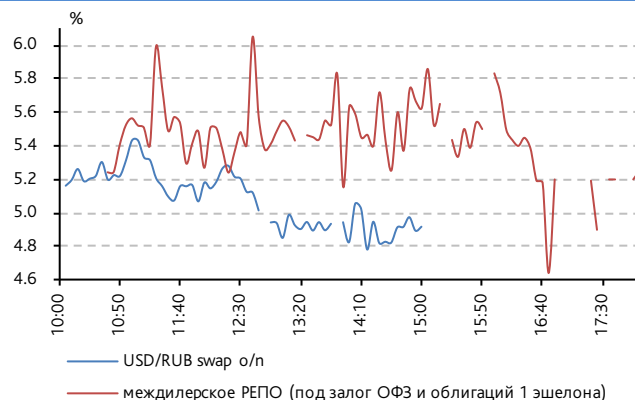


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

ФСК опубликовала неплохую отчетность по РСБУ за 9М 2011; долговая нагрузка растет, но угрозы рейтингам это не представляет; облигации – более доходная альтернатива суверенным выпускам

Вчера оператором магистральных сетей электроэнергетики, государственной ФСК, была опубликована отчетность по российским стандартам за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Отчетность по российским стандартам у ФСК по многим статьям баланса и отчету о прибылях и убытках практически совпадает с консолидированными показателями компании по МСФО. Поэтому публикуемую более чем на месяц ранее отчетность по РСБУ можно использовать как более оперативный и релевантный источник финансовой информации о ФСК.

На операционном уровне ФСК продемонстрировала неплохие результаты: выручка за год увеличилась на 25% и достигла RUB105 млрд. по итогам 9М 2011 г. Подобная динамика объясняется ростом тарифов на передачу электроэнергии, а также увеличением совокупного объема предоставленных услуг по передаче электроэнергии. Как мы уже отмечали при анализе отчетности за 1П 2011 г. (см. «Навигатор долгового рынка» за 20.10.2011), более жесткое сглаживание RAB-тарифов начало сказываться только во 2К 2011 г., поэтому в годовом выражении выручка и EBITDA ФСК продемонстрировали очень хороший рост. Благодаря тому, что компании удалось удержать расходы на уровне прошлого года, ее рентабельность по EBITDA выросла до 63% (50% по итогам 9М 2011 г.).

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ФСК

РСБУ, RUB млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	83.5	111.1	104.8	11%	25%
EBITDA	42.0	62.0	65.6	0%	56%
Чистая прибыль	18.8	58.1	18.6	–	-1%
Совокупный долг, в т.ч.	36.2	56.9	87.4	54%	141%
краткосрочный долг	0.2	6.9	7.4	7%	>500%
Денежные средства и эквиваленты	31.8	11.2	18.9	32%	-41%
Краткосрочные фин. вложения	31.5	46.2	15.1	65%	-52%
Активы	806	902	959	4%	19%
Показатели					
EBITDA margin	50%	56%	63%		
EBITDA/проценты*	70	227	–		
Долг/EBITDA**	0.4	0.9	1.0		
Чистый долг/EBITDA**	< 0	< 0	0.6		
Долг/Собственный капитал	0.0	0.1	0.1		

* согласно опубликованной отчетности в 2011 расходы по процентам имели нулевое значение

** значение EBITDA за последние 12 месяцев

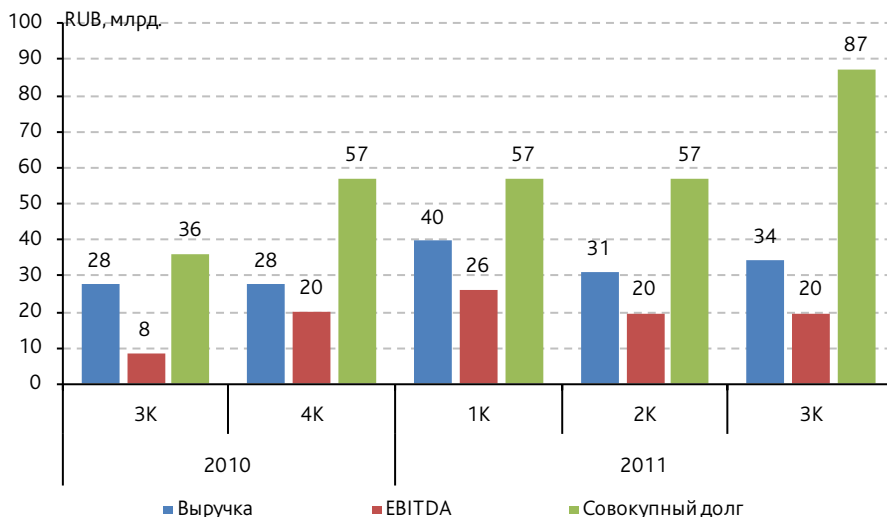
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Долговая нагрузка ФСК в 3К 2011 г. продолжила рост. В 1П 2011 г. компания генерировала стабильно отрицательный свободный денежный поток, и по всей видимости, по итогам 9М ситуация не изменится. Из-за более жесткого сглаживания тарифов ФСК вынуждена финансировать амбициозную инвестиционную программу, заложенную в RAB-тарифы, за счет привлечения нового долга. Как следствие, долговая нагрузка компании продолжает рост, по итогам 3К составил 0.6x по показателю «Чистый долг/EBITDA». Мы ожидаем, что при сохранении нынешних планов по капитальным затратам и при исполнении озвученных планов регуляторов по индексации тарифов в 2012 г. на уровень инфляции, долговая нагрузка ФСК к концу 2012 г. увеличится до 2.0-2.2x. В тоже время это не должно существенно повлиять на отношение рейтинговых агентств к кредитным рискам компании.

Рублевые облигации ФСК традиционно торгуются с премией около 50 бп к кривой РФЗ и могут рассматриваться как более доходная альтернатива суверенным выпускам. Стоит также отметить, что недавно размещенный выпуск рублевых облигаций **ФСК-15** еще не вышел на вторичный рынок и торгуется на форвардном рынке по цене около 101% от номинала. Среди долговых бумаг энергетических компаний мы отмечаем рублевые еврооблигации РусГидро, предлагающие сейчас премию к локальной кривой ФСК в размере около 40-50 бп, тогда как справедливо этой премии быть не должно даже в условиях повышенной волатильности на рынках.

ФСК	Baa2/BBB/NR
<i>РСБУ, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	105
EBITDA margin	63%
Долг/EBITDA	1.0

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ФСК



Источник: данные компании, НБ «Траст»



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

Совкомфлот допускает вхождение в бизнес по оперированию буровыми установками; новое для компании направление может повлечь за собой дополнительные операционные и финансовые риски; еврооблигации непривлекательны

Вчера Интерфакс сообщил, что Совкомфлот рассматривает возможность вхождения в бизнес по оперированию буровыми установками.

КОММЕНТАРИЙ

Сейчас Совкомфлот помимо традиционной транспортировки нефти, нефтепродуктов и газа занимается регулярными перевозками на шельфовых месторождениях, а также управлением плавучими хранилищами. К такой активности в сегменте морских сервисов компания может добавить бизнес по оперированию буровыми установками.

На наш взгляд, компании будет сложно развивать новый бизнес органически по двум причинам. Во-первых, такое развитие потребует значительных капитальных затрат, которые и без этого направления финансирования превышают операционный денежный поток компании. При этом значение показателя «Долг/EBITDA» достигло 7.0х в конце 1П 2011 г. Во-вторых, Совкомфлот не имеет опыта работы в таком технологически сложном бизнесе как бурение на шельфе, относящимся к новой для компании нефтесервисной отрасли.

Впрочем, компания пока не раскрыла никаких деталей возможной сделки, а без них кредитная оценка новости затруднена. Если вхождение в новый бизнес предполагает и расчеты деньгами, и дальнейшие инвестиции в проект, то влияние на финпоказатели, по всей видимости, будет негативным. При наличии хорошего предложения по приобретению соответствующих активов на рынке (особенно без денежной составляющей) или при создании совместного предприятия с каким-либо действующим игроком компания, не исключено, сможет улучшить свой кредитный профиль. Если потенциальные партнеры смогут обеспечить доступ к необходимым технологиям и взять на себя существенную долю капитальных затрат, то высокодоходный бизнес бурения на шельфе, вероятно, может оказать положительное влияние на денежные потоки компании. Более конкретные выводы можно будет сделать только после получения дополнительной информации, которую компания обещала вскоре предоставить.

Подробную оценку и прогноз будущих перспектив еврооблигаций Совкомфлота мы давали в нашем недавнем специальном обзоре «Совкомфлот: история с циклическим оттенком» от 01.11.2011. Напомним, что из-за ухудшения операционных и финансовых показателей, а также снижения рейтинга эмитента агентством Moody's с «Ваа3» до «Ва1», еврооблигации **Sovcomflot 17** с августа демонстрируют динамику «хуже рынка», и поводов для опережающего восстановления в краткосрочной перспективе, скорее всего, не будет.

Совкомфлот	Ba1/BBB-/BBB-
МСФО, 1П 2011	
Выручка, USD млн.	733
EBITDA margin	35%
Долг/EBITDA	7.0

По мнению Moody's, лишь возможная поддержка государства пока удерживает corporate family rating Совкомфлота на уровне «Ваа3», в то время как кредитные рейтинги самого эмитента и его еврооблигаций «размылись» до «Ва1», а по ряду финансовых показателей – даже до «Ва2». Важно, что рейтинговое агентство отмечает ухудшение положения необеспеченных кредиторов компании (вкл. владельцев еврооблигаций), которое более не соответствует инвестиционной категории. Мы отмечаем, что еврооблигации эмитента последние 3 месяца имеют больше общего с выпусками циклических компаний, нежели с blue chips с госучастием (РЖД, Транснефть).



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

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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
3 ноя	ОТП Банк-360	4.00	10.50%	1*	10.75%
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	8.80%	3*	8.99%
31 окт	РТК-1	0.3	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-260	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-260	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-1360	0.5	8.50%	3	8.68%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.40-8.80%	2*
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.5	3.00%	4
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.20-8.50%	3*
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4
10 ноя	Теле2-СанктПетербург-7	6.0	10.25-10.75%	3*
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	н.д.	3
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.25-7.75%	3
11 ноя	РусСтандарт-160	5.0	10.5-11.0%	1.5*
15 ноя	НЛМК-760	10.0	8.00-8.50%	3
16 ноя	Росбанк-360	10.0	н.д.	1.5*
17 ноя	Росбанк-560	5.0	н.д.	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
11 ноя	Мечел-0160	5.0	12.50%	8.10%	1
16 ноя	ВнешПромБанк-1	1.5	9.00%	10.50%	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-260	1.5	16.50%	н.д.	2
30 ноя	ВнешПромБанк-160	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-460	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
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	н.д.	7
8 дек	Формат	1.0	17.00%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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-0960	2.0
18 дек	Москва-50	15.0
21 дек	Золото Селигдара-2	0.5
22 дек	Томск-2	0.2
22 дек	ХМАО-6	2.0

* 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.
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
14 янв	UMS 12	USD	1500

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

Иван Синельников

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@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

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

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 Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, 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.