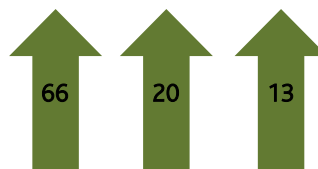


## Навигатор долгового рынка

### Глобальные рынки и еврооблигации

- ⌚ **Возможный купон по еврооблигациям** – основная тема конца прошлой недели; среди проигравших практически все стороны; не верим, что новация будет
- ⌚ **Спецобзор «Спрос на риск: иногда он возвращается»:** улучшение настроений инвесторов в **США** и **Европе** открыло «окно» на рынке евробондов для стран EM, но Россия пока им не воспользовалась; видим потенциал дальнейшего роста на вторичном рынке и рекомендуем покупку высоколиквидных долгосрочных выпусков
- ⌚ **Предварительная оценка ВВП США** за 4К 2011 оказалась хуже ожиданий, хотя итог по году – в пределах прогнозов **ФРС**; наиболее существенной реакцией рынка стала активизация покупок в UST
- ⌚ **Саммит ЕС:** вопросы ESM и «фискального союза» будут решаться на фоне продолжающихся переговоров по госдолгу Греции
- ⌚ **Итоги торгов по еврооблигациям:** торговая активность заметно снизилась; рост котировок продолжился, но отдельные выпуски не избежали коррекции; суверенные выпуски **Беларуси** вновь значительно подорожали
- ⌚ **Открытие торгов по еврооблигациям:** рынки продолжают отыгрывать данные по ВВП США, ждут итогов саммита ЕС и результатов аукциона по госбумагам Италии; прогнозируем снижение котировок на открытии
- ⌚ **Fitch** снизил суверенные рейтинги Италии и Испании на две ступени, поставив «негативный» прогноз; downgrade коснулся еще трех стран еврозоны

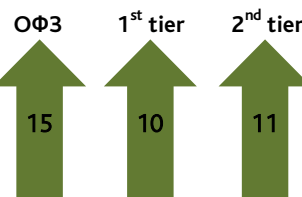
UST 10 Russia 30 Eurobonds



Изменение цены за день (бп)

### Рублевые облигации и денежный рынок

- ⌚ **Мощные покупки** в средних и длинных **ОФЗ** продолжились в пятницу; участники рынка говорят об обширном нерезидентском интересе к рублевому долгу
- ⌚ **Теле2** попытается разместить облигации; предложение выглядит привлекательно; ожидаем высокого спроса при доходности вблизи нижней границы диапазона
- ⌚ Однозначной рекомендации по публичной оферте **Ренова-СтройГруп** дать нельзя; инвесторам предстоит сделать непростой выбор
- ⌚ Аукционное **РЕПО** с **ЦБ** подорожало на 4 бп; аукцион **Минфина** завершился «недоспросом»; ставки **МБК** повысились на 10 бп; междилерское РЕПО осталось практически без изменений; на этой неделе ситуация с ликвидностью улучшится
- ⌚ **Газпромбанк** на прошлой неделе закрыл книгу заявок на покупку БО-3, установив купон на уровне 8.5%, или УТР 8.68% к 2-летней оферте; неинтересно для вторичного рынка: параметры обуславливают не более 170 бп премии к ОФЗ
- ⌚ **Транскредитбанк** 27 января приобрел дебютные облигации **Аэроэкспресса** на RUB1.75 млрд. из объявленного объема размещения в RUB3.5 млрд.; ранее сообщалось, что **Сбербанк** приобрел облигации на сумму RUB1.23 млрд.

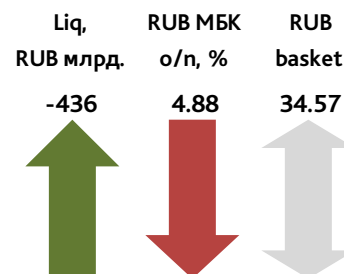


Изменение цены за день (бп)

### Кредитные комментарии

- ⌚ **Русал** в 2012 планирует остановить часть заводов; операционные показатели могут пострадать, но консолидированная рентабельность может увеличиться; облигации компании оценены справедливо
- ⌚ Правительство изучает различные формы приватизации **Трансконтейнера**; возобновление разговоров о приватизации – негативная новость для кредиторов Трансконтейнера; облигации неинтересны
- ⌚ **S&P** присвоило рейтинг **Московскому Кредитному Банку** «В+», что соответствует оценке других рейтинговых агентств; новость нейтральна для котировок бумаг
- ⌚ Если сделка по объединению энергоактивов **КЭС Холдинга** (ТГК-5, ТГК-6, ТГК-7 и ТГК-9 и ряд энергосбытов) и **Газпрома** (ОГК-2, ТГК-1 и Мосэнерго) не завершится до конца 1К 2012, то стороны откажутся от нее; на данном этапе нейтрально для облигаций энергетических компаний КЭС Холдинга и Газпрома

### Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

### Последние обзоры

- 27 января Спрос на риск: иногда он возвращается
- 27 января Купонные страхи в российских еврооблигациях
- 27 декабря Банковская система в ноябре: активизация корпоративных клиентов
- 23 декабря «Дочки» европейских банков на российском рынке: риски приходят извне
- 23 декабря Высокодоходные облигации: возможности для инвестиций

### Контакты и ссылки

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

**Глобальные рынки и еврооблигации**

**Статистика и события**

14:00	Итоги аукционов по госбумагам Италии с погашением в 2016–2022
17:30	Доходы и расходы потребителей в США за декабрь
18:00	Саммит ЕС (основная тема – экономический рост и рынок труда)
18:00	Итоги аукциона по краткосрочным госбумагам Франции в объеме EUR8.3 млрд.
19:30	Индекс деловой активности в производстве от ФРБ Далласа за январь
20:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD4.25–5 млрд.

**Ключевые индикаторы**

EMBI+ spread	◀▶	284	0
UST10	▼	1.88	-0.07
Russia 30–UST10	▲	230	+4
EUR/USD	▲	1.3224	+1%
Oil (Brent)	▼	111.1	-0%
VIX	▼	18.53	-0.04

**Возможный купон по еврооблигациям – основная тема конца прошлой недели; среди проигравших практически все стороны; не верим, что новация будет**

В конце прошлой недели неожиданно широкую огласку во всех деловых СМИ и на лентах новостей получили возможные новации Минфина по трактовке экономической и налоговой природы купонных выплат по российским еврооблигациям. В львиной доле выпускавшихся и выпускаемых валютных инструментов, которыми в основном являются LPN (loan-participation notes), конечными заемщиками в качестве непосредственного эмитента используются структуры SPV (special-purpose vehicle) в ирландской или люксембургской юрисдикциях. Через эти компании технически проходит выпуск еврооблигаций и выплата процентов конечным держателям. И Минфин имеет планы по налогообложению всех купонных выплат от заемщика к SPV по ставке налога на прибыль (20%), мотивируя это тем, что SPV является посредником, а не конечным держателем бумаг. Подробнее в нашем спецобзоре [«Купонные страхи в российских еврооблигациях»](#) от 27.01.2012 г.

Проведенный анализ видимых итогов потенциального решения российского финансового ведомства приводит нас к выводу, что с огромной долей вероятности история не получит своего продолжения ни для уже обращающихся еврооблигаций, ни для новых выпусков. Возможная выгода для бюджета и отдельных заемщиков имела бы массу далеко идущих негативных последствий, финансовая цена которых в разы превышает размер налога на прибыль с еврооблигаций. Мы думаем, что ни заемщики, ни Минфин не заинтересованы резко менять условия игры на рынке и что действующий статус-кво сохранится, но с рядом рекомендательных нововведений. По этой же причине мы надеемся, что Транснефть не пойдет дальше словесных интервенций и что не стоит делать ставку на массовую распродажу в ее еврооблигациях. В настоящее время мы исходим из того, что сложившаяся неопределенность будет закрыта в ходе встреч уже на следующей неделе и ралли в российских еврооблигациях, начавшееся в начале 2012 г., продолжится.



Леонид Игнатьев  
+7 495 647-23-60  
[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

**Спецобзор «Спрос на риск: иногда он возвращается»: улучшение настроений инвесторов в США и Европе открыло «окно» на рынке евробондов для стран EM, но Россия пока им не воспользовалась; видим потенциал дальнейшего роста на вторичном рынке и сохраняем рекомендацию на покупку высоколиквидных долгосрочных выпусков**

В пятницу мы опубликовали спецобзор [«Спрос на риск: иногда он возвращается»](#), центральной темой которого стал наблюдающийся с начала 2012 г. существенный рост интереса инвесторов к рисковому активам. В обзоре мы отмечаем, в частности, восстановление фондового рынка США до предавгустовских значений и снижение индекса «страха», VIX, до минимальных с июля 2011 г. отметок. В Европе снижение напряженности, обусловленное в основном действиями ЕЦБ и ФРС, вылилось в резкое снижение доходностей по госбумагам «периферийных» стран. Это в свою очередь позволило отдельным странам еврозоны провести ряд чрезвычайно успешных первичных размещений на рынке госдолга. При этом мы обратили внимание на тот факт, что значительная часть средств участников рынков по-прежнему остается в консервативных активах, а торговые обороты в рисковом инструменте (в частности, S&P 500) пока сохраняются ниже уровней 2П 2011 г. К тому же наблюдаемый рост цен американского суверенного долга также не позволяет говорить о выраженных аппетитах рынка.

Тем не менее заемщики из стран EM поспешили воспользоваться открывшимся на рынке «окном», доведя объем первичных размещений еврооблигаций в евро и долларах США до уровней благополучных марта–мая прошлого года. Суверенная

Россия пока не вышла на рынок публичного валютного долга, но вполне может это сделать во второй половине февраля–начале марта, что может привести к росту активности и цен и в корпоративном сегменте. Вторичный рынок российских еврооблигаций при условии отсутствия внешних шоков между тем имеет хорошие шансы продолжить рост в ближайшие недели. В этом свете мы подтвердили актуальность нашей рекомендации на покупку долгосрочных высоколиквидных выпусков.

**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)



### **Предварительная оценка ВВП США за 4К 2011 оказалась хуже ожиданий, хотя итог по году – в пределах прогнозов ФРС; наиболее существенной реакцией рынка стала активизация покупок в UST**

Обнародованная в пятницу предварительная оценка роста ВВП США в 4К 2011 г. оказалась хуже ожиданий рынка: фактический прирост к предшествующему кварталу составил 2.8% в годовом выражении при консенсус-прогнозе Reuters в 3.0%.

Абстрагируясь от подробного анализа динамики компонентов сводного показателя ВВП, которая в целом достаточно традиционна в последние кварталы, мы отмечаем, что рост показателя ВВП по итогам 2011 г., исходя из его первой оценки, соответствует прогнозам ФРС, озвученным в рамках ноябрьского заседания. При названном регулятором диапазоне прироста в 1.6–1.7% фактическая величина соответствует его верхней границе.

Тем не менее в отличие от нас рынки оказались менее благосклонны к итогам функционирования американской экономики в последнем квартале минувшего года. В первую очередь это выразилось в активизации покупок в американском долге: в течение получаса с момента обнародования статистики доходность бенчмаркового выпуска **UST10** снизилась с 1.96% до менее 1.91%, а на закрытие основной сессии на рынке акций США показатель ушел до менее чем 1.90%. При этом американский рынок акций закрывался незначительно ниже уровней четверга (–0.16% по индексу **S&P 500**).

Куда более эмоциональный отклик вопросы американской экономики получили после начала торгов на японском рынке акций (04:30 МСК). На традиционно «тонком» рынке ближайший фьючерс на индекс **S&P 500** потерял более 11 пунктов относительно пятничного закрытия базового актива, а доходность **UST10** снизилась до 1.87%. Впрочем, мы не готовы рассматривать текущую динамику отмеченных инструментов как сигнал к завершению покупок в рисковом активах, наметившихся с начала года.



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

### **Саммит ЕС: вопросы ESM и «фискального союза» будут решаться на фоне продолжающихся переговоров по госдолгу Греции**

Сегодня в Брюсселе состоится первый в 2012 г. саммит ЕС, темами которого заявлены экономический рост и рынок труда. Тем временем рынки ждут от глав государств и правительств принятия двух важных решений: окончательное оформление Европейского стабилизационного механизма (ESM) и подписание «бюджетного пакта».

Напомним, ESM объемом EUR500 млрд. должен уже в июле текущего года прийти на смену временному Европейскому фонду финансовой стабильности, EFSF. Тем не менее вопрос о совмещении эффективных объемов двух фондов Германия пока рассматривать не готова и настаивает на ограничении их совокупного объема на уровне лимита ESM – EUR500 млрд.

В понедельник также должно быть подписано соглашение о создании в ЕС «фискального союза», которое затем поступит на ратификацию в национальные парламенты. В этом вопросе сложности могут возникнуть, в частности, с Польшей, которая заявила о готовности подписать документ только в том случае, если ее допустят к процессу принятия решений внутри еврозоны, членом которой Варшава не является.

Между тем главными «неназванными» темами саммита все же станут затянувшийся вопрос со списанием греческого госдолга и в целом перспективы урегулирования долговых проблем Афин. По информации ведущих деловых СМИ (FT, Bloomberg,

Reuters), власти Греции и частные кредиторы находятся на завершающем этапе сделки, которая может состояться уже в ближайшие дни. Ее заключение позволит министрам финансов стран ЕС немедленно приступить к обсуждению деталей второго пакета помощи для Греции, чтобы успеть уберечь страну от угрожающего уже в марте дефолта.

**Итоги торгов по еврооблигациям: торговая активность заметно снизилась; рост котировок продолжился, но отдельные выпуски не избежали коррекции; суверенные выпуски Беларуси вновь значительно подорожали**

После ралли в минувший четверг, вызванного решениями ФРС, российские еврооблигации взяли передышку в последний рабочий день недели: рост котировок в пятницу в целом продолжился, но торговая активность заметно снизилась. При этом по отдельным бумагам наблюдалась небольшая коррекция.

В нефтегазовом секторе значимых колебаний котировок не наблюдалось – долгосрочные евробонды Газпрома, традиционно пользующиеся высокой популярностью у инвесторов, подорожали в пределах 10 бп. Во втором эшелоне около 20 бп прибавили в цене длинные бумаги Вымпелкома и около 40 бп – еврооблигации ТМК. Между тем выпуски **Sovcomflot 17** и **VimpelCom 17** подешевели на 10 бп. В банковском секторе коррекционные настроения были выражены более ярко. Так, долгосрочные евробонды ВЭБа отступили в цене на 20–40 бп. Под давлением оказались также отдельные выпуски Сбербанка и Газпромбанка.

Суверенный сегмент рынка завершил день в плюсе, однако рост котировок здесь был несколько сбит опубликованными в 17:30 МСК данными по ВВП США. Индикативный суверенный выпуск **Russia 30** завершил торги пятницы на уровне 118.68% от номинала (+20 бп). Спред **Russia 30–UST10** при этом незначительно расширился: на 4 бп до 230 бп. Суверенные евробонды Украины скорректировались в пятницу на 20–30 бп, в то время как белорусские суверенные бумаги продолжили стремительный рост, прибавив в цене 0.8–1.1 п.п.

**Открытие торгов по еврооблигациям: рынки продолжают отыгрывать данные по ВВП США, ждут итогов саммита ЕС и результатов аукциона по госбумагам Италии; прогнозируем снижение котировок на открытии**

Глобальные рынки в понедельник с утра продолжают отыгрывать данные по ВВП США, оказавшиеся хуже ожиданий. Сдерживающее влияние на рынки оказывает также ожидание главного события сегодняшнего дня – саммита ЕС. Азиатские фондовые площадки демонстрируют отрицательную динамику (**Nikkei 225** ушел в минус на 0.6%), а фьючерсы на **S&P 500** теряют около 0.5%. Пара EUR/USD умеренно снижается, однако по-прежнему находится выше отметки 1.3170. Баррель Brent торгуется вблизи уровня USD111, что лишь незначительно меньше уровня закрытия основных торгов в России в пятницу. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся сегодня со слабого снижения котировок.

Помимо встречи европейских лидеров, внимание рынков в понедельник наверняка привлечет аукцион по 5- и 10-летним гособлигациям Италии. Итоги размещения долгосрочных бумаг будут более показательными в сравнении с предыдущими аукционами, в основном по краткосрочным бумагам. В США сегодня выйдет важная статистика – данные по доходам и расходам потребителей за декабрь.

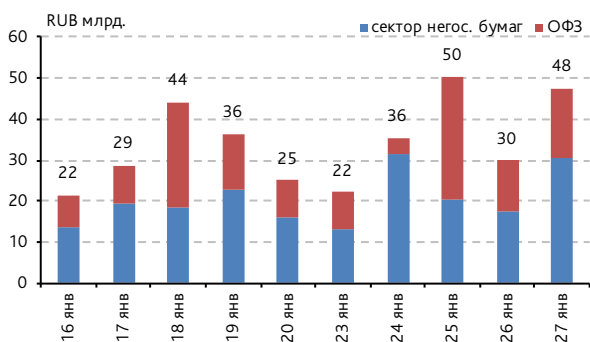
В целом предстоящая неделя обещает быть богатой на важные для рынков события. Так, в среду выйдут данные по деловой активности в США и Китае (ISM Manufacturing и PMI Manufacturing соответственно), в четверг глава ФРС Б. Бернанке выступит перед бюджетным комитетом Конгресса, а завершится рабочая неделя публикацией январских payrolls в США.



**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	18.7%
от 1 до 1.5 лет	7.3%
от 1.5 до 2 лет	6.6%
от 2 до 3 лет	11.3%
от 3 до 5 лет	28.5%
> 5 лет	27.6%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.48%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.62%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.92%	6.5
Банки	8.55%	1.5
Корп 1 эшелон	7.92%	2.0
Корп 2 эшелон	8.66%	2.0

### Мощные покупки в средних и длинных ОФЗ продолжились в пятницу; участники рынка говорят об обширном нерезидентском интересе к рублевому долгу; в корпоративном секторе в фаворитах пока остаются короткие качественные выпуски, вышедшие на рынок в конце 2011

Вопреки нашим ожиданиям о спаде аппетита к покупкам в преддверии выходных мощные покупки в ОФЗ и корпоративных бондах короткой и средней длины продолжились. В целом более 55% биржевых оборотов рынка рублевого долга пришлось на выпуски с дюрацией свыше 3 лет.

Длинные **ОФЗ 26206** (YTM 7.92%) и **ОФЗ 26204** (YTM 7.98%) подорожали на 24–36 бп – по словам участников рынка, в четверг-пятницу на данные бумаги предъявлялся объемный спрос со стороны инвесторов-нерезидентов. При меньшей ликвидности на 20 бп подорожал и 10-летний **ОФЗ 26205** (YTM 8.30%). В итоге локальная суверенная кривая снизилась на 6–8 бп на среднем и длинном участках. Напомним, что в среду Минфин намерен разместить RUB35 млрд. 10-летнего выпуска, что при условии сохранения текущего спроса на рублевый риск создает достаточно высокий интерес рынка к данной бумаге.

В корпоративном сегменте в фаворитах рынка по-прежнему остаются короткие качественные выпуски, размещившиеся в последние месяцы 2011 г. **ФСК ЭЭС-15** (YTM 8.50%) и **ФСК ЭЭС-18** (YTM 8.37%) по итогам дня подорожали на 7-10 бп. Аналогичные движения цен показали **НЛМК БО-7** (YTM 8.68%) и сопоставимый по дюрации с **РСХБ-15** выпуск **РСХБ-5** (YTM 8.74%).

Внешний фон в преддверии торгов рублевым долгом сегодня не исключает сценария локальной коррекции в ценах ликвидных выпусков, прежде всего ОФЗ.



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

### Теле2 попытается разместить облигации; предложение выглядит привлекательно; ожидаем высокого спроса при доходности вблизи нижней границы маркируемого диапазона

В минувшую пятницу четвертый по размеру абонентской базы игрок рынка сотовой связи, Теле2, начал маркетинг нового выпуска облигаций объемом RUB4 млрд. Компания ориентирует инвесторов на доходность в диапазоне 9.41–9.94% годовых к оферте через 2 года, т.е. с премией к текущей кривой Вымпелкома в размере не менее 40–50 бп.

Напомним, что Теле2 в конце прошлого года уже пытался разместить более длинные облигации (с офертой через 3 года) с аналогичной премией к кривой Вымпелкома, однако в конце ноября 2011 г. инвесторы были не готовы покупать столь длинные облигации. Тенденция в начале 2012 г. сохраняется – эмитенты пока не предлагают облигации с дюрацией более двух лет, поэтому размещение будет показательным для всего рынка.

Кредитное качество Теле2 остается крепким – компания характеризуется невысокой долговой нагрузкой, потенциальной поддержкой от шведской материнской компании и более высокими темпами роста абонентской базы по сравнению с операторами «большой тройки». Обращающиеся сейчас рублевые облигации Теле2 предлагают премию к локальной кривой Вымпелкома в размере около 30–50 бп при вдвое большей

по сравнению с размещаемым выпуском дюрации. На наш взгляд, новый выпуск может привлечь достаточное количество инвесторов для успешного размещения. В пользу этого говорит время открытия книги: всего два дня, 6 и 7 февраля.



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

### **Однозначной рекомендации по публичной оферте Ренова-СтройГруп дать нельзя: инвесторам предстоит сделать непростой выбор**

В пятницу Ренова-СтройГруп (РСГ) объявила публичную оферту по цене 96.25% от номинала. Максимальный объем приобретения 300 тыс. штук, что составляет 10% выпуска. Заявки принимаются с 6 по 8 февраля 2012 г. После объявления оферты сделки стали совершаться по цене 97.50%, что соответствует доходности 14.40% к декабрьской оферте. Мы полагаем, что однозначной рекомендации в этой ситуации дать нельзя – на одной чаше весов щедрая премия, на другой – высокий кредитный риск.

Действительно, облигации Ренова-СтройГруп – очень рискованный актив. После погашения большей части дебиторской задолженности в 1П 2011 г. у компании значительно снизились возможности для генерирования положительного операционного денежного потока. РСГ, скорее всего, придется рефинансировать выпуск, что с учетом высокой неопределенности на финансовых рынках может оказаться непростой задачей для эмитента третьего эшелона.

В тоже время цена вопроса высока. Даже среди эмитентов третьего эшелона премия к ОФЗ порядка 850 бп встречается нечасто. В этой связи, агрессивно настроенным инвесторам мы рекомендуем не заносить бумагу по оферте, а ждать выкупа по номиналу в декабре 2012 г. Пессимистам соответственно – наоборот.



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

## Денежный рынок

### События денежного рынка

30 янв	Уплата налога на прибыль (RUB280 млрд.)
30 янв	Возврат Минфину RUB162.2 млрд. бюджетных средств
31 янв	Аукцион Минфина по размещению RUB10 млрд. (119 дней)
1 фев	Аукцион ОФЗ 26205 (RUB35 млрд.)
7 фев	Возврат Фонду ЖКХ RUB12 млрд.
8 фев	Возврат Минфину RUB20 млрд. бюджетных средств

### RUB МБК o/n intraday

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

### Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.25-5.75	5.50-5.85	4.75-5.00

**Аукционное РЕПО с ЦБ подорожало на 4 бп; аукцион Минфина завершился «недоспросом»; ставки МБК повысились на 10 бп; междилерское РЕПО осталось практически без изменений; на этой неделе ситуация с ликвидностью будет улучшаться**

Объем остатков на корсчетах и депозитов на утро 30 января составил RUB892.7 млрд., что на RUB53.7 млрд. больше, чем в пятницу, 27 января. Рост наблюдался как по корсчетам (+RUB42.7 млрд.), так и по депозитам (+RUB11.0 млрд.). Обязательства банковского сектора перед ЦБ и Минфином незначительно увеличились (на RUB6.5 млрд.). Чистая ликвидная позиция в итоге выросла на RUB47.2 млрд. и достигла отметки в -RUB436.5 млрд.

В пятницу ЦБ оставил неизменным лимит по 1-дневному аукционному РЕПО (на уровне RUB50 млрд.). Коэффициент переспроса превысил 2.0x, объем заключенных сделок составил почти 100% лимита, средневзвешенная ставка, что ожидаемо, оказалась выше значений предыдущего дня на 4 бп и уравнилась на уровне 6.04%.

В динамике ставок МБК также наблюдался рост, что обусловлено потребностью резервирования средств для уплаты налога на прибыль в понедельник. В пятницу банки 1-го круга привлекали кредиты овернайт по средневзвешенной ставке внутри дня 5.50–5.85%, что на 10 бп выше, чем в четверг. 1-дневное междилерское РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона оставалось в пределах диапазона 5.90-6.15%. На данном рынке сдвинулась вверх только нижняя граница процентных ставок (на 10 бп), верхняя осталась без изменений.

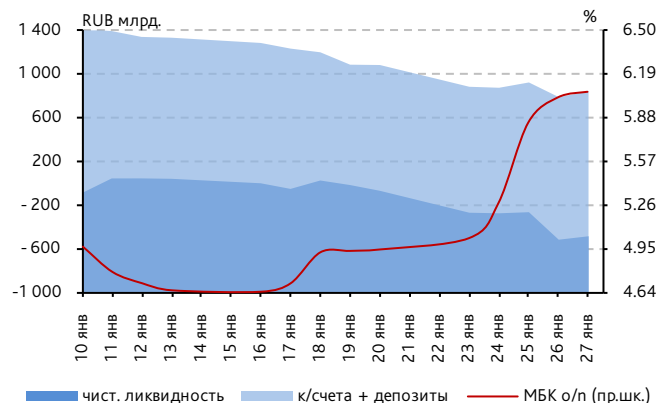
Аукцион Минфина, состоявшийся 27 января, завершился «недоспросом». При лимите в RUB150 млрд. (на фоне сегодняшнего возврата RUB162.2 млрд.) банки предъявили заявки только на RUB126.6 млрд., которые были удовлетворены в полном объеме. Средневзвешенная ставка при этом оказалась равной 6.49%.

Сегодня завершается налоговый период, и крупных оттоков денежных средств на этой неделе не ожидается. Завтра Минфин планирует провести аукцион по размещению RUB10 млрд. бюджетных средств (на 119 дней), что окажет дополнительную поддержку банкам в среду, когда состоится аукцион ОФЗ 26205 (RUB35 млрд.). В этой связи мы полагаем, что на этой неделе ситуация с ликвидностью будет улучшаться, кроме того, прогнозируем остановку в процессе укрепления номинального курса рубля.

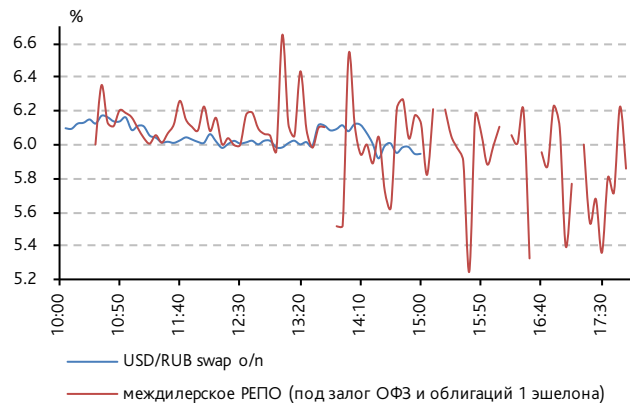


**Иван Синельников**  
+7 495 786-35-36  
[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)

### Ликвидность



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



**Кредитные комментарии**

**Русал в 2012 планирует остановить часть заводов; операционные показатели могут пострадать, но консолидированная рентабельность может увеличиться; облигации компании оценены справедливо**

В минувшую пятницу основной бенефициар Русала Олег Дерипаска сообщил, что компания в 2012 г. может последовать примеру других крупных алюминиевых компаний и сократить объем производства.

**КОММЕНТАРИЙ**

По словам Олега Дерипаски, Русал может закрыть часть заводов в России в ближайшие 18 месяцев, однако какие именно предприятия могут быть закрыты пока не известно. Представители компания уточнили, что совокупное снижение производства в результате приостановки некоторых заводов может составить около 6% от уровня конца 2011 г.

На данный момент Русал активно работает над улучшением рентабельности по EBITDA, из-за чего почти на всех заводах переходит к производству товаров с более высокой добавленной стоимостью (алюминиевые слябы, катанка, особые сорта алюминиевых сплавов). Учитывая эту стратегию, вполне вероятно, что компания приостановит или сократит производство на заводах в европейской части России и на Урале, где себестоимость производства существенно выше, чем в Сибири. Это связано с менее совершенными технологиями и более высокими ценами на электроэнергию в этих регионах. В этом случае приостановка части наименее эффективных заводов должна положительно сказаться на консолидированной рентабельности Русала, что в свою очередь должно помочь поддержать долговую нагрузку компании на текущем уровне.

Отметим, что именно очень высокая долговая нагрузка – это основная проблема кредитного профиля компании, показатель «Чистый долг/ EBITDA» компании находился на уровне 3.7x в конце 3К 2011 г. С учетом текущих сравнительно низких цен на алюминий и высокой волатильности на рынках обслуживания такого значительного долга может стать проблемой для компании. В частности, Русал уже обращался к зарубежным банкам-кредиторам с просьбой о пересмотре ковенантов по синдицированному кредиту. В результате банки предложили компании «каникулы» по тестированию ковенантов: они не будут их проверять в течение 12 месяцев, начиная с любого квартала 2012 г. по выбору Русала.

Рублевые облигации Русала остаются одними из самых дешевых среди бумаг металлургической отрасли, их индикативная доходность находится около отметки в 12% годовых. На наш взгляд, этот уровень является справедливым для неломбардных бумаг эмитента, который характеризуется столь высокой долговой нагрузкой и чьи операционные показатели могут ухудшиться в ближайший год.



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

**Правительство изучает различные формы приватизации Трансконтейнера; возобновление разговоров о приватизации – негативная новость для кредиторов Трансконтейнера; облигации неинтересны**

В пятницу первый вице-премьер Игорь Шувалов заявил, что правительство рассматривает различные формы приватизации Трансконтейнера.

**КОММЕНТАРИЙ**

Помимо аукциона правительство рассматривает предложения по обмену активами и привлечению конкретных стратегических инвесторов. Кроме того, пока не решено, какой именно пакет продавать, 25 или 50%, и когда это делать.

Новые разговоры о приватизации и многообразие ее возможных форм потенциально увеличивают вероятность ее проведения. Более того, обмен активами и конкретные предложения со стороны стратегических инвесторов, в меньшей степени зависят от текущей рыночной конъюнктуры, чем приватизация на аукционе. В результате главный аргумент РЖД, выступающей против приватизации в текущих рыночных условиях, становится менее убедительным. В итоге вероятность перехода Трансконтейнера из государственной собственности в частные руки повышается, что является негативным сигналом для кредиторов.

Русал	NR
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	9.5
EBITDA margin	24%
Долг / EBITDA	3.9

Трансконтейнер	Ва3/NR/BB+
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	22.8
EBITDA margin	28%
Долг/EBITDA	1.3

Два выпуска рублевых облигаций Трансконтейнера с дюрацией 1.1 и 2.4 года предлагают доходность около 7.80% и 9.00% соответственно. Премия к кривой РЖД порядка 60–80 бп выглядит обоснованной.



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

**S&P присвоило рейтинг Московскому Кредитному Банку «В+», что соответствует оценке других рейтинговых агентств; новость нейтральна для котировок бумаг**

На прошлой неделе S&P присвоило рейтинг Московскому Кредитному Банку (МКБ) «В+» со «стабильным» прогнозом. Аналитики ожидают замедления темпов роста бизнеса в текущем году практически вдвое относительно 2011г., исходя из показателей прибыльности и капитализации банка, и не исключают умеренного ухудшения качества активов и снижения чистой процентной маржи на диапазоне двух лет.

Рейтинг или прогноз по нему будет улучшен, если банк продемонстрирует консервативный рост кредитного портфеля без ухудшения его качества. Негативное рейтинговое действие может последовать в случае сокращения запаса ликвидных средств, более агрессивного управления задолженностью на срок до года и при возникновении рисков исполнения обязательств в результате активного роста.

**КОММЕНТАРИЙ**

Рейтинг, присвоенный S&P, соответствует оценке кредитного качества МКБ от других рейтинговых агентств: «В1» от Moody's и «В+» от Fitch. Поэтому новость нейтральна для кредитного качества банка, и мы не ожидаем реакции в его бумагах.

Мы согласны с мнением S&P о возможном замедлении темпов роста масштабов бизнеса МКБ в 2012 г. Согласно данным РСБУ, кредитный портфель банка вырос за прошлый год в 1.6 раза и достиг RUB167.4 млрд. Одновременно показатель достаточности капитала Н1 остался практически на прежнем уровне (12.3% против 12.6% в начале года) благодаря вливанию средств в капитал посредством допэмиссии акций и конвертации субординированного долга от акционеров. Коэффициент отдачи на капитал (ROAE составил 16.6% за 9М 2011 г. по МСФО) ограничивает темпы роста бизнеса при условии развития за счет внутренних средств. Представители банка также озвучивали более скромные ожидания на текущий год по темпам роста, прогнозируя увеличения кредитного портфеля на 20%.

На данный момент относительно ликвидные выпуски **МКБ-7** и **МКБ БО-4** предлагают около 350–360 бп премии к кривой ОФЗ на диапазоне 6–9 месяцев, что может представлять интерес в качестве инвестиции до погашения. Заметим, что **МКБ-7** включен в Ломбардный список ЦБ РФ. Мы нейтрально смотрим на евробонд **МСВ 14**, поскольку он не отличается высокой ликвидностью: котируется с весьма широкими bid/ask спредами с YTM 8.2–7.8%.



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

МКБ	В1/В+/В+
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	165.8
NIM	4.4%
NPLs (+90 дней)	0.9%

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
27 янв	ВТБ-760	10.0	7.95%	1*	8.18%
23 янв	РТК-3	5.0	11.00%	15	9.96%
20 янв	Аэроэкспресс-1	1.3	11.00%	5	11.30%
16 янв	ЛК УралСиб-260	2.0	11.50%	3	12.01%
30 дек	Заречная УК-1	3.0	10.80%	3*	11.09%
29 дек	ОТКРЫТИЕ ФК-2	5.0	10.75%	2*	11.04%
28 дек	Казань-8	2.0	8.00%	5	8.24%
27 дек	ТГК-1-3	2.0	10.30%	10	10.19%
27 дек	ИАВ 1-2	1.1	н.д.	33	н.д.
27 дек	ИАВ 1-1	2.9	8.95%	33	9.89%
23 дек	Веста-1	0.3	10.20%	1*	10.19%
23 дек	ВТБ-660	10.0	8.50%	1*	8.77%
22 дек	Приам-1	0.3	9.00%	1*	9.00%
22 дек	Связь-Банк-3	5.0	8.50%	1*	8.67%
22 дек	Инвектор-1	0.1	7.00%	3	7.00%
22 дек	Профит-Гарант-1	0.1	7.00%	3	7.00%
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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
1 фев	ГПБ-360	10.0	8.50%	2*
6 фев	ЕАБР-1	5.0	9.00-9.50%	2*
7 фев	Банк Зенит-460	3.0	9.00-9.20%	1*
7 фев	ВЭБ-Лизинг-6	10.0	н.д.	н.д.
9 фев	Теле2-СанктПетербург-5	4.0	9.20-9.70%	2*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
31 янв	ИАРТ	1.0	8.50%	8.50%	1
6 фев	ПЭС	0.1	9.50%	н.д.	1
7 фев	ВТБ24-2	10.0	4.50%	7.75%	1
8 фев	Ренова-СтройГруп-1	3.0	10.75%	10.75%	0*
8 фев	Фортум-2	5.0	6.50%	6.50%	1
9 фев	ВТБ Лизинг-8	4.6	7.05%	7.80%	0*
9 фев	ЛокоБанк-160	2.5	8.50%	н.д.	2
10 фев	АТЭК-2	0.3	11.00%	11.00%	0
14 фев	АлефБанк	1.0	11.00%	10.00%	1*
22 фев	Хортекс Финанс	1.0	13.00%	н.д.	1
24 фев	Микоян-2	2.0	13.50%	11.30%	1
24 фев	НОМОС-Банк-0160	5.0	7.00%	н.д.	2
26 фев	МосЭнерго-2	5.0	7.65%	н.д.	4
1 мар	МБРР-4	5.0	6.00%	н.д.	2
1 мар	РусьБанк-3	2.0	9.50%	н.д.	2
3 мар	Судостр.Банк-160	2.0	9.75%	н.д.	2
9 мар	Национальный стандарт	1.5	10.00%	н.д.	2
15 мар	Балтинвестбанк-2	1.5	9.00%	н.д.	3

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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	ЮССК-2	0.0
23 фев	МИА-3	1.5
23 фев	Белон-2	2.0
23 фев	ЛК УралСиб-3	1.5
28 фев	Рыбинскабель	1.0
28 фев	УралЭлектроМедь	3.0
7 мар	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0
8 мар	ЯкутскЭнерго-2	1.0
13 мар	РосТелеком-03	0.6
15 мар	Кокс-2	5.0
15 мар	Московская Обл-9	13.2

\* 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.
2 фев	TatFondBank 12	USD	225
6 фев	PrivatBank 12	USD	500
8 фев	Georgia Bank 12	USD	200
13 фев	KKB 12P	GBP	350
21 фев	Peru 12	USD	1423
12 мар	Poland 12E	EUR	750
20 мар	TNK 12	USD	500
21 мар	EuroChem 12	USD	300
12 апр	ATF 12	USD	200
20 апр	NKNH 12	USD	101

## 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)

## Руководитель управления продаж

**Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

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

## Управление продаж

**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

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

+7 495 647-25-74

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