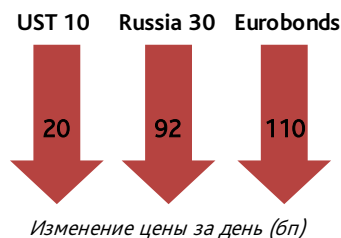


## Навигатор долгового рынка

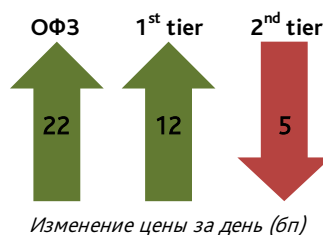
### Глобальные рынки и еврооблигации

- ⌚ **ЕЦБ** готовится провести последнее заседание в 2011; ждем сохранения ставки и введения дополнительным мер предоставления ликвидности; вопрос увеличения объема выкупа «периферийных» госбумаг будет решаться уже после саммита ЕС
- ⌚ **Итоги торгов по еврооблигациям:** ускоренное падение котировок было вызвано внутренними факторами; длинные бумаги **Газпрома** потеряли до 2.7 п.п., **Russia 30** – почти «фигуру»; активность в суверенных бумагах **Украины** и **Беларуси** отсутствовала
- ⌚ **Открытие торгов по еврооблигациям:** надежды на успех саммита ЕС вновь толкают рынки вверх; **Brent** восстанавливается; ждем роста котировок на открытии
- ⌚ **S&P** может понизить рейтинг европейского «стабфонда», **EFSF**, на одну-две ступени в случае если одна или несколько стран еврозоны лишатся рейтинга «AAA»; вырастет стоимость кредитов для «периферийных» стран, получающих помощь
- ⌚ **Интерфакс:** ВЭБ (Ваа1/BBB/BBB) отменил объявленное накануне размещение 5-летних евробондов в USD под ставку 5.625%; причина – «политический» обвал российского рынка; может выйти на рынок после стабилизации



### Рублевые облигации и денежный рынок

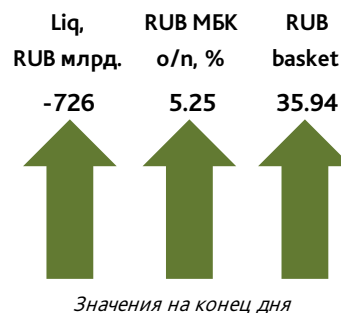
- ⌚ Возросшая нервозность в отношении рублевых активов обошла стороной рынок рублевого долга; на кривой ОФЗ отмечаем покупки в дюрации 2–3 года; аукцион **ОФЗ 26206** имеет хорошие шансы на успех; размещение нового выпуска **Красноярского края**
- ⌚ **ЦБ** сократил лимиты по 1-дневным РЕПО на RUB80 млрд. в преддверии зачисления средств от 3-месячного РЕПО; напряженность на денежном рынке не возникла, несмотря на сегодняшний возврат RUB111 млрд. бюджетных средств
- ⌚ **Uranium One** смог собрать книгу заявок на дебютные облигации; финальная ставка купона была установлена на уровне 9.75% (YTM 9.98%) – абсолютно непривлекательный уровень
- ⌚ **Бинбанк** отложил размещение RUB2 млрд. облигаций БО-3 на неопределенный срок; ранее банк уже переносил сроки формирования книги; на наш взгляд, участие в размещении было непривлекательным, несмотря на предложение высокого купона



### Кредитные комментарии

- ⌚ **ТГК-1** опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 9М 2011; долговая нагрузка стабильна, структура долга улучшилась; облигации неликвидны и неинтересны
- ⌚ **Ситроникс** опубликовал отдельные цифры отчетности по US GAAP за 9М 2011; долговая нагрузка по-прежнему запредельная; нейтрально относимся к рублевым бумагам компании
- ⌚ **Moody's** понизило рейтинг банка **Ак Барс** на одну ступень до «B1» из-за снижения показателей достаточности капитала на фоне возможного ухудшения операционной среды; нейтрально смотрим на долговые бумаги банка

### Индикаторы FX/MM



### Последние обзоры

- 5 декабря ЧТПЗ и ТМК: такие похожие и такие разные компании
- 29 ноября Альянс Ойл: перевал пройден
- 28 ноября Новый Ломбардный список от ЦБ РФ: RUB230 млрд. возможностей
- 23 ноября Банковская система в октябре: триллион от ЦБ, триллион от Минфина
- 22 ноября Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта

### Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

- 14:00 Итоги аукциона ЕЦБ по предоставлению USD-ликвидности на три месяца
- 14:45 Переговоры президента Франции и министра финансов США
- 19:30 Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 2 декабря
- 20:00 Итоги аукциона TIPS в объеме USD1–1.5 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	281	+5
UST10	◄►	2.09	+0.02
Russia 30–UST 10	▲	222	+11
EUR/USD	◄►	1.3401	0%
Oil (Brent)	▲	110.7	+1.2%
VIX	▲	28.13	+0.29

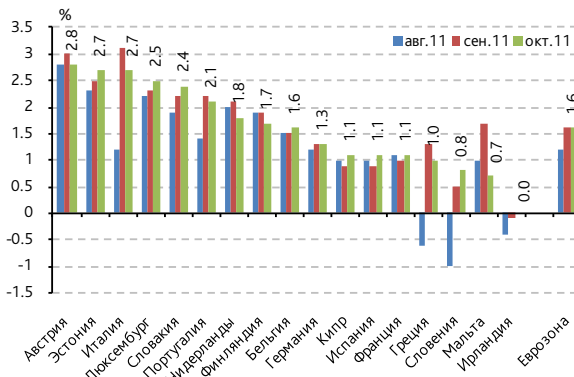
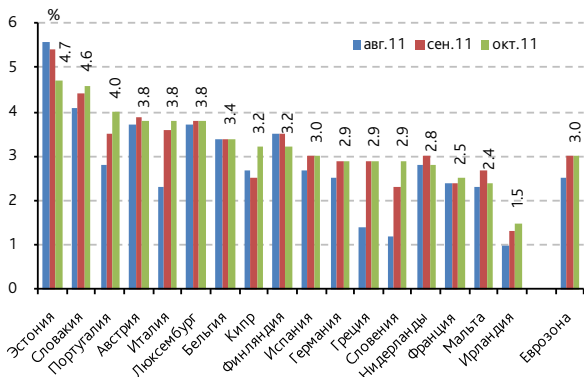
**ЕЦБ готовится провести последнее заседание в 2011; ждем сохранения ставки и введения дополнительных мер предоставления ликвидности; вопрос увеличения объема выкупа «периферийных» госбумаг будет решаться уже после саммита ЕС**

Важной частью 7-дневного «европейского марафона», который завершится 9 декабря саммитом ЕС, станет намеченное на завтра заседание Совета управляющих ЕЦБ, последнее в текущем году. Напомним, по итогам заседания 3 ноября, первого для нового главы регулятора М. Драги, ЕЦБ неожиданно понизил ставку по операциям MRO (Main Refinancing Operations, предоставление 7-дневной ликвидности в евро) на 0.25 п.п. до 1.25%.

Как объяснил в ходе [пресс-конференции](#) глава регулятора, снижение ставки было вызвано повышенным инфляционным давлением, проистекающим, прежде всего, из высоких цен на энергоносители и другие сырьевые товары. Как видно из диаграммы 1, уровень совокупной инфляции (по всем группам товаров и услуг) в подавляющем большинстве стран еврозоны превышал уровень 2% в течение последних нескольких месяцев. При этом показатель по всей еврозоне, которым и оперирует ЕЦБ, также стабильно превышал отметку в 2% (целевой для ЕЦБ уровень). На диаграмме 2 отчетливо видно, что, без учета цен на энергоносители и продукты питания, рост индекса потребительских цен был не столь существенным в среднем по еврозоне и в октябре в годовом выражении составил лишь 1.6%.

ДИАГРАММА 1. ИНДЕКС СОВОКУПНОЙ ИНФЛЯЦИИ ИСР В ЕВРОЗОНЕ, Г/Г, АВГУСТ–ОКТАБРЬ 2011

ДИАГРАММА 2. ИНДЕКС БАЗОВОЙ ИНФЛЯЦИИ ИСР В ЕВРОЗОНЕ, Г/Г, АВГУСТ–ОКТАБРЬ 2011



Источник: ЕЦБ

Источник: ЕЦБ

По мнению ЕЦБ, инфляционное давление начнет спадать в 2012 г., что уведет инфляцию ниже уровня в 2%. Поспособствуют этому и ожидания (как со стороны рынка, так и самого регулятора) рецессии в еврозоне уже в 4К 2011 г.

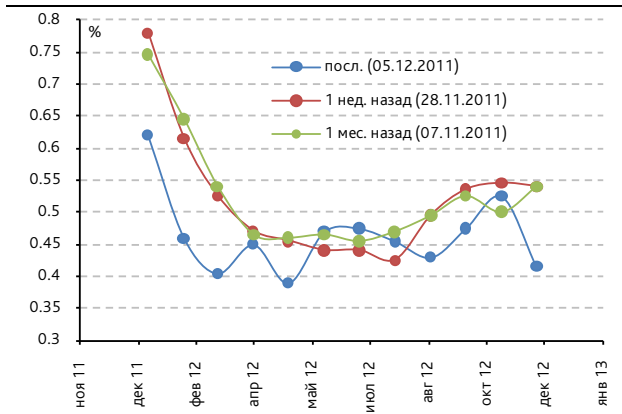
Ситуация на денежном рынке еврозоны остается достаточно напряженной. Высокий спрос на ликвидность находит свое отражение в инвертированности кривой фьючерсов One Month EONIA Futures, отражающих ожидания по ставке EONIA (стоимость заимствований на условиях «овернайт» в евро) – см. диаграмму 3. Тем не менее за последнюю неделю короткий конец кривой опустился на 15 бп, что может означать закладывание рынком ожиданий очередного снижения ставки со стороны ЕЦБ. Отметим, однако, что 3-месячные фьючерсы на ставку Euribor (см. диаграмму 4) не дают такой же картины в отношении ставки ЕЦБ, хотя напряженность с ликвидностью они также демонстрируют («задранный» ближний участок кривой).

Основным результатом заседания ЕЦБ в четверг, с нашей точки зрения, станет наращивание нестандартных мер поддержки: увеличение сроков неограниченного кредитования в евро до двух или даже трех лет (при текущем максимальном сроке в

един год). Обещаний по поводу наращивания объемов покупок «периферийных» госбумаг мы не ждем – данный вопрос может быть поднят только после подведения итогов саммита ЕС.

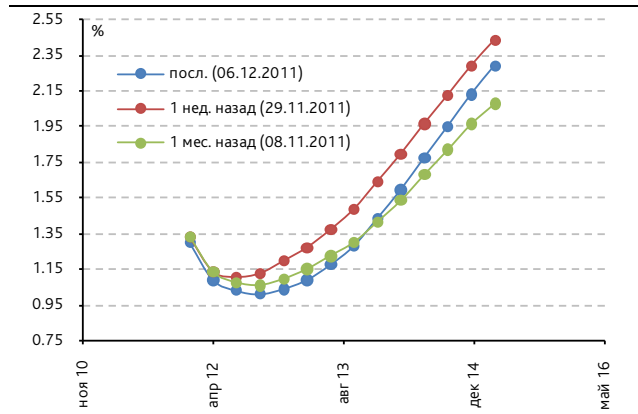
Отметим при этом, что речи о запуске «печатного станка» пока не идет. На состоявшемся накануне очередном 7-дневном депозитном аукционе (с их помощью ЕЦБ стерилизует поступающую от скупки госбумаг «периферии» ликвидность) регулятору было предложено EUR246 млрд, из необходимых EUR207 млрд. Таким образом, рассуждения перехода ЕЦБ в режим QE, возникшие после неудачного аукциона на прошлой неделе, пока не находят подтверждения.

ДИАГРАММА 3. ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ ONE MONTH EONIA FUTURES, МЕСЯЧНЫЕ КОНТРАКТЫ, ДЕКАБРЬ 2011 – НОЯБРЬ 2012



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ EURIBOR INTEREST RATE FUTURES, КОНТРАКТЫ С ИСПОЛНЕНИЕМ В ДЕКАБРЕ 2011 – МАРТЕ 2015



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Что касается ставки по операциям MRO, то проводимые Reuters в течение последних нескольких недель опросы показывали 50–60% вероятность того, что регулятор в декабре вновь снизит ее на 0.25 п.п., вернув тем самым на исторический минимум в 1%. Тем не менее мы полагаем, что ЕЦБ на заседании в четверг все же воздержится от очередного снижения ставки, учитывая пока еще сохраняющееся сильное инфляционное давление в еврозоне. Сбрасывать со счетов яркую приверженность регулятора исполнению своего мандата по поддержанию ценовой стабильности в среднесрочной перспективе также не стоит.

Кроме того, разрешению долгового кризиса это вряд ли поможет: банки в настоящий момент имеют практически неограниченный доступ к ликвидности ЕЦБ, однако не готовы направлять деньги на кредитование экономики из-за неопределенности даже на коротком горизонте. В этом свете примечательным нам представляется недавнее заявление одного из членов Совета управляющих ЕЦБ Ю. Штарка, по словам которого длительный период крайне низких ставок несет в себе определенные риски, включая, в частности, снижение инициативы у банков к сокращению долговой нагрузки.

**Итоги торгов по еврооблигациям: ускоренное падение котировок было вызвано внутренними факторами; длинные бумаги Газпрома потеряли до 2.7 п.п., Russia 30 – почти «фигуру»; активность в суверенных бумагах Украины и Беларуси отсутствовала**

Рынок российских евробондов накануне оказался под влиянием как внешних, так и внутренних факторов. Значительное снижение котировок при этом наблюдалось на фоне повышенной активности. В первой половине дня негатив на рынок принесли заявления S&P о возможном снижении рейтинга 15 стран еврозоны. Затем, ближе к 15:00 МСК, когда на ленты западных информагентств стали поступать сообщения о возможных беспорядках в Москве, продажи в евробондах заметно усилились. Торговый оборот в целом по рынку во вторник составил USD107 млн, против среднегодового значения USD80 млн.

В нефтегазовом секторе основной объем продаж пришелся на длинные выпуски Газпрома, потерявшие в цене по итогам дня до 2.7 п.п. Оборот в бумагах эмитента при этом составил USD26 млн, или чуть больше половины от оборота по корпоративному сегменту. Бумаги Лукойла подешевели на 40–100 бп. Во втором сегменте бесспорным лидером по активности стал выпуск VimpelCom 22, котировки которого опустились на 1.3 п.п. Из банковского сектора отметим длинные евробонды ВЭБа, потерявшие 70–100 бп, а также выпуски ВТБ, подешевевшие на 0.5–1.4 п.п. Котировки на дальнем конце кривой Альфа-Банка снизились на 30–40 бп.

Суверенные российские еврооблигации накануне также понесли существенные потери. Индикативный выпуск **Russia 30** снизился в цене на 92 бп до 118.21% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** расширился при этом на 12 бп до 222 бп. На этом фоне в украинских и белорусских суверенных бумагах активность накануне практически отсутствовала, значимого колебания котировок также не наблюдалось.

**Открытие торгов по еврооблигациям: надежды на успех саммита ЕС вновь толкают рынки вверх; Brent восстанавливается; ждем роста котировок на открытии**

Настроения на глобальных рынках продолжают определяться в основном ожиданиями саммита ЕС. Инвесторы, судя по всему, готовы поверить в способность Европы представить на этот раз жизнеспособный план по преодолению долгового кризиса в регионе. Азиатские фондовые индексы растут (**Nikkei 225** прибавляет порядка 1.2%), фьючерс на **S&P 500** торгуется в плюсе на 0.6%. Баррель Brent подорожал на USD0.6 по сравнению с уровнем закрытия основных торгов в России накануне и находится около отметки USD110.8. Мы полагаем, что у российских евробондов сегодня есть шанс отыграть часть вчерашних потерь, и ждем открытия торгов в зеленой зоне.

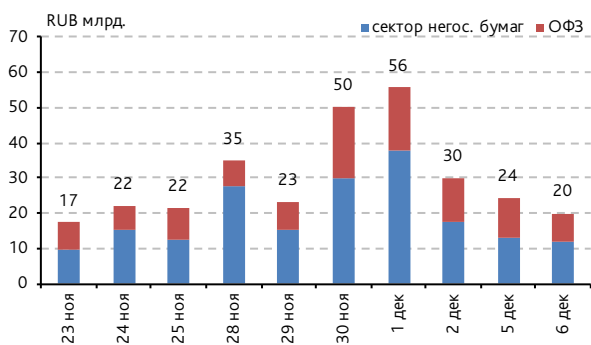
Главным поставщиком новостей на рынок сегодня вновь будет Европа. Министр финансов США Т.Гайтнер сегодня проведет встречу с президентом Франции Н. Саркози, в ходе которой, вероятно, он, как и накануне, попытается донести до европейцев мысль о необходимости срочных мер по урегулированию долгового кризиса. Интересными будут также итоги аукциона ЕЦБ по предоставлению банкам 3-месячной ликвидности в USD, особенно принимая во внимание предпринятые несколькими центробанками мира на прошлой неделе меры по снижению стоимости долларовых свопов.



**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto: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	29.7%
от 1 до 1.5 лет	8.8%
от 1.5 до 2 лет	6.5%
от 2 до 3 лет	17.7%
от 3 до 5 лет	22.9%
> 5 лет	14.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.89%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.81%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.97%	7.0
Банки	8.22%	1.5
Корп 1 эшелон	7.78%	2.0
Корп 2 эшелон	8.98%	2.0

### Возросшая нервозность в отношении рублевых активов обошла стороной рынок рублевого долга; на кривой ОФЗ отмечаем покупки в дюрации 2-3 года; аукцион ОФЗ 26206 имеет хорошие шансы на успех; размещение нового выпуска Красноярского края

Несмотря на возросшую нервозность в отношении рублевых активов, проявившуюся в сильном спросе на валюту против рубля и продажи в российских индексах акций, внутренний долг в терминах средневзвешенных цен завершил день на уровнях выше понедельника. При этом в длинных ликвидных ОФЗ продажи в течение дня обусловили снижение котировок на конец дня на 15–20 бп относительно end-of-day понедельника.

В ОФЗ наиболее благосклонное отношение к рублевому риску чувствовалось в 2-3 летнем сегменте суверенной кривой. **ОФЗ 25076** (YTM 7.12%) и **ОФЗ 25079** (YTM 7.71%) подорожали на 20–25 бп, рублевая кривая на данном участке снизилась на 9–10 бп. Ориентир доходности по последнему в 2011 г. аукциону **ОФЗ 26206** (YTM 8.11%), установленный Минфином в диапазоне 8.00–8.10%, предполагает хорошие шансы для размещения всего объема предложения в RUB10 млрд. по верхней границе заявленного индикативного коридора.

Субфедеральный сегмент вчера обогатился новым заемщиком: по итогам размещения выпуска **Красноярский край-5** (с дюрацией 2.3 года) ставка первого купона была установлена на уровне 9.50% (YTW 9.48%). Из корпоративных бумаг основная активность сосредоточилась в коротких новых выпусках, изменение цен которых не превышало +/-15 бп – **Газпром Капитал-3** (YTW 7.28%) и **РСХБ-15** (YTW 8.71%).



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

Денежный рынок

События денежного рынка

7 дек	Поступление средств бюджета с аукциона Минфина (RUB50 млрд., 35 дн.)
7 дек	Возврат Минфину RUB111.2 млрд. бюджетных средств с депозитов
7 дек	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд.
8 дек	Аукцион ВЭБа по средствам пенсионных накоплений (RUB15 млрд., 215 дн.)
14 дек	Возврат Минфину RUB227 млрд. бюджетных средств с депозитов
14 дек	Возврат Фонду ЖКХ RUB5 млрд. с депозитов

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.50	5.00	5.40	5.00/5.50
2-й круг	5.25/5.75	5.00	5.75	5.25/5.75

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.50	5.10-5.25	5.00-5.50

ЦБ сократил лимиты по 1-дневным РЕПО на RUB80 млрд. в преддверии зачисления средств от 3-месячного РЕПО; напряженность на денежном рынке не возникла, несмотря на сегодняшний возврат RUB111 млрд. бюджетных средств

Суммарные остатки на корсчетах и депозитах немного увеличились, достигнув отметки в RUB803.6 млрд. (+RUB2.9 млрд.). Снижение обязательств перед ЦБ и Минфином (на RUB50 млрд.) эквивалентно снижению объемов привлечения средств от 1-дневного РЕПО с ЦБ (-RUB52 млрд.) относительно предыдущего дня. Чистая ликвидная позиция банковского сектора составила -RUB726.5 млрд.

Объем сделок, заключенных с Банком России 6 декабря по операциям однодневного РЕПО, составил RUB119.5 млрд., по операциям недельного РЕПО – RUB351.3 млрд., что немного перекрывает величину обязательств, связанных с возвратом средств по 7-дневным сделкам РЕПО от 29 ноября (RUB340.1 млрд.). Фактически банки абсорбировали весь объем денежных средств, предложенных регулятором во вторник. Сокращение ЦБ лимита по однодневным РЕПО до RUB120 млрд. обусловлено стремлением денежных властей поддерживать постоянный уровень ликвидности, с учетом того, что сегодня на корсчета будут зачислены средства, привлеченные на аукционе 3-месячного РЕПО в понедельник (RUB71.1 млрд.).

Уменьшение объема денежных средств, привлеченных по операциям с ЦБ, обусловило повышенный интерес к аукциону Минфина по размещению временно свободных бюджетных средств. Предъявленный спрос практически в 2 раза превысил предложение (RUB50 млрд.), средневзвешенная ставка установилась на уровне 7.07% (+77 бп к объявленной минимальной). В итоге были удовлетворены заявки только 7 кредитных организаций. С учетом всех сегодняшних поступлений от ЦБ и Минфина (RUB121 млрд.) проблем с возвратом RUB111 млрд. бюджетных средств не возникнет.

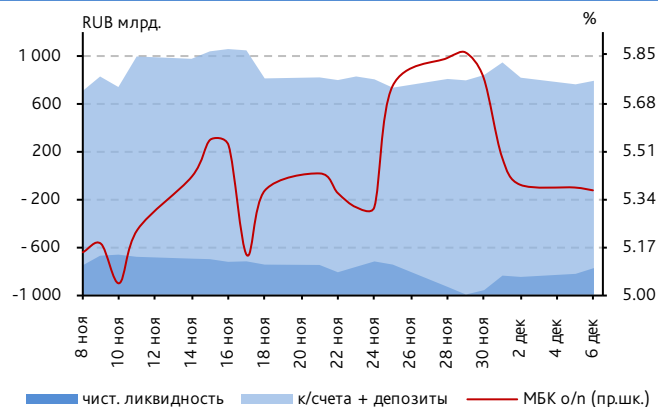
Несмотря на сжатие предложения ликвидности со стороны ЦБ, ставки рынка МБК относительно понедельника остались практически неизменными. Банки первого круга привлекали средства внутри дня под 5.1–5.25%, однако на момент закрытия стоимость кредитов овернайт выросла на 25 бп, достигнув уровней 5–5.5%. Сделки на рынке междилерского РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона в среднем осуществлялись по ставкам диапазона 5.30–5.65%, что на 10 бп ниже, чем в предшествующий день.

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

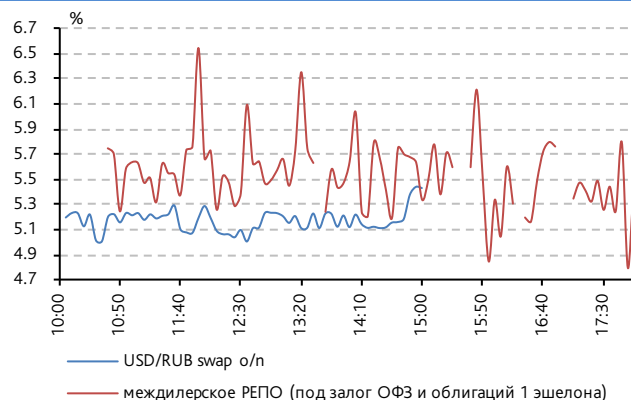
**Иван Синельников**  
+7 495 789-36-09  
[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)



Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



**Кредитные комментарии**

**ТГК-1 опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 9М 2011; долговая нагрузка стабильна, структура долга улучшилась; облигации неликвидны и неинтересны**

Вчера подконтрольная Газпрому ТГК-1 опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 9М 2011 г.

**КОММЕНТАРИЙ**

Из-за сильного влияния фактора сезонности на операционные показатели тепловых генерирующих компаний динамика квартальных показателей ТГК-1 не слишком репрезентативна. В годовом же выражении компания продемонстрировала неплохой рост основных показателей: ее выручка по итогам 9М 2011 г. увеличилась почти на 20% до RUB44 млрд., EBITDA – более чем на 60% до RUB9.2 млрд. Положительное влияние на выручку компании оказали рост цен на свободном рынке электроэнергии, 5%-й рост выработки электроэнергии, а также увеличение тарифов на тепло.

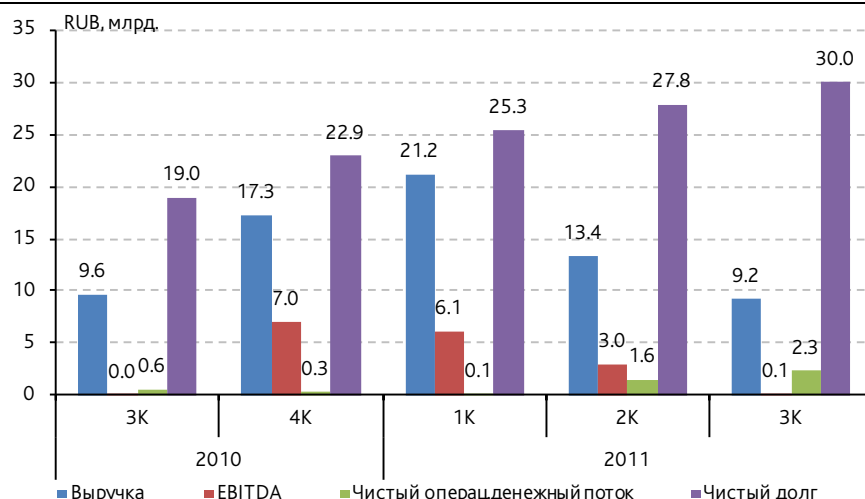
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТГК-1

МСФО, RUB млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	ЗК11/2К11	9М11/9М10
Выручка, в т.ч.	36.8	54.1	43.7	-31%	19%
электроэнергия	21.7	31.1	27.5	-23%	27%
тепло	14.7	22.3	15.8	-57%	7%
EBITDA	5.6	12.6	9.2	-97%	64%
Чистая прибыль	2.5	7.0	3.0		22%
Чистый операц. денежный поток	3.9	4.2	4.0	49%	3%
Инвестиционный денежный поток	8.3	13.4	10.9	8%	32%
Совокупный долг, в т.ч.	19.4	23.2	30.1	6%	55%
краткосрочный долг	5.9	6.9	2.1	-50%	-65%
Денежные средства и эквиваленты	0.4	0.3	0.2	-71%	-65%
Активы	105	114	133	1%	27%
<b>Показатели</b>					
EBITDA margin	15%	23%	21%		
EBITDA/проценты, (x)	55	103	20		
Долг/EBITDA*, (x)	1.5	1.8	1.9		
Чистый долг/EBITDA*, (x)	1.5	1.8	1.9		
Долг/Собственный капитал, (x)	0.3	0.3	0.4		

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

Как следствие, долговая нагрузка компании постепенно увеличивается, хотя по итогам 9М 2011 г. находится на комфортном уровне – около 1.9x по показателю «Чистый долг/EBITDA». Публичный долг компании уверенно снижается: так, в 3К компания в ходе оферты выкупила порядка 50% рублевого выпуска с погашением в 2014 г., что снизило совокупный объем находящегося в обращении облигаций ТГК-1 до приблизительно RUB3.8 млрд.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ТГК-1



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ТГК-1	NR
МСФО, 9М 2011	
Выручка, RUB млрд.	43.7
EBITDA margin	21%
Долг/EBITDA	1.9

Рублевые облигации ТГК-1 из-за малого объема в обращении, а также «неломбардного» статуса сейчас практически не торгуются, а индикативные уровни доходности по обоим выпускам предлагают премию к кривой ОФЗ в размере не более 40–50 бп, что скорее соответствует бумагам эмитентов первого эшелона с рейтингами инвестиционной категории.

Чистый операционный денежный поток остается стабильным – около RUB4 млрд. по итогам 9М 2011 г. ТГК-1 в промежуточной отчетности не раскрывает объем капитальных затрат, поэтому оценить свободный денежный поток можно только косвенно – из динамики чистого долга компании. Этот показатель за год увеличился почти на 60% или на RUB11 млрд., что подтверждает предположение о том, что ТГК-1 финансирует большую часть своей инвестпрограммы из заемных средств.



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

**Ситроникс опубликовал отдельные цифры отчетности по US GAAP за 9М 2011; долговая нагрузка по-прежнему запредельная; нейтрально относимся к рублевым бумагам компании**

Вчера Ситроникс – одна из дочерних компаний АФК Система, входящая в блок «Развивающиеся активы», опубликовала пресс-релиз, в котором раскрыла некоторые цифры отчетности по US GAAP за 9М 2011 г.

**КОММЕНТАРИЙ**

На операционном уровне по итогам 9М 2011 г. Ситроникс не смог существенно улучшить ситуацию относительно результатов прошлого года: выручка увеличилась на 36% до USD927 млн., но EBITDA в то же время за год снизилась на 17% до USD50 млн. Существенный рост EBITDA в квартальном выражении связан с завершением ряда высокомаржинальных проектов в 3К текущего года, что увеличило рентабельность по EBITDA телекоммуникационного и микроэлектронного направлений бизнеса компании на 13% и 12% соответственно (8% и 6% – во 2К 2011 г.).

Компания сообщает о подписании новых контрактов за сентябрь–ноябрь на сумму около USD240 млн., что должно оказать поддержку операционным показателям Ситроникса в 2012 г. Компания также сообщила, что к концу года будет запущено серийное производство на линии 90 нм. По словам менеджмента Ситроникса, принципиальные договоренности с потребителями уже достигнуты, подписание контрактов ожидается также до конца текущего года.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СИТРОНИКСА

US GAAP, USD млн.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	682	1,167	927	-5%	36%
ЕВITDA	59.9	114.7	49.5	283%	-17%
Чистая прибыль	-64.8	-59.7	-73.4		13%
Совокупный долг, в т.ч.	745	913	828	-18%	11%
краткосрочный долг	425	529	621	-2%	46%
Денежные средства и эквиваленты	115	262	79	-38%	-31%
Активы	1,803	2,010	1,857	-7%	3%
<b>Показатели</b>					
ЕВITDA margin	9%	10%	5%		
ЕВITDA/проценты	1.0	1.9	0.9		
Долг/ЕВITDA*	12.1	8.0	7.9		
Чистый долг/ЕВITDA*	10.2	5.7	7.2		
Долг/Собственный капитал	н.д.	2.1	н.д.		

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

Балансовые показатели Ситроникса пока не внушают оптимизма: долговая нагрузка остается крайне высокой – около 7.2х по показателю «Чистый долг/ЕВITDA». Совокупный долг компании сохраняется практически неизменным, в то время как доля краткосрочного долга по итогам 3К 2011 г. увеличилась до 75% от совокупного кредитного портфеля. Несколько улучшает ситуацию рефинансирование кредитов Банка Москвы, которое компания осуществила в конце ноября (см. «Навигатор долгового рынка» от 29.11.2011 г.) – доля краткосрочного долга Ситроникса должна была снизиться до 45–50%.

Ситроникс	ВЗ/НР/В-
US GAAP, 9М 2011	
Выручка, USD млн.	927
ЕВITDA margin	5%
Долг/ЕВITDA	7.9

Мы по-прежнему считаем кредитные риски Ситроникса исключительно высокими, а помощь от материнской структуры в том или ином виде необходимой для прохождения оферт по обоим выпускам рублевых облигаций. Крупные государственные и квазигосударственные банки остаются основными кредиторами Ситроникса, что ставит держателей облигаций в невыгодное положение в случае развития стресс-сценария. Текущий уровень доходности по обоим выпускам облигаций Ситроникса ниже 14% мы считаем не слишком привлекательным. Долговым бумагам компании мы предпочитаем в качестве инвестиции до погашения более доходные бонды Интуриста, другой «дочки» Системы.



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

**Moody's понизило рейтинг банка Ак Барс на одну ступень до «В1» из-за снижения показателей достаточности капитала на фоне возможного ухудшения операционной среды; нейтрально смотрим на долговые бумаги банка**

*Рейтинговое агентство Moody's вчера понизило рейтинг банка Ак Барс на одну ступень до «В1» с «негативным» прогнозом. Основной причиной является ослабление уровня самостоятельной устойчивости банка, ввиду давления на его капитал при невысоких показателях рентабельности, низкого потенциала абсорбирования убытков в случае ухудшения операционной среды и негативной рыночной конъюнктуры на финансовых рынках.*

**КОММЕНТАРИЙ**

Снижение рейтинга банка Ак Барс до «сингл В», на наш взгляд, умеренно негативно для его кредитного профиля, но едва ли стоит ожидать существенной реакции в котировках бумаг, ввиду их невысокой ликвидности. Заметим, что у банка сохраняется рейтинг от Fitch на уровне «ВВ», который на две ступени превышает оценку Moody's.

Мы разделяем опасения агентства о существенной подверженности уровня достаточности капитала банка давлению со стороны возможного ухудшения операционной среды и конъюнктуры на финансовых рынках. Заметим, что, по данным МСФО за 1П 2011 г., показатель Tier 1 снизился на 2 п.п. до 11.2% на фоне опережающих темпов роста рискованных активов и низких показателей рентабельности (ROAE 2.0%). При этом уровень обеспеченности капиталом Н1, по данным РСБУ за 9М 2011 г., сократился на 2.3 п.п. до 13.1%.

Структура портфеля ценных бумаг предполагает повышенные рыночные риски. Так, по данным РСБУ на 01.11.2011 г., из RUB59.8 млрд. вложений в ценные бумаги около 45% приходится на инвестиции в акции, еще 26% – на корпоративные облигации. Данный объем инвестиций в более волатильные инструменты при этом превышает величину собственных средств банка (RUB37.1 млрд.).

Кредитный портфель банка также характеризуется высоким объемом займов связанным сторонам и компаниям с повышенными отраслевыми рисками. По данным Moody's, объем кредитов связанным сторонам составил около 77% от капитала банка по итогам 1П 2011 г., ранее агентство озвучивало, что доля кредитов компаниям, деятельность которых связана с недвижимостью и строительством, достигает 17% от портфеля и более 84% от капитала. Вдобавок, согласно отчетности по МСФО за 1П 2011 г., свыше 50% от ссудного портфеля формируют кредиты торговым, финансовым и сельскохозяйственным компаниям.

Мы нейтрально смотрим на долговые бумаги Ак Барса. На данный момент единственный евробонд банка не отличается высокой ликвидностью и котируется с УТМ 4.4–5.7% к погашению в следующем году. Рублевый выпуск котируется выше номинала с УТР 7.4–8.3% к оферте в апреле следующего года, не предполагая торгового интереса.



**Юлия Сафарбакова**  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

Ак Барс	B1/NR/BB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	169.2
NIM	2.3%
Tier 1	11.2%

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
6 дек	Красноярский край-5	9.0	9.50%	5	9.48%
6 дек	Башнефть-16о	10.0	9.35%	2*	9.57%
5 дек	Автодор-1	3.0	9.75%	5	9.93%
2 дек	Карелия-14	1.0	9.99%	5	10.15%
1 дек	Удмуртия-5	2.0	10.15%	5	10.41%
1 дек	Татфондбанк-36о	2.0	12.25%	1*	12.60%
29 ноя	ТрансФин-М-17	1.0	9.70%	3*	9.94%
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5	9.84%
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-36о	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-36о	3.0	8.75%	1*	8.93%
15 ноя	НЛМК-76о	10.0	8.95%	3	9.15%
11 ноя	РусСтандарт-16о	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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
7 дек	Uranium One-1	16.5	9.75%	5*
7 дек	АИЖК-23	14.0	7.94%	0.5*
9 дек	Альфа-Банк-2	5.0	9.05-9.55%	1.5*
12 дек	ФСК ЭЭС-18	15.0	8.45-8.85%	2.5*
13 дек	Свердловская обл-1	3.0	н.д.	5
14 дек	ЮниКредит Банк-16о	5.0	8.75-9.00%	2*
15 дек	Коми-10	2.1	9.50%	5
16 дек	МДМ Банк-46о	5.0	9.00-9.50%	1*
21 дек	МСП Банк-1	5.0	9.00-9.75%	2*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
7 дек	ВТБ Лизинг-7	3.8	6.85%	8.15%	3*
7 дек	СКБ-Банк-46о	2.0	9.80%	10.75%	1*
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	8.75%	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	11.50%	2
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	8.75%	2*
8 дек	Формат	1.0	17.00%	17.00%	1*
8 дек	ЧТПЗ-16о	5.0	16.50%	12.50%	1*
8 дек	Элемент Лизинг-2	2.3	12.00%	14.00%	1*
12 дек	ПромНефтеСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
14 дек	Разгуляй-136о	1.0	0.00%	0.00%	1
15 дек	КИТ Финанс Капитал-2	4.0	11.00%	11.00%	3
15 дек	МБРР-5	5.0	8.25%	н.д.	3
16 дек	ММК-26о	10.0	9.70%	н.д.	1
16 дек	Т-Платформы	0.1	11.50%	12.25%	1*
16 дек	Трансфин-М-04	0.3	11.00%	9.50%	3
16 дек	Трансфин-М-05	0.3	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-06	0.5	11.00%	9.50%	3
16 дек	Трансфин-М-07	0.5	11.00%	9.50%	3

\* срок до ближайшей оферты, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
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
27 янв	ЛенЭнерго-2	3.0
1 фев	АИЖК-04	0.9
15 фев	ТД Копейка-2	4.0

## 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
14 ноя	GazpromBank 13C	CHF	420	4.38%	2
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
6 фев	PrivatBank 12	USD	500

**Дирекция анализа долговых рынков**[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

**Дирекция финансовых рынков**[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

**Руководитель дирекции****Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)**Руководитель управления торговли****Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)**Макроэкономика и стратегия****Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)**Руководитель управления продаж****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)**Управление продаж****Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)**Кредитный анализ****Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@trust.ru)

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

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

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в 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.