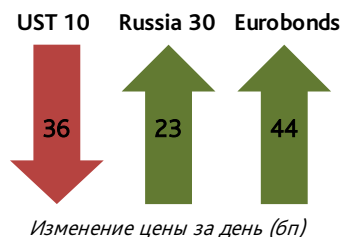


## Навигатор долгового рынка

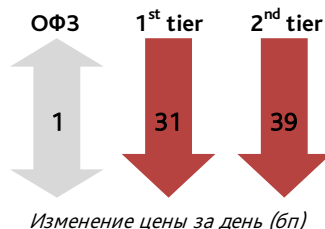
### Глобальные рынки и еврооблигации

- Итоги торгов по еврооблигациям: позитив из Европы поддержал цены на евробонды; котировки **Russia 30** поднялись до 116% от номинала
- Открытие торгов по еврооблигациям: эффект от аукциона **ЕЦБ** оказался недолгим – спрос на риск снижается; Brent торгуется чуть выше; ждем небольшой коррекции в суверенных бумагах на открытии
- Fitch** не планирует предпринимать действий в отношении суверенного рейтинга **США** до 2013 при отсутствии значимых шоков для экономики; без стратегии сокращения дефицита бюджета и стабилизации уровня госдолга утрата наивысшего рейтинга возможна к концу 2013
- ЕЦБ** выдал 523 банкам 3-летние кредиты на EUR489 млрд. – существенно выше прогнозов; по данным **Reuters**, банки **Италии** взяли более EUR110 млрд., **Испании** EUR50–100 млрд.; напряженность на рынке **МБК** отчасти будет снята, но средства вряд ли пойдут на покупку госбумаг «периферии»



### Рублевые облигации и денежный рынок

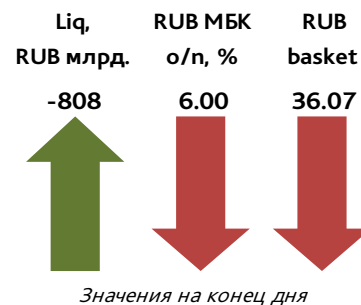
- Треть рыночной активности вчера сосредоточилась в дальнем конце кривой **ОФЗ**; в корпоративном секторе торги по-прежнему проходят по широкому спектру выпусков
- Компания **Каркаде** откладывает размещение RUB1.5 млрд. облигаций; ограниченный спрос на бумаги эмитента с повышенными кредитными рисками, на наш взгляд, вполне оправдан в текущих условиях
- Напряжение **денежного рынка** немного ослабло: в систему поступили деньги с недельного **РЕПО** с **ЦБ** и аукциона **Минфина** (всего около RUB600 млрд.); по 1-дневному РЕПО ЦБ увеличил лимит до RUB100 млрд. (+RUB50 млрд.); при этом остается высокая потребность в рублевой ликвидности со стороны банков 2-го круга
- ФК Открытие** до 27 декабря 2011 принимает заявки инвесторов на покупку RUB5 млрд. новых бондов 2-й серии с YTP 10.11–11.19% к 2-летней оферте; премия к бумагам **РСХБ** составляет 110–220 бп, не предполагая интереса даже по верхней границе; не исключено, что сделка носит технический характер



### Кредитные комментарии

- НМТП** в 3К 2011 увеличивает основные операционные показатели за счет возобновления экспорта зерна; кредитные риски остаются значительными из-за высокой долговой нагрузки; бумаги к покупке не рекомендуем
- VimpelCom Ltd.** не будет реализовывать опцион на покупку 25% Евросети; позитивно для его кредитного качества; длинные евробонды выглядят перепроданными, но сужение спреда к **MTS 20** маловероятно
- Аэрофлот** увеличит капитальные вложения на 31%, что не повлияет на кредитное качество; возможное размещение ADR за счет казначейских акций в будущем может быть позитивно воспринято кредиторами
- Камаз** ожидает замедления динамики продаж в 2012 после вступления России в ВТО; облигации неликвидны на вторичном рынке
- Русал** может лишиться алюминиевого завода в Нигерии; несущественно для операционного профиля компании; инвесторов сейчас больше беспокоят долговые проблемы компании; бонды Русала – самые доходные среди бумаг металлургов
- Промсвязьбанк** ожидаемо привлек субординированный заем от ЕБРР на RUB3.5 млрд., также ЕБРР инвестировал RUB0.5 млрд. в капитал банка; сделка окажет поддержку уровню обеспеченности капиталом; не ожидаем реакции в бондах

### Индикаторы FX/MM



### Российская макроэкономика

- Наш новый консервативный вариант годового прогноза по России: темпы экономического роста снижены до 3.0%, ставка рефинансирования повышена до 8.50%

### Макроцифра

0.1% – инфляция за 13–19 декабря

### Последние обзоры

- 21 декабря Башнефть: новый бонд лучше старых трех
- 20 декабря Каркаде: приятный вкус при отсутствии аппетита
- 12 декабря 2012 год, ликвидность, «защита» и кредитный подход
- 5 декабря ЧТПЗ и ТМК: такие похожие и такие разные компании
- 29 ноября Альянс Ойл: перевал пройден

### Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

## Глобальные рынки и еврооблигации

### Статистика и события

17:15	Голосование в Сенате Италии по изменениям в бюджете
17:30	ВВП США за 3К 2011 г. (третья оценка)
17:30	Первичная и длящаяся безработица в США
18:55	Индекс потребительского доверия от Мичиганского университета за декабрь
19:00	Индекс опережающих индикаторов в США за июль
20:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD4.25-5 млрд.

### Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	317	-8
UST10	◄►	1.96	+0.04
Russia 30-UST 10	▼	267	-8
EUR/USD	▼	1.3044	-0.3%
Oil (Brent)	▲	107.7	+0.4%
VIX	▼	21.43	-1.79

### Итоги торгов по еврооблигациям: позитив из Европы поддержал цены на евробонды; котировки Russia 30 поднялись до 116% от номинала

Торги на российском рынке еврооблигаций завершились в среду небольшим повышением котировок на фоне благоприятного новостного фона из Европы. Причем, как мы и предполагали, активность практически полностью сосредоточилась в суверенном сегменте.

В нефтегазовом секторе дружный рост котировок продемонстрировали средне- и долгосрочные еврооблигации Газпрома (+20–50 бп). Во втором эшелоне на 40–50 бп подорожали еврооблигации Вымпелкома. Из бумаг банковского сектора отметим еврооблигации Сбербанка и ВЭБа, рост котировок которых составил 30–60 бп.

Индикативный суверенный выпуск **Russia 30** прибавил по итогам дня 23 бп до 116% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** сузился на 8 бп до 267 бп. Украинские суверенные еврооблигации на фоне сохраняющейся крайне низкой активности подорожали на 30 бп, а белорусские – на 10–30 бп.

### Открытие торгов по еврооблигациям: эффект от аукциона ЕЦБ оказался недолгим – спрос на риск снижается; Brent торгуется чуть выше; ждем небольшой коррекции в суверенных бумагах на открытии

Эффект от проведенного накануне аукциона ЕЦБ достаточно быстро исчез с рынка: инвесторы сочли его достаточным для решения лишь проблем с ликвидностью в банковском секторе, но не для урегулирования долгового кризиса. Азиатские рынки торгуются в минусе (**Nikkei 225** снижается на 0.7%), а фьючерс на **S&P 500** теряет около 0.3%. Баррель Brent колеблется в цене около отметки USD107.5, что на USD0.5 выше уровня закрытия основных торгов в Росси накануне. Мы не исключаем незначительной коррекции в суверенных выпусках на сегодняшнем открытии торгов на российском рынке еврооблигаций.

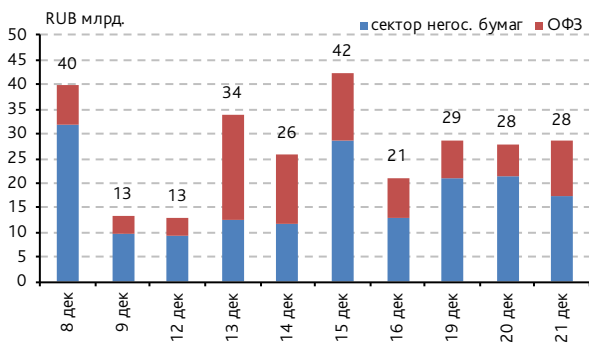
Статистический фон четверга достаточно насыщен. Так, в Италии пройдет ключевое голосование по жесткому бюджетному законопроекту, уже получившему неофициальное название «Спасти Италию». В США сегодня опубликуют третью, финальную оценку ВВП страны за 3К 2011 г. Также влияние на настроения рынка может оказать публикация индекса потребительского доверия от Мичиганского университета и индекса опережающих показателей.



**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	25.9%
от 1 до 1.5 лет	4.7%
от 1.5 до 2 лет	5.2%
от 2 до 3 лет	8.8%
от 3 до 5 лет	46.0%
> 5 лет	9.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.73%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.93%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.93%	6.5
Банки	8.49%	1.5
Корп 1 эшелон	8.07%	2.0
Корп 2 эшелон	9.11%	1.5

### Треть рыночной активности вчера сосредоточилась в дальнем конце кривой ОФЗ; в корпоративном секторе торги по-прежнему проходят по широкому спектру выпусков

Из RUB28 млрд. совокупного объема биржевых сделок без учета РЕПО в среду почти треть пришлась на торговлю **ОФЗ 26206** (YTM 8.35%) и **ОФЗ 26204** (YTM 8.40%), которые на протяжении всей последней недели стояли на месте. В среднем участке локальной суверенной кривой прошли покупки в 4-летнем **ОФЗ 25079** (YTM 7.80%), подорожавшем на 30 бп.

В корпоративных выпусках из активно торгуемых бумаг мы бы отметили несущественные продажи в ряде коротких бумаг второго эшелона: **АФК Система-2** (YTW 8.36%) и **Сибметинвест-1** (YTW 8.36%) подешевели примерно на 20 бп. Из недавно размещенных выпусков на вторичные торги вчера вышел **Газпромбанк БО-4** (YTW 8.67% при годовой дюрации), отторговавшийся примерно на уровне номинала.

### Компания Каркаде откладывает размещение RUB1.5 млрд. облигаций; ограниченный спрос на бумаги эмитента с повышенными кредитными рисками, на наш взгляд, вполне оправдан в текущих условиях

Вчера лизинговая компания Каркаде завершила формирование книги заявок инвесторов на покупку выпуска облигаций 2-й серии на RUB1.5 млрд. По сведениям Интерфакса, размещение дебютных облигаций отложено. Напомним, что ориентир по квартальному купону находился в диапазоне 12.5–13.5%, обеспечивая YTP 13.1–14.2% к оферте через год.

Несмотря на предложение высокого купона, эмитенту, по всей видимости, не удалось найти необходимый спрос на бумаги по таргетируемой цене, что, на наш взгляд, вполне закономерно. Как мы писали в нашем специальном обзоре [«Каркаде: приятный вкус при отсутствии аппетита»](#), кредитные риски компании довольно высоки, ввиду небольшого масштаба бизнеса и повышенных операционных рисков (ориентация на работу с компаниями МСБ в сегменте лизинга легкового транспорта). Кроме того, структура источников фондирования предполагает повышенные риски рефинансирования. Волатильность на мировых рынках приводит к более аккуратному подходу инвесторов к оценке кредитных рисков эмитентов и ограниченному спросу на бумаги 2–3 эшелонов.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

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

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

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



## Денежный рынок

### События денежного рынка

26 дек	Уплата акцизов, НДС (всего RUB200–220 млрд.) за ноябрь
28 дек	Уплата налога на прибыль (RUB330–360 млрд.) за отчетный период
28 дек	Возврат Минфину RUB54.1 млрд. бюджетных средств
11 янв	Возврат Минфину RUB190 млрд. бюджетных средств
18 янв	Возврат Минфину RUB171 млрд. бюджетных средств
25 янв	Возврат Минфину RUB170 млрд. бюджетных средств

### RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.50/6.50	5.50	6.50	5.75/6.25
2-й круг	5.75/6.75	5.75	6.75	6.00/6.50

### Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.50-6.50	5.75-6.00	5.75-6.25

**Напряжение денежного рынка немного ослабло: в систему поступили деньги с недельного РЕПО с ЦБ и аукциона Минфина (всего около RUB600 млрд.); по 1-дневному РЕПО ЦБ увеличил лимит до RUB100 млрд. (+RUB50 млрд.); при этом остается высокая потребность в рублевой ликвидности со стороны банков 2-го круга**

Совокупные остатки на корсчетах и депозитах утром 22 декабря составили RUB1.03 трлн., снизившись за день на RUB0.02 трлн. Средства на депозитах уменьшились на RUB6.8 млрд., на корсчетах – на RUB15.4 млрд. Сокращение обязательств банковского сектора перед ЦБ и Минфином составило около RUB84 млрд. В этой связи чистая ликвидная позиция увеличилась на RUB61.8 млрд., достигнув -RUB808.4 млрд.

Вчера ЦБ предложил на аукционе прямого 1-дневного РЕПО RUB100 млрд. (+RUB50 млрд.) В течение первой сессии практически весь лимит был «освоен», средневзвешенная ставка по заключенным сделкам составила 5.94%, немного снизившись по отношению к уровню вторника (на 14 бп). Тем не менее переспрос составил примерно 1.9x. Напомним, что в среду также были зачислены средства с недельного РЕПО и аукциона Минфина (всего около RUB600 млрд.), поэтому банки сократили объем операций по альтернативным инструментам рефинансирования. В частности, по фиксированной ставке 6.5% было заключено сделок РЕПО на RUB2.05 млрд.

На рынке МБК банки 1-го круга привлекали кредиты овернайт под 5.75–6.00%, что соответствует уровню предыдущего дня. На рынке 1-дневного междилерского РЕПО ставки подросли на 30–40 бп, достигнув отметки 6.10–6.40%, что свидетельствует об увеличении потребности в рублевой ликвидности со стороны банков 2-го круга.

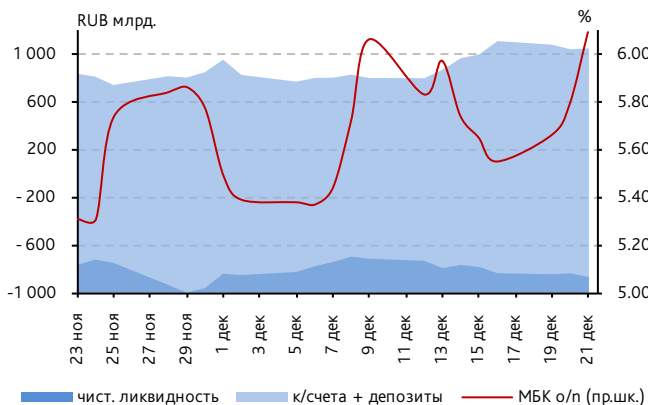
Напомним, что до конца года денежный рынок ожидает серия крупных оттоков. 21 декабря должно состояться погашение обязательств по уплате акцизов и НДС (всего на сумму RUB200–220 млрд.), а 28 декабря наступит время расчета по налогу на прибыль (RUB330–360 млрд.), а также возврата Минфину RUB54.1 млрд. бюджетных средств.



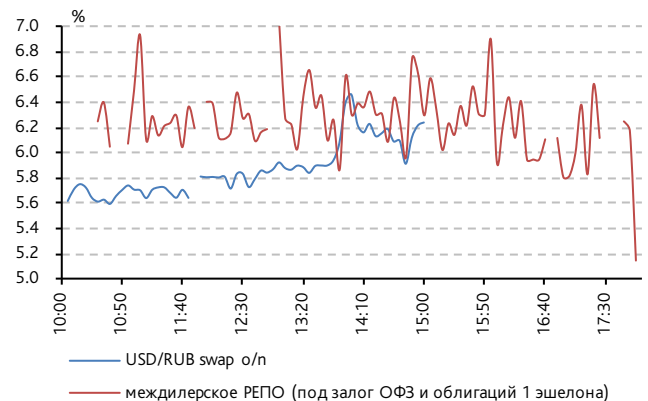
**Иван Синельников**  
+7 495 789-36-09

[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

### Ликвидность



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



**Кредитные комментарии**

**НМТП в ЗК 2011 увеличивает основные операционные показатели за счет возобновления экспорта зерна; кредитные риски остаются значительными из-за высокой долговой нагрузки; бумаги к покупке не рекомендуем**

Вчера НМТП опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 9М 2011 г. и провел телеконференцию.

**КОММЕНТАРИЙ**

В январе 2011 г. НМТП приобрел 100% долю в уставном капитале Приморского торгового порта (ПТП) за USD2.15 млрд. и консолидирует его в своей отчетности в 2011 г. В результате серьезные изменения коснулись почти всех форм отчетности, и сравнения с предыдущим годом являются не очень показательными. Квартальная динамика в 2011 г. сопоставима и позволяет сделать определенные выводы.

Выручка и EBITDA компании в ЗК 2011 г. увеличились благодаря рекордной перевалке зерна после отмены с 1 июля 2011 г. эмбарго на его экспорт. Прибыль, однако, оказалась в «отрицательной зоне». Это произошло из-за убытков по курсовым разницам в размере USD300 млн., которые обусловлены, главным образом переоценкой займа от Сбербанка, привлеченного для приобретения ПТП. Тем не менее эти убытки «неденежные» и не повлияли в значительной мере на денежные потоки компании.

Поскольку приобретение Приморского порта было полностью профинансировано заемным капиталом, долговая нагрузка взлетела с 0.1x по показателю «Чистый долг/EBITDA» до 6.4x в конце 2К 2011 г. Увеличение показателя EBITDA за последние 12 месяцев, обусловленное органическим ростом, а также постепенным инкорпорированием EBITDA ПТП, обеспечило снижение долговой нагрузки до 5.1x в конце 3К 2011 г. Тем не менее кредитные риски по-прежнему остаются значительными.

В августе 2011 г. из-за падения стоимости акций НМТП нарушила ковенанты по кредиту Сбербанка. В сентябре компания получила отказ банка от права требования досрочного погашения долга. Учитывая стратегическую важность группы НМТП, мы считаем, что основной кредитор и дальше будет проявлять лояльность к заемщику в случае возникновения сложных ситуаций, однако сам факт нарушения ограничений оказывает определенное давление на кредитный профиль компании.

**ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НМТП**

МСФО, USD млн.	9М 2010*	2К 2011	3К 2011	9М 2011	ЗК 11/2К 11
Выручка	499	261	288	782	10%
EBITDA	328	124	169	408	36%
Чистая прибыль	233	79	-151	72	-291%
Чистый операционный денежный поток	250	73	87	199	19%
Капвложения и М&А	60	-26	25	2,166	
Свободный денежный поток	205	53	61	133	16%
Совокупный долг, в т.ч.	327	2,595	2,528	2,528	-3%
краткосрочный долг	28	408	391	391	-4%
Денежные средства и эквиваленты	59	48	55	55	15%
Активы	1,369	4,239	3,802	3,802	-10%
<b>Показатели</b>					
EBITDA margin	66%	47%	59%	52%	
EBITDA/проценты	16.3	3.5	4.3	3.8	
Долг/EBITDA**	0.8	6.4	5.2	5.2	
Чистый долг/EBITDA**	0.6	6.2	5.1	5.1	
Долг/Собственный капитал	0.3	2.2	2.8	2.8	

\* данные за 9М 2011 не включают в себя показатели Приморского торгового порта

\*\* данные по EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

В течение года после отчетной даты погашению подлежат кредиты на общую сумму порядка USD400 млн., из которых USD300 млн. относятся к выпуску еврооблигаций. Как заявил во время телефонной конференции менеджмент компании, для рефинансирования еврооблигаций, скорее всего, будет размещен выпуск рублевых бондов объемом RUB4–5 млрд. (порядка USD150 млн.). Остальная часть, вероятно, будет погашена за счет свободного денежного потока. Абсолютный уровень долга, на наш взгляд, не претерпит значительных изменений в краткосрочной перспективе.

НМТП	ВаЗ/NR/BB-
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	782
EBITDA margin	52%
Долг/EBITDA	5.2

Еврооблигации НМТП с погашением в мае 2012 г. предлагают высокую доходность – порядка 5%. Тем не менее, учитывая высокие кредитные риски, мы нейтрально относимся к этим бумагам.



**Петр Макаров**  
+7 495 647-25-77  
[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

**VimpelCom Ltd. не будет реализовывать опцион на покупку 25% Евросети; позитивно для его кредитного качества; длинные евробонды выглядят перепроданными, но сужение спреда к MTS 20 маловероятно**

Сегодня утром VimpelCom Ltd. опубликовал пресс-релиз, в котором сообщил о своем отказе от реализации опциона на покупку 24.95% Евросети.

КОММЕНТАРИЙ

В «Навигаторе долгового рынка» от 13.12.2011 г. мы предположили, что привлечение двух кредитных линий совокупным объемом около USD1 млрд. без острой на то необходимости может свидетельствовать о намерении VimpelCom Ltd. участвовать в очередной M&A сделке. Наиболее вероятным претендентом для такой сделки мог бы стать 25% пакет Евросети, на покупку которого у компании есть опцион. Тем не менее VimpelCom Ltd. решил отказаться от консолидации ритейлера сотовых телефонов.

Для кредитного качества VimpelCom Ltd. отказ от доведения доли в Евросети до 75% выглядит положительным событием. Во-первых, компании не придется отвлекать около USD500–600 млн. на реализацию этого опциона, что могло бы несколько увеличить объем и без того очень значительного совокупного долга VimpelCom Ltd. Во-вторых, в нынешней рыночной ситуации и при сохранении определенных операционных проблем на российском рынке новая M&A сделка могла бы быть негативно воспринята инвесторами и кредиторами компании. В-третьих, консолидация ритейлера сотовых телефонов оказала бы дополнительное негативное влияние на рентабельность по EBITDA российского направления бизнеса VimpelCom Ltd., которое на данный момент не демонстрирует тенденции к росту этого показателя.

Длинные рублевые облигации Вымпелкома торгуются сейчас на уровне 9.5–10.0% годовых, что с учетом их «ломбардности» можно считать привлекательным уровнем, однако из-за сравнительно большой дюрации (2.3 и 3.3 года соответственно) их ликвидность остается невысокой. Еврооблигации VimpelCom Ltd. фундаментально перепроданы: самые длинные выпуски **VimpelCom 21** и **VimpelCom 22** предлагают премию к выпуску **MTS 20** в размере более 250 бп, что неоправданно с точки зрения разницы в их кредитных метриках. Тем не менее сужение спреда в текущих рыночных условиях маловероятно, а очень высокая волатильность длинных облигаций VimpelCom Ltd. позволяет нам рекомендовать их только инвесторам в высоком аппетитом к риску.



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

**Аэрофлот увеличит капитальные вложения на 31%, что не повлияет на кредитное качество; возможное размещение ADR за счет казначейских акций в будущем может быть позитивно воспринято кредиторами; к облигациям относимся нейтрально**

Вчера Интерфакс сообщил, что капитальные вложения Аэрофлота на 2012 г. утверждены в размере RUB3.2 млрд. Кроме того, совет директоров авиакомпании одобрил запуск программы ADR.

КОММЕНТАРИЙ

Операционный денежный поток Аэрофлота намного превосходит объем капитальных вложений, поэтому их рост не повлияет на кредитное качество. За 9М 2011 г. капитальные вложения составили USD67.3 млн. (в 2012 г. ожидается примерно USD100 млн.) при операционном денежном потоке в USD443 млн. Стоит заметить, что капитальные вложения в случае Аэрофлота являются не очень хорошим показателем инвестиционной деятельности, так как значительные средства могут направляться на предоплату по лизингу. В частности, за 9М 2011 г. она составила примерно USD400 млн. и соответственно в гораздо большей степени повлияла на денежные потоки по сравнению с капитальными вложениями.

VimpelCom Ltd.	NR
<i>US GAAP, 9M 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	14.4
EBITDA margin	41%
Долг/EBITDA	2.8

Аэрофлот	Fitch: BB
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млн.	3,919
EBITDA margin	16%
Долг/EBITDA	3.0

Размещение ADR за счет казначейских акций может быть умеренно позитивно воспринято кредиторами. Тем не менее пока получено лишь одобрение совета директоров, и конкретные намерения компания не озвучивала. Выкупленные акции составляют около 10% выпущенных акций.

У Аэрофлота два выпуска биржевых облигаций с дюрацией 1.2 года, которые предлагают премию к ОФЗ порядка 150 бп. Мы нейтрально относимся к этим бумагам.



**Петр Макаров**  
+7 495 647-25-77  
[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

**Камаз ожидает замедления динамики продаж в 2012 после вступления России в ВТО; облигации неликвидны на вторичном рынке**

*Вчера Камаз озвучил свои ожидания по рынку грузового транспорта на 2012 г. Согласно прогнозам компании, рост продаж составит только 9% в 2012 г., в то время как в 2011 г. ожидаемый прирост составит около 40%.*

**КОММЕНТАРИЙ**

На наш взгляд, новость умеренно негативна для кредитного профиля Камаза. Несмотря на ожидаемое замедление объемов продаж и, как следствие, снижение темпов роста денежных поступлений, устойчивость долговой нагрузки компании обеспечивается последовательным сотрудничеством с кредитными организациями по рефинансированию долга.

Основными предпосылками замедления динамики продаж в следующем году представители компании считают насыщение рынка грузовых автомобилей и вступление России в ВТО. Напомним, что после вступления в ВТО ожидается существенное снижение пошлин на ввоз грузового транспорта. Так, налоги на импорт новых самосвалов сократятся с текущих 25% до 10%, а еще через три года – до 5%. Также будут снижены или отменены дополнительные пошлины на объемы двигателей подержанных грузовиков в зависимости от возраста.

В итоге импорт подержанной грузовой техники существенно возрастет. По прогнозам Камаза, доля данной категории транспорта составит 14% от продаж в 2012 г. против 2% в 2011 г., а к 2015 г. рыночная доля достигнет 26%. При этом рыночная доля новой импортируемой техники, по расчетам компании, сохранится на уровне 30–33% (32% на текущий момент).

Рублевые выпуски компании неликвидны и не представляют интереса на вторичном рынке, впрочем, как и большинство выпусков компаний 3-го эшелона.



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

Камаз	NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	44.2
ЕБИТDA margin	4.9%
Долг/ЕБИТDA	5.5

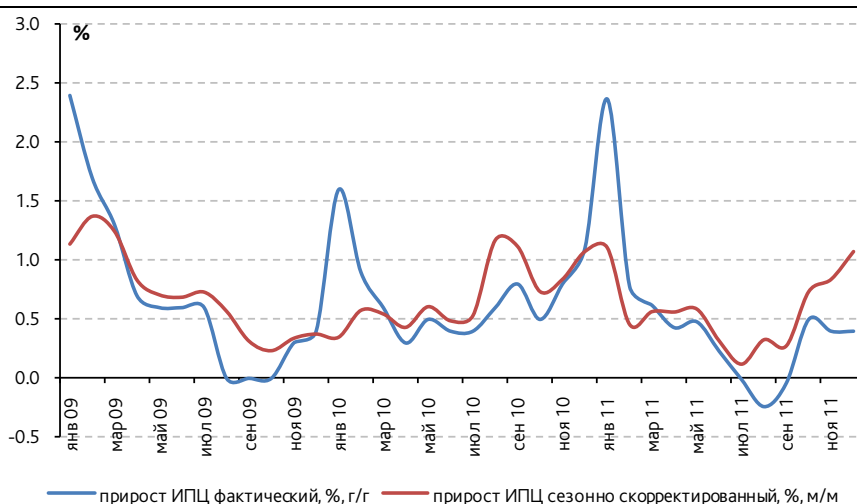
**Российская макроэкономика**

**Мы разработали новый консервативный вариант годового прогноза по России; темпы экономического роста понижены до 3.0%; ставка рефинансирования повышена до 8.50%**

В нашей «Стратегии долговых рынков–2012» мы разработали новый консервативный вариант макроэкономического прогноза по России (по сравнению с нашей презентацией «2012 год, ликвидность, «защита» и кредитный подход» на конгрессе Sбonds-2011). Вектор монетарной политики в 2012 г. смещен в сторону минимизации инфляционных рисков, но в ущерб экономическому росту; годовой ориентир по ставке рефинансирования повышен до 8.5% (против 7.25%). Разработка более «жесткого» прогноза обусловлена высокой вероятностью усиления консервативных настроений в Правительстве РФ и ЦБ после президентских выборов.

Напомним, что завтра (23 декабря) состоится заседание Совета директоров Банка России, на котором будет рассмотрен вопрос об изменении/сохранении ключевых процентных ставок. Данный вопрос будет решаться прежде всего, исходя из статистики по инфляции. Вот уже которую неделю подряд прирост потребительских цен замедляется до 0.1%. Это означает, что по итогам года ИПЦ составит около 6.5% к уровню 2010 г. (см. диаграмму). Монетарные власти, конечно, могут скорректировать данные показатели в сторону повышения.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ ПОТРЕБИТЕЛЬСКОГО РЫНКА, 2009–2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Исходя из логики гибкого инфляционного таргетирования, регулятор должен принимать во внимание достаточно широкий круг показателей социально-экономического развития, которые недавно были опубликованы Росстатом (см. таблицу). За период с января по сентябрь 2011 г. промышленное производство выросло на 5% по отношению к аналогичному периоду прошлого года. Следует отметить позитивные краткосрочные сдвиги в структуре экономики: обрабатывающая промышленность продемонстрировала опережающий рост по отношению к добывающей. Рост в обрабатывающих отраслях составил 106.8%, против 105.0% в сфере добычи нетопливных ресурсов и 101.3% в секторе производства топливно-энергетической продукции. Многим данные цифры могут показаться впечатляющими, особенно с учетом того, что в развитых странах намечается продолжительная стагнация и, возможно, спад.

На наш взгляд, этого роста недостаточно для страны с формирующимся рынком, которая стремится перейти к инновационному типу развития. Двухзначные цифры прироста в отдельных отраслях обрабатывающей промышленности (13.7% – резинотехнические изделия, 12.2% – машины и оборудование, 26.3% – транспортные средства) не являются убедительным свидетельством повышения наукоемкости ВВП. Дело в том, что именно эти отрасли больше всего пострадали во время спада 2008–2009 гг. То, о чем свидетельствует статистика, это восстановление утраченных докризисных позиций.

Не внушает оптимизма прирост реальных располагаемых доходов населения (0.2% за январь–ноябрь 2011 г.). В то же время российская модель роста основана на расширении совокупного потребления. Пока переход к инновационному типу развития остается долгосрочной перспективой, дестимулировать реальный драйвер, на наш взгляд, преждевременно.

Данные по безработице в относительном выражении (6.3% к экономически активному населению) свидетельствуют о формальном улучшении ситуации на рынке труда. Однако мы всегда рекомендуем дополнять эту статистику информацией об уровне смертности. Таким образом, за прошедший период 2011 г. число безработных сократилось на 240 тыс. человек, при этом ушло из жизни 1.61 млн. человек, большинство из которых было в трудоспособном возрасте. В подобной интерпретации статистика по безработице выглядит менее «радужной».

Наше видение вектора монетарной политики, которая необходима России, лежит в плоскости стимулирования экономического роста. Мы считаем, что дефляционные риски – большая опасность для экономики, чем инфляционные. Но мы понимаем положение Совета директоров ЦБ, обусловленное переходным политическим периодом, поэтому считаем, что в пятницу регулятор останется на консервативных позициях и ставки не будут пересмотрены.

ТАБЛИЦА. ПОКАЗАТЕЛИ СИСТЕМЫ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

	Ноябрь	Январь-ноябрь	2011 (оценка)
Прирост промпроизводства, %, г/г	3.9	5.0	5.5
Прирост инвестиций в основной капитал, %, г/г	7.7	5.6	6.7
Доля экспорта в ВВП, %	10.0	10.0	9.5
Безработица, % к ЭАН	6.3	6.3	6.3
Прирост реальных располагаемых доходов, %, г/г	0.2	0.2	0.2
Номинальный курс доллара, USD/RUB	30.8	29.1	31.0
Международные резервы, USD млрд.	514.1	514.1	505.0

Источник: ЦБ РФ, Росстат, НБ «Траст»



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

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
21 дек	АИЖК 2011-1-3	0.4	н.д.	33	н.д.
21 дек	АИЖК 2011-1-2	1.1	3.00%	33	3.03%
21 дек	АИЖК 2011-1-1	2.3	9.00%	33	9.31%
21 дек	НЛМК-3бо	5.0	8.75%	1.5*	8.94%
21 дек	НЛМК-2бо	5.0	8.75%	1.5*	8.94%
21 дек	Вологодская обл-2	2.5	10.65%	5	11.08%
20 дек	Бинбанк-1бо	3.0	9.85%	1*	10.08%
20 дек	ГПБ-4бо	10.0	8.50%	1*	8.67%
16 дек	МДМ Банк-4бо	5.0	9.50%	1*	9.71%
15 дек	Коми-10	2.1	9.50%	5	9.57%
14 дек	ЮниКредит Банк-1бо	5.0	9.00%	2*	9.20%
13 дек	Свердловская обл-1	3.0	9.27%	5	9.50%
12 дек	ФСК ЕЭС-18	15.0	8.50%	2.5*	8.68%
9 дек	Альфа-Банк-2	5.0	9.25%	1.5*	9.46%
7 дек	АИЖК-23	14.0	7.94%	0.5*	7.94%
7 дек	Uranium One-1	16.5	9.75%	5*	9.99%
6 дек	Красноярский край-5	9.0	9.50%	5	9.48%
6 дек	Башнефть-1бо	10.0	9.35%	2*	9.57%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
22 дек	Профит-Гарант-1	0.1	н.д.	3
22 дек	Инвектор-1	0.1	н.д.	3
22 дек	Связь-Банк-3	5.0	8.50%	1*
22 дек	Приам-1	0.3	9.00%	1*
23 дек	ВТБ-3бо	5.0	н.д.	3
23 дек	ВТБ-4бо	5.0	н.д.	3
23 дек	ВТБ-6бо	10.0	8.00-8.50%	1*
23 дек	ВТБ-7бо	10.0	н.д.	3
23 дек	Веста-1	0.3	10.20%	1*
27 дек	ИАВ 1-1	2.9	н.д.	33
27 дек	ТГК-1-3	2.0	н.д.	10

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
22 дек	Еврофинансы-Недвиж-2	1.1	5.00%	3.00%	1*
22 дек	ТатФондБанк-7	1.0	8.75%	10.00%	1
23 дек	АиФ-2	1.0	11.25%	12.75%	1
23 дек	ГС Сухого-1бо	3.0	8.25%	8.25%	1*
26 дек	ИНК	3.0	16.70%	н.д.	1
26 дек	Мой Банк-3	1.5	10.00%	10.00%	1
26 дек	Мой Банк-5	5.0	10.00%	10.00%	1*
29 дек	Наука-Связь	0.4	12.50%	11.25%	1*
29 дек	ПрямИнвест	0.5	12.00%	8.25%	1*
30 дек	АТЭК-1	2.5	12.50%	12.50%	2
6 янв	АТЭК-1	2.5	12.50%	12.50%	1
19 янв	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	2
25 янв	Глобэкс-2бо	5.0	8.10%	н.д.	1
31 янв	ИАРТ	1.0	8.50%	н.д.	1
6 фев	ПЭС	0.1	9.50%	н.д.	1
9 фев	ВТБ Лизинг-8	4.6	7.05%	н.д.	5
9 фев	ЛокоБанк-1бо	2.5	8.50%	н.д.	2
10 фев	АТЭК-2	0.3	11.00%	11.00%	0

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
15 фев	СУ-155-3	3.0
15 фев	ТД Копейка-3	4.0
21 фев	ТГК6 Инвест	2.0
21 фев	ОИЖК	0.7
21 фев	РАФ Лизинг Финанс	1.0
22 фев	ЮСКК-2	0.0
23 фев	МИА-3	1.5
23 фев	Белон-2	2.0

\* 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
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.
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
8 фев	Georgia Bank 12	USD	200

## 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)

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.