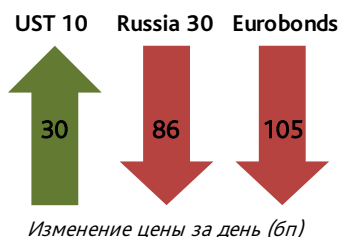


Навигатор долгового рынка

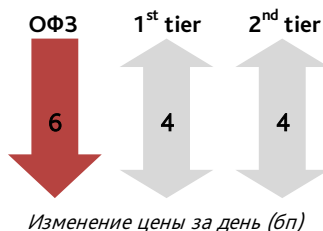
Глобальные рынки и еврооблигации

- ⌚ Неудачный аукцион госбумаг **Германии** не повод для гипотез о скором «конце» еврозоны и тотальном недоверии к активам в евро; достаточно лишь трезво взглянуть на ситуацию на европейском money market
- ⌚ **Итоги торгов по еврооблигациям:** «раздача» на фоне бегства из рисков после неудачного аукциона госбумаг **Германии**
- ⌚ **Открытие торгов по еврооблигациям:** пониженная активность в связи с выходным днем в **США**; вчерашнее снижение рынков на избыточных опасениях может быть частично «выкуплено»



Рублевые облигации и денежный рынок

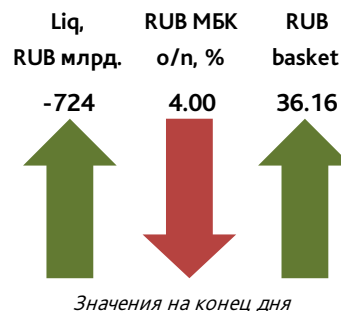
- ⌚ Суверенная кривая поднялась на 6–10 бп на дюрации свыше 3.5 года; незначительные продажи в новых выпусках (**Газпром-Капитал-3**, **Нижегородская обл.-7**, **ФСК ЭЭС-15**), где сохраняется высокий интерес участников
- ⌚ **Башнефть** размещает биржевые облигации объемом RUB10 млрд. с двухгодичной офертой; ориентир доходности 9.72–10.20%; нейтрально относимся к выпуску
- ⌚ С возвратом RUB95 млрд. бюджетных депозитов **ликвидность** незначительно снизилась, ставки **money market** стоят на месте
- ⌚ По данным Интерфакса, **Русфинанс Банк** откладывает размещение облигаций серии БО-2 объемом RUB4 млрд. на неопределенный срок, по всей видимости, из-за негативных настроений на рынке



Кредитные комментарии

- ⌚ **Автодор** размещает облигации объемом RUB3 млрд. на 5 лет; решающий параметр размещения – государственные гарантии; выпуск может быть интересен только инвесторам с долгосрочным горизонтом вложений и низким аппетитом к риску
- ⌚ **Трансконтейнер** может потратить на инвестиции RUB7.4 млрд. в 2012; компания, вероятно, будет увеличивать долговую нагрузку; умеренно негативно для кредитного профиля; облигации вряд ли могут быть интересны
- ⌚ **ТНК-ВР:** подтверждение рейтинга от **Fitch**, возможная покупка **Газэкса** и амбициозная программа развития газового бизнеса; к облигациям относимся нейтрально
- ⌚ **Промсвязьбанк** планирует провести допэмиссию акций и не исключает привлечения субординированного кредита от **ЕБРР**; позитивно для кредитного профиля банка, уровень достаточности капитала которого невысок на данный момент; бумаги неинтересны
- ⌚ **Аэрофлот:** опять возникли сложности с деконсолидацией терминала D; на этот раз процесс может затянуться из-за значительного уменьшения оценочной стоимости терминала; тем не менее сделка, скорее всего, завершится в этом году, как и было решено на недавнем совещании в **Минэкономразвития**

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- ⌚ **Инфляция** в России остается в пределах целевого диапазона **Банка России**; процентные ставки **ЦБ РФ** по предоставлению ликвидности до конца 2011, на наш взгляд, останутся неизменными
- ⌚ Накопленные иностранные **инвестиции** на конец сентября 2011 выросли на 21.5% по сравнению с аналогичным периодом 2010; наибольший объем инвестиций приходится на **Кипр**, **Нидерланды** и **Люксембург**

Макроцифра

USD323.2 млрд. – накопленные иностранные инвестиции (на конец сентября 2011)

Последние обзоры

- 23 ноября Банковская система в октябре: триллион от ЦБ, триллион от Минфина
- 22 ноября Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта
- 17 ноября Uranium One: второй эшелон по цене первого
- 16 ноября Группа ГАЗ: противоречивая отчетность за 1П 2011 и планы по выпуску евробондов
- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.

Контакты и ссылки



☎ +7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

24 ноя	Национальный праздник в США (День благодарения)
11:00	ВВП Германии за 3К 2011 г. (окончательная оценка)
13:00	Индекс делового климата IFO в Германии за ноябрь
13:30	ВВП Великобритании за 3К 2011 г. (вторая оценка)

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	326	+17
UST10	◄	1.89	-0.03
Russia 30-UST 10	▲	283	+17
EUR/USD	▼	1.3333	-1.3%
Oil (Brent)	▼	107.2	-0.9%
VIX	▲	33.98	+2.01

Неудачный аукцион госбумаг Германии не повод для гипотез о скором «конце» еврозоны и тотальном недоверии к активам в евро; достаточно лишь трезво взглянуть на ситуацию на европейском money market

Каких-либо проблем в связи с аукционом немецких госбумаг вчера рынок, привыкший к периодическим «качелям» из-за неудачных размещений суверенных долгов PIIGS, конечно же, не ждал. Германия – самый надежный актив, номинированный в евро, вчера размещала 10-летние бумаги в объеме EUR6 млрд. Для рынков стало сюрпризом отсутствие соразмерного спроса: биды «пришли» только на EUR3.89 млрд., объем размещения составил EUR3.64 млрд. со средневзвешенной доходностью 1.98% (bid-to-cover 1.07x). Оставшиеся неразмещенными EUR2.36 млрд. немецкое долговое ведомство намерено продать на вторичном рынке.

Неудачный аукцион Германии сразу же способствовал схлопыванию спроса на риск. Первым делом участники рынка начали избавляться от евро, который в течение часа после объявления итогов размещения (14:15 МСК) потерял фигуру, провалившись ниже 1.3380. Продажи прошли и в commodities в рамках ухода инвесторов в защитные долларовые активы – индекс доллара (DXY) и UST.

Собственно, мы не видим никаких оснований для рассуждений относительно недоверия к немецкому долгу. Снижение доходностей госбумаг страны за последние месяцы наглядно подтверждает их беспрекословный статус наиболее качественного актива из списка номинированных в евро. Однако этот же фактор обусловил непривлекательность бумаг относительно дороговизны фондирования.

О напряженной ситуации на европейском money market мы писали не раз, что в очередной раз было подтверждено во вторник максимальным привлечением банками семидневной ликвидности на аукционе MRO ЕЦБ (подробнее см. [«Навигатор долгового рынка»](#) от 23.11.2011 г.). Рост в «евровых» ставках money market (равно как и в долларových) обусловил и вышеупомянутую дороговизну фондирования. По итогам вчерашнего дня доходность on-the-run выпуска **Bund10** с дюрацией около 8.7 лет составляет порядка 2.10%. При этом, по котировкам Reuters, mid-ставка 9-летнего свопа EUR IRS на вчерашний вечер равнялась 2.54%.

Для справки отметим, что доходность более глобального защитного актива **UST10** в терминах on-the-run (бенчмаркового) выпуска, снизившаяся вчера на 4 бп до 1.88%, также дает на своей дюрации отрицательную премию 0/-10 бп к долларовой своп-кривой. Однако данную ситуацию мы готовы рассматривать как «меньшее зло» в сравнении с немецким вариантом, учитывая более весомый статус safe haven у UST по сравнению с Bunds, являющегося «региональной» защитой от рисков внутри Европы.

Итоги торгов по еврооблигациям: «раздача» на фоне бегства из рисков после неудачного аукциона госбумаг Германии

Уход от рисков по итогам неудачного аукциона немецких госбумаг обусловил существенные продажи в российских евробондах. Суверенный выпуск **Russia 30** (YTM 4.72%) просел на 86 бп и на закрытие дня стоил 115.6% от номинала. Рублевый выпуск **Russia 18** (YTM 7.47%) зафиксировал меньшие ценовые потери: порядка 30 бп с итоговой ценой в 101.85%. Ликвидные корпоративные выпуски продавались с удвоенной силой: длинные бумаги **Gazprom 34, 37** упали соответственно на 90 бп и 1.8 п.п. при достаточно существенном объеме сделок. Более короткий **Gazprom 19** с дюрацией чуть более 5.5 лет также потерял больше фигуры (-1.3 п.п.). Продажи в длинных выпусках **Вымпелком-21, 22** обусловили снижение цен выпусков на 65-75 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: пониженная активность в связи с выходным днем в США; вчерашнее снижение рынков на избыточных опасениях может быть частично «выкуплено»

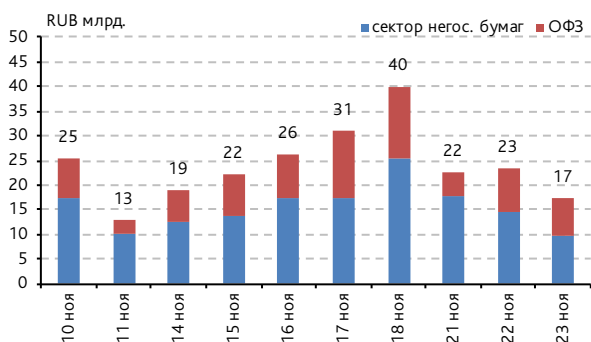
Сегодня, в связи с празднованием Дня благодарения в США, активность на рынках будет пониженной. Вечером биржи на американском континенте не откроются, торгуются лишь срочные контракты на CME, в связи с чем не ждем значительной активности в российских евробондах. Не исключаем, что вчерашнее снижение на избыточных опасениях рынков вокруг европейской экономики, мотивированное неудачным размещением госбумаг Германии, будет частично «выкуплено». При этом мы по-прежнему ждем сохранения падающего тренда в рисковом активах, и наша ставка на такую динамику с сентября полностью себя оправдывает.



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	26.0%
от 1 до 1.5 лет	16.8%
от 1.5 до 2 лет	6.4%
от 2 до 3 лет	17.1%
от 3 до 5 лет	21.5%
> 5 лет	12.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 7.22%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	◄ 8.09%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	▲ 8.38%	6.5
Банки	◄ 8.01%	1.5
Корп 1 эшелон	▲ 7.86%	2.0
Корп 2 эшелон	◄ 8.71%	2.0

Суверенная кривая поднялась на 6–10 бп на дюрации свыше 3.5 года; незначительные продажи в новых выпусках (Газпром-Капитал-3, Нижегородская обл.-7, ФСК ЕЭС-15), где сохраняется высокий интерес участников

На ухудшении внешней конъюнктуры вчера прошли продажи в дальнем конце кривой ОФЗ. **ОФЗ 26204**, **ОФЗ 25077** и **ОФЗ 26206** подешевели на 20–40 бп, а кривая доходности на дюрации свыше 3.5 года поднялась на 6–10 бп. Вопреки нашим ожиданиям, интереса к вчерашнему аукциону **ОФЗ 25079** не возникло в принципе. Вне сектора госбумаг ликвидный рынок сохраняется в новых выпусках, подешевевших не более чем на 6–10 бп. **Газпром-Капитал-3** (YTW 7.65%) ушел ниже номинала в терминах средневзвешенной цены (99.98%). Свыше RUB900 млн. оборота прошло в **Нижегородской обл.-7** (YTW 9.64%), значительная ликвидность присутствовала в **ФСК ЕЭС-15** (YTW 8.84%).

Башнефть размещает биржевые облигации объемом RUB10 млрд. с двухгодичной офертой; ориентир доходности 9.72–10.20%; нейтрально относимся к выпуску

Башнефть 28 ноября открывает книгу заявок на новый выпуск биржевых облигаций серии БО-1 объемом RUB10 млрд. Срок обращения составляет 3 года, оферта предусмотрена через 2 года. Индикативная ставка купона находится на уровне 9.5-9.95%, что соответствует доходности к оферте 9.72–10.20%. Закрытие книги заявок запланировано на 2 декабря.

При размещении в середине указанного диапазона премия к кривой ОФЗ составит порядка 250 бп. Существующие выпуски Башнефти с офертой через год, обладающие неплохой ликвидностью, торгуются со спредом порядка 180 бп к ОФЗ. Несколько больший спред нового выпуска, на наш взгляд, можно считать обоснованным с учетом большей дюрации и премии за размещение в негативной рыночной среде.

Негативным фактором Башнефти остается отсутствие рейтинга от ведущих мировых агентств. Несмотря на это, кредитный профиль компании выглядит неплохо. По итогам 1П 2011 г. показатель «EBITDA margin» составил 21%, а «Чистый долг/EBITDA» – 1.1x. Однако компании предстоит разработка месторождения им. Требса и Титова, которая потребует от Башнефти около USD4.5 млрд. Учитывая стабильно высокие дивидендные выплаты акционерам, можно ожидать, что долг компании начнет расти уже в следующем году.

Премия к текущей кривой рублевых облигаций Лукойла составляет более 170 бп, что на фоне исторического спреда не выше 100 бп выглядит очень привлекательно. Однако отсутствие рейтингов и невозможность включения выпуска в ломбардный список ЦБ в нынешней напряженной рыночной ситуации требует от эмитента дополнительной «щедрости». Поэтому мы умеренно позитивно относимся к выпуску и ожидаем, что компания разместится ближе к середине указанного диапазона.

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

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



Денежный рынок

События денежного рынка

25 ноя	Уплата акцизов и НДС за октябрь
28 ноя	Уплата налога на прибыль за октябрь
30 ноя	Возврат Минфину RUB38.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
7 дек	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд.
7 дек	Возврат Минфину RUB3.2 млрд. бюджетных средств с депозитов
19 дек	Аукцион прямого РЕПО ЦБ на срок 3 мес.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.85/5.35	4.25	5.25	3.75/4.25
2-й круг	5.25/5.75	4.75	5.75	4.00/4.50

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.85-5.35	4.85-5.10	3.75-4.25

С возвратом RUB95 млрд. бюджетных депозитов ликвидность незначительно снизилась, ставки money market стоят на месте

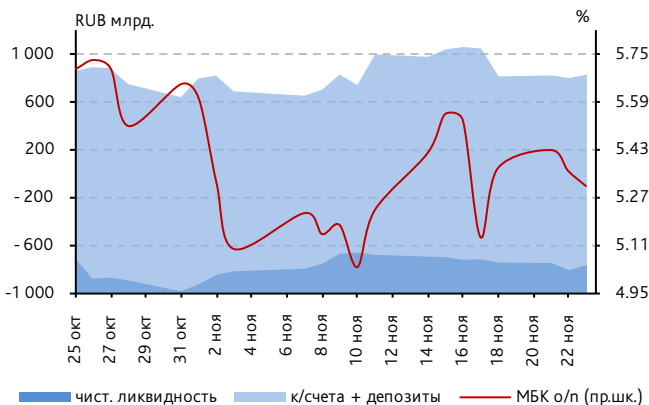
Возврат RUB95 млрд. бюджетных депозитов не отразился ни на общем уровне ликвидности в банковской системе, ни на стоимости фондирования на money market, что указывает на бюджетные поступления. Суммарные остатки на корсчетах и депозитах по завершении операционного дня в среду снизились на RUB24.3 млрд. и составили RUB812.8 млрд. Чистая ликвидная позиция банков по операциям с ЦБ выросла (на RUB45 млрд. до -RUB723.5 млрд.) в связи с вышеупомянутым возвратом и меньшим привлечением поступивших вчера средств недельного РЕПО на аукционе во вторник по сравнению с неделей ранее. Напомним, что во вторник банки взяли RUB254.8 млрд. 7-дневных денег, на RUB8.4 млрд. меньше прошлого вторника.

В рамках однодневного РЕПО с ЦБ в среду привлечение банков составило RUB231.3 млрд. (+RUB19.4 млрд. относительно вторника), в ставках же МБК впервые за последние дни сложились уровни ниже 4.0%: на конец дня первый круг занимал в овернайт под 3.75-4.25%, хотя внутри дня сделки шли по 4.85-5.10%. Стоимость междилерского РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона осталась на уровне вторника - 5.30-5.60% в терминах средневзвешенной ставки по сделкам за день. Тем не менее рост ставок денежного рынка, как мы думаем, последует сегодня в преддверии завтрашних расчетов по налогам.

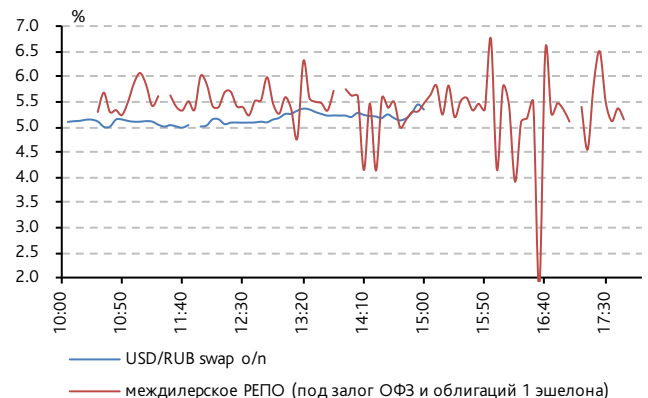


Роман Дзугаев
 +7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Автодор размещает облигации объемом RUB3 млрд. на 5 лет; решающий параметр размещения – государственные гарантии; выпуск может быть интересен только инвесторам с долгосрочным горизонтом вложений и низким аппетитом к риску

Вчера Государственная компания Автодор провела презентацию, посвященную размещению облигаций.

КОММЕНТАРИЙ

Государственная компания Автодор размещает облигации 1-ой серии объемом RUB3 млрд. Срок обращения составляет 5 лет, оферт по выпуску не предусмотрено. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 9.25–9.75% и транслируется в доходность 9.25–9.75% в первый купонный период (с годовым купоном) и 9.46–9.99% в последующие периоды (с полугодовым купоном).

Автодор имеет форму некоммерческой организации со 100% государственным участием. Компания была создана, в основном, с целью развития сети автомобильных дорог, управления платными магистралями и привлечения частных инвестиций для реализации дорожных проектов. Планируемая структура источников финансирования Автодора на 2010–2019 гг. предполагает, что 66% расходов будут финансироваться в той или иной форме государством, 29% расходов будут осуществляться за счет внебюджетных источников и оставшиеся 5% будут покрыты собственными доходами компании. Выпуск облигаций – один из источников внебюджетного привлечения средств.

Проводить анализ самостоятельной кредитоспособности Автодора, на наш взгляд, не имеет смысла ввиду наличия государственной гарантии по выплате номинальной стоимости облигаций. С выплатой купонов у компании, с нашей точки зрения, также не возникнет проблем. Во-первых, невыплата купона приведет к потере репутации в глазах частных инвесторов, которых, в соответствии со своими задачами, компания должна активно привлекать. В силу того, что компания на 100% принадлежит государству, невыплата купонов будет также означать потерю репутации для России, даже с учетом того, что формальных гарантий по купонным выплатам государство не предоставляет. Во-вторых, прогнозы компании по доходам, из которых планируется выплачивать купоны, намного превышают объем купонных выплат. При этом, как заявили руководители компании на презентации, прогнозы по доходам основаны на очень консервативных предположениях, что увеличивает вероятность их реализации.

ТАБЛИЦА. СООТНОШЕНИЕ КУПОННЫХ ВЫПЛАТ И СОБСТВЕННЫХ ДОХОДОВ КОМПАНИИ

RUB млн.	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Доходы от платы за проезд	351	1,284	2,142	4,329	8,948	12,059
Доходы от платы за перевозку грузов	10	15	20	40	60	70
Ежегодный купон*	-	285	285	285	285	285

** при размещении в середине индикативного диапазона
Источник: презентация компании, НБ «Траст»*

Поскольку Автодор является государственной компанией и имеет государственные гарантии по выплате номинальной стоимости облигаций, единственным аналогом размещаемого выпуска являются ОФЗ. 204-ый выпуск с дюрацией 5.05 лет торгуется с доходностью 8.5%, что соответствует премии облигаций Автодора около 100 бп при размещении по нижней границе диапазона. Мы считаем такую премию удовлетворительной с учетом государственного статуса Автодора и ожидаем, что компания сумеет разместиться в заявленных рамках. С другой стороны, высока вероятность того, что размещение будет нерыночным, и значительная часть выпуска будет выкуплена государственными или квазигосударственными структурами. В этом случае в будущем ликвидность бумаг будет ограниченной. Кроме того, высокая дюрация выпуска в текущих условиях волатильности является дополнительным сдерживающим фактором для спроса. В итоге мы считаем, что новый выпуск Автодора может быть интересен только консервативным инвесторам с долгосрочным горизонтом вложений и может рассматриваться только как более доходная альтернатива ОФЗ с дополнительным риском низкой ликвидности.



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

Трансконтейнер может потратить на инвестиции RUB7.4 млрд. в 2012; компания, вероятно, будет увеличивать долговую нагрузку; умеренно негативно для кредитного профиля; облигации вряд ли могут быть интересны

Вчера Интерфакс сообщил, что инвестиционная программа Трансконтейнера в 2012 г. может составить RUB7.4 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Инвестиционная программа на 2012 г. на сумму RUB7.4 млрд. превышает объем запланированных капитальных вложений на 2011 г. почти на 60%. С учетом того, что в 2011 г. мы ожидаем примерно равные инвестиционный и операционный денежные потоки, в 2012 г. компании, по всей видимости, придется привлекать заемное финансирование. В конце 1П 2011 г. «Чистый долг/ЕБИТДА» составлял 1.3х. При консервативном сценарии отсутствия роста операционных показателей к концу следующего года общий долг может увеличиться на 25-30%, а показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» – составить 1.4-1.5х. Изменения заметны, однако не критичны для кредитного качества Трансконтейнера, особенно в свете вероятного роста операционных показателей.

Спор о продаже доли РЖД (50%+1 акция) в Трансконтейнере снова набирает обороты. Правительство продолжает обсуждать приватизацию принадлежащего РЖД пакета – полную или частичную. В тоже время руководитель РЖД выступает против продажи имеющейся у компании доли в текущих экономических условиях. В любом случае мы не ожидаем приватизации раньше 2П 2012 г.

У Трансконтейнера два рублевых выпуска облигаций. Первый выпуск с дюрацией 1.2 года можно было вчера купить по цене 102.51% от номинала, что соответствует доходности 7.5%. Соответствующая премия к кривой РЖД составляет стандартные 40 бп, поэтому к этим бумагам относимся нейтрально. Выпуск **Трансконтейнер-2** с дюрацией 2.4 года предлагает доходность 9.3%. Премия к кривой РЖД составляет порядка 110 бп – вероятно, инвесторы закладывают возможную приватизацию в котировки более длинных облигаций. К этому выпуску также относимся скорее нейтрально.



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

Трансконтейнер	Ва2/NR/BB+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	13.8
ЕБИТДА margin	25%
Долг/ЕБИТДА	1.6

ТНК-ВР: подтверждение рейтинга от Fitch, возможная покупка Газэкса и амбициозная программа развития газового бизнеса; к облигациям относимся нейтрально

Вчера Fitch подтвердило рейтинг ТНК-ВР на уровне «BBB-», прогноз «стабильный». Интерфакс сообщил, что ТНК-ВР планирует утроить добычу газа к 2020 г. Кроме того, компания рассматривает возможность покупки активов газораспределительного холдинга Газэкс.

КОММЕНТАРИЙ

Fitch вчера подтвердило рейтинги ТНК-ВР: долгосрочные рейтинги дефолта эмитента (РДЭ) в иностранной и национальной валюте «BBB-» и краткосрочный РДЭ в иностранной валюте «F3». Решение ожидаемо, поскольку финансовое положение компании остается очень прочным.

ТНК-ВР планирует активно развивать газовый бизнес. К 2020 г. компания может выйти на уровень добычи газа более 40 млрд. куб. м. в год при уровне 12.9 млрд. куб. м. в 2010 г. При этом добычу планируется развивать в основном органически: за счет развития газового проекта Роспан, утилизации попутного газа и реализации газового потенциала Ямальских месторождений. Влияние соответствующей стратегии на кредитный профиль компании можно будет оценить после объявления конкретных инвестиционных планов.

Вчера также стало известно, что ТНК-ВР рассматривает возможность покупки активов газораспределительного холдинга Газэкс. Поскольку ТНК-ВР нацелена на значительное увеличение добычи газа, покупка соответствующих сбытовых активов выглядит оправданной. Конкретных цифр источники не называли, однако мы считаем, что возможное приобретение не окажет заметного влияния на кредитный профиль ТНК-ВР.

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

Более короткие выпуски еврооблигаций ТНК торгуются на кривой Газпрома. Более длинные выпуски предлагают премию порядка 25 бп. Опережающего роста от облигаций ТНК мы не ожидаем, однако они могут служить неплохой альтернативой менее доходным выпускам Новатэка и Лукойла.



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

Промсвязьбанк планирует провести допэмиссию акций и не исключает привлечения субординированного кредита от ЕБРР; позитивно для кредитного профиля банка, уровень достаточности капитала которого невысок на данный момент; бумаги неинтересны

Промсвязьбанк озвучил намерения привлечь до RUB4 млрд. в капитал посредством допэмиссии акций в декабре текущего года. В размещении будут участвовать все акционеры (ЕБРР, Promsvyaz Capital B.V.), кроме Commerzbank AG, что приведет к незначительному сокращению его доли в капитале с текущих 15.3%. Также, по сведениям Коммерсанта, ЕБРР одобрил сделку по предоставлению Промсвязьбанку субординированного кредита на сумму до RUB3.5 млрд., который может быть конвертирован в акции в будущем.

КОММЕНТАРИЙ

Новость весьма позитивна для кредитного профиля банка, поскольку допэмиссия акций и привлечение субординированного займа позволят увеличить уровень достаточности капитала Промсвязьбанка до более комфортного уровня. Одновременно снижение доли немецкой группы в капитале банка, на наш взгляд, нейтрально для его кредитного профиля, однако свидетельствует об ослаблении поддержки со стороны иностранных банковских групп своих дочерних организаций в России при необходимости по мере обострения ситуаций в европейских странах.

Напомним, что, согласно данным по МСФО за 1П 2011 г., показатель Tier 1 и TCAR у Промсвязьбанка составили соответственно 10.1% и 13.9%, что существенно отстает от данных других частных банков. В частности, уровни обеспеченности капиталом Альфа-Банка и Номос Банка в среднем на 2–3 п.п. выше характеристик Промсвязьбанка по итогам 1П 2011 г.

Заметим, что во 2П 2011 г. уровень достаточности капитала Н1, по данным РСБУ, у Промсвязьбанка продолжил сокращаться: с 10.9% до 10.3% на 01.11.2011 г. Данный уровень является довольно низким, учитывая минимально допустимое значение в 10.0%. Как мы понимаем, основными причинами снижения капитализации банка являются активный рост объемов кредитования при невысоких уровнях рентабельности (ROAE 5–6% по МСФО). Так, ссудный портфель банка, по данным РСБУ, вырос на 13.1% с июля 2011 г. до RUB383.7 млрд. к началу ноября текущего года.

Мы нейтрально смотрим на еврооблигации банка, которые, на наш взгляд, торгуются со слишком узкими спредами к бумагам Альфа-Банка: по итогам торгов премия старших выпусков Промсвязьбанка составила не более 50 бп, а субординированных – около 120 бп. Отчасти это связано с невысокой ликвидностью бумаг, также они в меньшей степени подверглись вчерашним распродажам.



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

Промсвязьбанк	Ва2/WR/BB-
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	360.4
NPLs (+90 дней)	8.1%
NIM	4.2%

Российская макроэкономика

Инфляция в России остается в пределах целевого диапазона Банка России; процентные ставки ЦБ РФ по предоставлению ликвидности до конца 2011, на наш взгляд, останутся неизменными

По данным Росстата, инфляция за прошедшую неделю (15–21 ноября 2011 г.) составила 0.1%. Структура прироста цен осталась практически неизменной. С начала года индекс потребительских цен (ИПЦ) равен 105.6%. Фактическая динамика соответствует нашим прогнозам. В этой связи существуют достаточные основания полагать, что по итогам года «плановая» отметка (со стороны Банка России) по инфляции в 7% не будет превышена.

Напомним, что в пятницу (25 ноября) состоится заседание Совета директоров ЦБ РФ, на котором будет рассмотрен вопрос об утверждении ключевых параметров процентной политики. Учитывая стабильность потребительских цен, мы полагаем, что процентные ставки Банка России по операциям предоставления ликвидности не будут повышены до конца 2011 г.

Накопленные иностранные инвестиции на конец сентября 2011 выросли на 21.5% по сравнению с аналогичным периодом 2010; наибольший объем инвестиций приходится на Кипр, Нидерланды и Люксембург

Вчера также были опубликованы данные об объеме накопленных, привлеченных и погашенных иностранных инвестиций в России. По состоянию на конец сентября 2011 г., накопленный иностранный капитал составил USD323.2 млрд., что на 21.5% больше по сравнению с аналогичным периодом 2010 г. Наибольший удельный вес приходится на прочие инвестиции, осуществляемые на возвратной основе: 58.3% (на конец сентября 2010 г. – 54.6%) (41.4%), доля прямых инвестиций составила 39.1% (41.4%), портфельных – 2.6% (4.0%).

В структуре прямых иностранных инвестиций (см. диаграмму 1) преобладают взносы на капитал (49%), в том числе более половины средств приходится на реинвестирование доходов. На втором месте – кредиты, полученные от зарубежных совладельцев отечественных предприятий и головных организаций российских филиалов транснациональных корпораций.

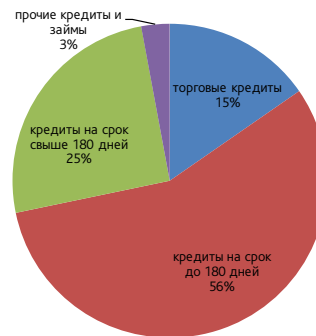
Соотношение краткосрочных и долгосрочных кредитов (см. диаграмму 2) и займов в структуре прочих инвестиций сложилось в пользу «коротких денег», что является долгосрочной устойчивой тенденцией российской экономики.

ДИАГРАММА 1. СТРУКТУРА ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ



Источник: Росстат

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА ПРОЧИХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ



Источник: Росстат, НБ ТРАСТ

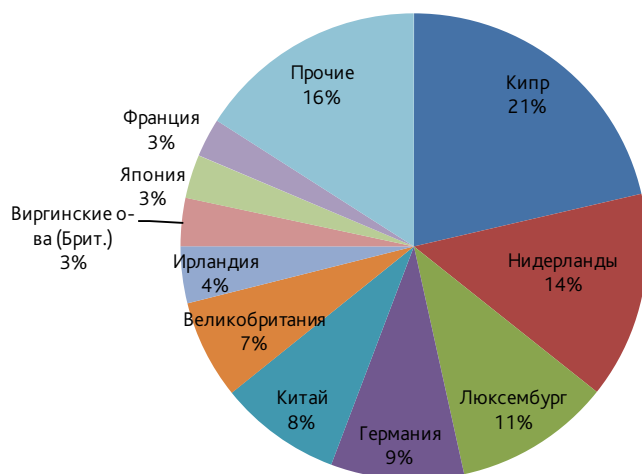
В отраслевом аспекте наибольшее количество инвестиций приходится на обрабатывающие производства (34.1%) и добычу полезных ископаемых (17.1%). Значительные средства были вложены в операции с недвижимостью (11.2%).

Географическое распределение иностранных инвестиций также является традиционно устойчивым (см. диаграмму 3). Около 21% (USD69 млрд.) инвестиций приходится на Кипр, второе и третье места делят Нидерланды (14%, USD46.3 млрд.) и Люксембург (11%, USD35 млрд.). Примечательно, что основные торговые партнеры России – Китай, Германия, Великобритания, Франция и Япония – в совокупности обеспечивают только 30% инвестиций. На наш взгляд, при оценке величины иностранных инвестиций целесообразно осуществлять поправку на «географический фактор». Корректировка может осуществляться в двух формах:

- **«жесткая поправка»:** исключение из статистики Кипра, Нидерландов, Люксембурга, Ирландии и Виргинских островов;
- **«мягкая поправка»:** исключение Кипра и Виргинских островов.

С учетом «жесткой поправки» величина совокупных накопленных иностранных инвестиций по состоянию на конец сентября 2011 г. оценивается нами в USD149 млрд., т.е. в 2.2 раза меньше, чем приводится в статистике Росстата. Прямые иностранные инвестиции в этом случае сокращаются до USD47 млрд. (в 2.7 раза меньше). Если же из статистики основных стран-партнеров исключить только Кипр и Виргинские острова, то валовые инвестиции сокращаются на 25%, а прямые – на 43%. Данные цифры являются косвенной оценкой оттока капитала, связанного с уклонением от уплаты налогов и таможенных платежей. В долгосрочной перспективе подобная структура притока и оттока капитала генерирует серьезные риски ухудшения показателей платежного баланса России.

ДИАГРАММА 3. ГЕОГРАФИЧЕСКОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ



Источник: Росстат, НБ «Траст»



Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
22 ноя	Интертехэлектро-НГ-1	0.2	8.75%	5	8.94%
22 ноя	ТрансФин-М-16	1.0	9.70%	3*	9.94%
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	7.00%	3	7.00%
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5	10.10%
16 ноя	Росбанк-Збо	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-Збо	3.0	8.75%	1*	8.93%
15 ноя	НЛМК-7бо	10.0	8.95%	3	9.15%
11 ноя	РусСтандарт-1бо	5.0	11.00%	1*	11.29%
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.50%	1*	7.64%
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	8.22%	3	8.04%
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4	9.20%
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.33%	3*	8.50%
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.5	3.00%	0*	3.00%
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.75%	2*	8.94%
3 ноя	ОТП Банк-Збо	4.0	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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5
29 ноя	Русфинанс Банк-2бо	4.0	9.30-9.55%	3
29 ноя	ТрансФин-М-17	1.0	н.д.	3*
30 ноя	Абсолют Банк-1бо	5.0	10.5-11%	1.5*
1 дек	Татфондбанк-Збо	2.0	11.75-12.25%	1*
1 дек	Удмуртия-5	2.0	н.д.	5
2 дек	Uranium One-1	16.5	9.5-10.5%	5*
2 дек	Карелия-14	1.0	н.д.	5
5 дек	Автодор-1	3.0	9.25-9.75%	5
6 дек	Бинбанк-Збо	2.0	11.75-12.50%	1*
6 дек	Башнефть-1бо	10.0	9.50-9.95%	2*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
24 ноя	МОЭК	6.0	6.35%	6.35%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	0.10%	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	9.40%	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-2бо	1.5	16.50%	16.50%	2
30 ноя	ВнешПромБанк-1бо	3.0	9.30%	11.75%	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
2 дек	Трудовое	0.0	12.00%	12.00%	1*
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	8.00%	1*
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	8.15%	3*
7 дек	СКБ-Банк-4бо	2.0	9.80%	10.75%	1*
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%	8.75%	2*
8 дек	Формат	1.0	17.00%	н.д.	1
8 дек	ЧТПЗ-1бо	5.0	16.50%	н.д.	1
12 дек	ПромНефтеСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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-09бо	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
25 дек	Иркутская Обл-317	0.3
26 дек	Томская Обл-4	0.3
26 дек	Электросталь-2	0.2
19 янв	ЛК УралСиб-4	2.0
19 янв	ЛК УралСиб-5	3.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

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

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.