TRUST
национальный банк траст

7 декабря 2010 г.

НАВИГАТОР ДОЛГОВОГО РЫНКА

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Увеличения экстренного фонда ЕС не будет, единые европейские облигации тоже отменяются
- **Moody's** понижает кредитный рейтинг **Венгрии** на 2 ступени
- **Россия отменила** размещение **рублевых еврооблигаций**; **Белоруссия** рассчитывает на азиатский рынок **в декабре**
- Вялые торги в **российских евробондах**; спред Russia 30 – UST 10 вернулся к нормальному уровню последних месяцев (стр. 2)

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Стабилизация **ликвидности** способствовала некоторому снижению ставок
- **Рубль** держится комфортно благодаря нефти
- **Газпромбанк** закрыл книгу на покупку БО-1; середина первоначального диапазона выглядит справедливо
- **БНП Париба** Банк выпустит рублевый долг; иностранные банки активно осваивают локальный рынок публичного долга
- **Глобэкс** дает интересную доходность; БО-3 и БО-5 интересны для покупки
- **Вторичный рынок**: ожидаемый спрос на **Копейку**; спросом пользуется и кредитный риск **Евраза** (стр. 3)

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **ТМК** увеличивает дюрацию долгового портфеля; позитивно, но уже заложено в цену бумаг
- **Башнефть** нейтральные результаты 3К 2010 по МСФО; ждем подробностей по месторождениям Требса и Титова; бумаги переоценены рынком
- **Аэрофлот**: позитивная отчетность за 9М 2010 г.; основные риски – консолидация проблемных активов и потеря роялти
- **Сбербанк** финансовые результаты по МСФО за 9М и 3К 2010; спред к кривой России в 100 бп – хороший повод заменить суверенный риск в портфеле
- **ВТБ** выкупил пакет акций Росбанка у группы «Интеррос»
- **АТФ Банк** умеренно негативные итоги за 3К 2010
- Облигационеры не согласились с условиями реструктуризации **Астана-Финанс** (стр. 4-9)
- **НМТП**: держатели евробондов практически единогласно одобрили сделку с Транснефтью и ПТП

СЕГОДНЯ

- Статистика США: **объем потребительских кредитов** в октябре
- Размещения: **РосДорБанк-1**

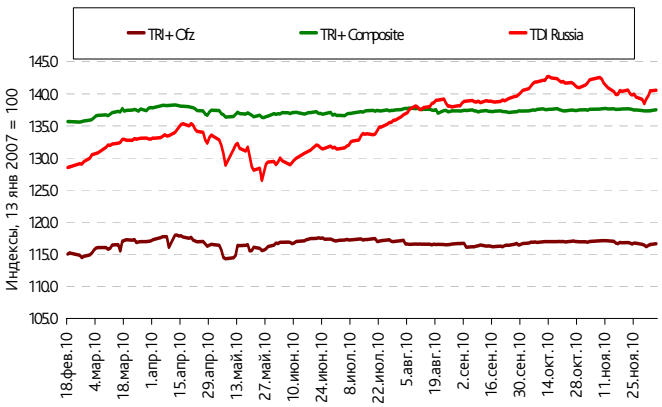
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

		Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↑	218.00	8.00	21.00	30.00
EMBI+ spread	↑	246.07	4.86	8.42	-27.69
Russia 30 Price	↓	117.24	- 1/8	-4 2/8	+4 3/8
Russia 30 Spread	↑	165.10	+3.30	+16.30	+10.90
Russia 5Y CDS	↑	149.75	+1.11	+13.72	-33.08
UST 10y Yield	↓	2.952	-0.02	+0.41	-0.89
BUND 10y Yield	↓	2.849	-0.00	+0.46	-0.54
UST 10y/2y Yield	↑	251.2	+1	+37	-19
Mexico 33 Spread	↓	242	-4	-8	+3
Brazil 40 Spread	↑	99	+1	+3	-55
Turkey 34 Spread	↑	257	+1	-7	-25
ОФЗ 26199	↑	6.06	+0.02	+0.44	-1.75
Москва 50	↑	5.96	+0.22	+0.43	-2.63
Мособласть 8	↓	8.15	-0.00	+0.48	-2.64
Газпром 4	↔	7.90	-	0.00	+3.66
МТС 3	↓	7.42	-0.11	-0.50	-0.54
Руб / $	↓	31.287	-0.065	+0.516	+1.102
$ / EUR	↓	1.331	-0.011	-0.062	-0.102
Руб / EUR	↑	41.768	0.540	-1.398	-1.693
NDF 1 год	↑	4.610	+0.040	+0.340	-1.480
RUR Overnight	↓	2.38	-0.1	+0.1	+1.9
Корсчета	↓	455	-37.30	+17.20	-379.10
Депозиты в ЦБ	↑	302.3	+56.90	-106.90	-138.00
Сальдо опер. ЦБ	↑	100.00	+40.50	-150.00	+168.90
RTS Index	↑	1709.93	+1.48%	+4.81%	+18.37%
Dow Jones Index	↓	11362.19	-0.17%	-0.39%	+8.96%
Nasdaq	↑	2594.92	+0.13%	+0.58%	+14.36%
Золото	↑	1421.35	+0.66%	+0.74%	+29.53%
Нефть Urals	↓	89.18	-0.65%	+3.16%	+16.48%

TRUST Bond Indices

		TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↑	244.28	0.22	0.40	27.78
TRIP Composite	↑	236.02	0.24	-0.19	6.96
TRIP OFZ	↑	185.31	0.20	-0.72	7.59
TDI Russia	↑	220.26	0.17	-3.12	22.35
TDI Ukraine	↑	216.41	0.49	-2.02	44.68
TDI Kazakhs	↑	178.86	0.37	-2.18	30.65
TDI Banks	↑	218.01	0.33	-1.40	18.79
TDI Corp	↑	230.91	0.16	-1.73	27.66

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices



ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Увеличения экстренного фонда ЕС не будет, единые европейские облигации тоже отменяются

Вчера вечером в Брюсселе проходило заседание министров финансов стран ЕС. Инвесторы ожидали от этого заседания прояснения позиции ЕС по вопросу увеличения объема экстренного фонда, а также возможности создания единого европейского долгового агентства и выпуска им единых облигаций ЕС.

Германия была явным противником подобных шагов, а в ходе вчерашнего заседания ей удалось убедить остальные страны ЕС в том, что и в увеличении объема фонда, и в выпуске общеевропейских облигаций острой необходимости пока нет. Планы Португалии и Испании по сокращению бюджетных дефицитов кажутся министрам финансов ЕС реалистичными.

Moody's понижает кредитный рейтинг Венгрии на 2 ступени

Вчера рейтинговое агентство Moody's понизило кредитный рейтинг Венгрии сразу на 2 ступени до Baa3 (нижняя граница инвестиционной категории). Эксперты отмечают снижение финансовой устойчивости страны и ухудшение ситуации с бюджетным дефицитом.

Подобного шага рынки ожидали, так как рейтинги Венгрии от Fitch и S&P находятся на уровнях BBB и BBB- соответственно уже более года.

Россия отменила размещение рублевых еврооблигаций; Белоруссия рассчитывает на азиатский рынок в декабре

В пятницу Минфин РФ публично отказался от размещения рублевых облигаций в 2010 г., сославшись на негативную конъюнктуру на глобальных рынках. Мы находим решение взвешенным и логичным, хотя с конца прошлой недели аппетит к риску EM постепенно восстанавливается. Для российского рынка публичного долга эффект от отказа размещаться сейчас может означать более щепетильное обращение с инвесторами на рынке ОФЗ до конца года и, возможно, дополнительный рост бюджетных расходов.

Белоруссия, в свою очередь, подтвердила планы по размещению еврооблигаций на сумму порядка USD500 млн на азиатских рынках при условии, что «две Кореи не поссорятся окончательно». Мы не думаем, что размещение во 2-3-й декаде декабря может пройти сверхуспешно.

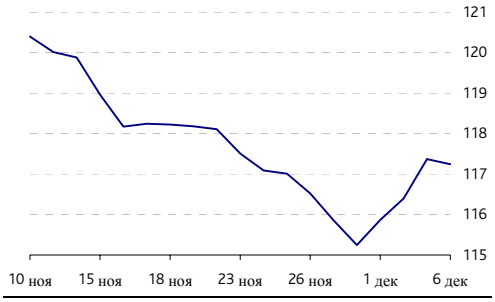
Вялые торги в российских евробондах; спред Russia 30 – UST 10 вернулся к нормальному уровню последних месяцев

Начало недели в российском сегменте еврооблигаций оказалось тихим: количество сделок было небольшим, а динамика котировок незначительной. Бумаги, которые активно покупались в минувшую пятницу, в понедельник прибавили не более 10-20 бп.

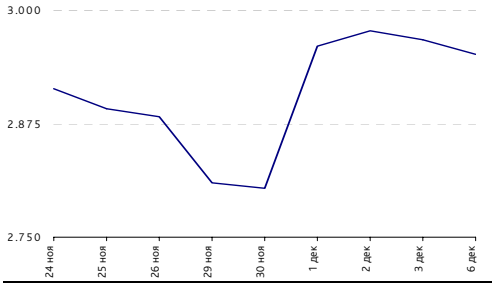
Суверенные евробонды торговались на уровнях закрытия прошлой недели. Котировки **Russia 30** находились в узком диапазоне 117.2-117.4% от номинала, спред **Russia 30 – UST 10** почти не изменился, сегодня утром он составляет 162-165 бп.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89
Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

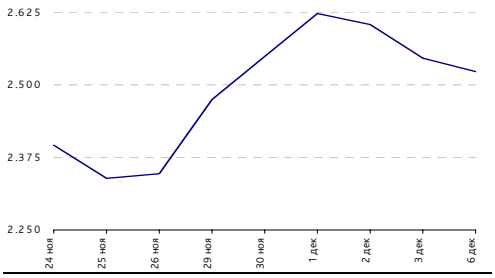
Russia 30 (Price)



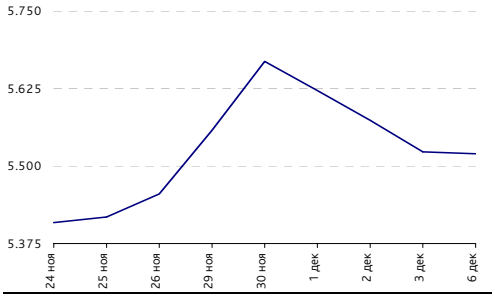
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Стабилизация ликвидности способствовала некоторому снижению ставок

С небольшим притоком ликвидности понедельник внес спокойствие в динамику ставок денежного рынка. Хотя утром ставки МБК на 1 день находились на повышенном уровне – 3.0-3.25%, днем они опустились уже до 2.75-3.0%, а вечером большинство заявок можно было видеть по 2.5%. При этом в секции рубль-доллар на валютных свопах рублевые средства к закрытию (15:00 МСК) стоили несколько дороже – 2.7-3.0% и это неудивительно на фоне снизившейся активности на валютном рынке. По мере спада напряженности ситуации с ликвидностью, подешевело и фондирование в сегменте 1-дневного междилерского РЕПО – до 3.52% под залог ОФЗ и до 3.47% под залог облигаций 1 эшелона.

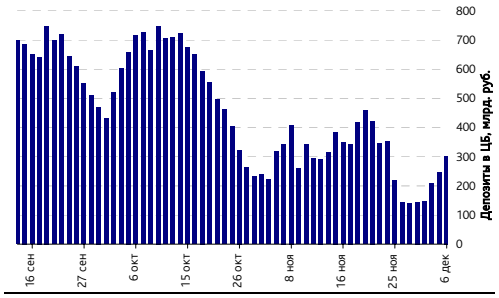
Причиной сокращения ставок стала нормализация ситуации с ликвидностью. В подготовке к предстоящим завтра аукционам ОФЗ (суммарно RUB18.22 млрд.) и возврату Минфину с депозитов RUB10 млрд., банки вывели значительный объем средств, - около RUB45 млрд., с депозитов (-RUB45.1 млрд., до RUB257.2 млрд.), переведя их на корсчета (+RUB49.9 млрд. до RUB504.9 млрд.). Чистым результатом этой операции стало увеличение чистой ликвидной позиции всего на RUB3.4 млрд. до RUB1.5 трлн. Однако, за счет роста остатков на корсчетах предложение «доступной» рублевой ликвидности визуально расширилось.

Ставка overnight (максимум, bid)

Рубль держится комфортно благодаря нефти

Рубль вчера отыграл повышение цен на нефть, укрепившись с RUB36.0 до RUB35.91 за бивалютную корзину. Несмотря на предполагаемое увеличение притока валюты по счету капитала, укреплению рубля препятствует по-прежнему высокий спрос на валюту. Тем самым, вчерашнее небольшое удорожание рубля мы склонны объяснять пониженной активностью торгов (обороты в секции рубль-доллар расчетами завтра снизились до USD3.1 млрд.).

Депозиты в ЦБ РФ



Газпромбанк (Baa3/BB/NR) закрыл книгу на покупку БО-1; середина первоначального диапазона выглядит справедливо

Вчера Газпромбанк закрыл книгу заявок на покупку биржевых облигаций 1-й серии по ставке 7.75%, т.е. в середине диапазона. Доходность 3-летних бумаг составит 7.9%, что соответствует нашему видению справедливой доходности.

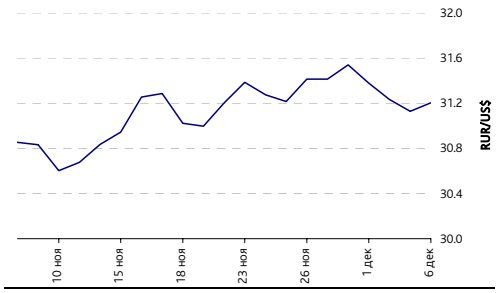
БНП Париба Банк (S&P:BBB-) выпустит рублевый долг; иностранные банки активно осваивают локальный рынок публичного долга

Вчера БНП Париба банк объявил о намерениях выпустить 2 серии облигации по RUB2 млрд. каждый. Срок обращения составит 3 года, оферты по выпускам не предусмотрено. Деталей размещения еще нет, но мы склонны видеть справедливую доходность на уровне 7.5%.

Глобэкс (NR/BB-/BB) дает интересную доходность; БО-3 и БО-5 интересны для покупки

Мы также обращаем внимание, что банк «Глобэкс» установил ставку купона по 3-летним биржевым облигациям, размещаемым 8 декабря на уровне 8.1% (YTM 8.3%). Мы с удовлетворением отмечаем, что Глобэкс установил купон по верхней границе представленного ранее диапазона и считаем ее интересной для вложений в риск по сути госбанка («дочка» ВЭБа) на срок 1.5 года. Напоминаем, что по выпускам **Глобэкс БО-3** и **БО-5** предусмотрены 1.5-годовые оферты.

Курс рубль/доллар



Вторичный рынок: ожидаемый спрос на Копейку; спросом пользуется и кредитный риск Евраза

Из примечательного на вторичном рынке вчера можно отметить сохранение тренда на рост котировок нескольких выпусков АИЖК, спрос на кредитный риск Евраз групп. Ожидаемым спросом вчера пользовались облигации Копейки. Наиболее длинный и спекулятивно интресный выпуск **Копейка БО-2** подорожал на 1.1 пп. Тем не менее, при доходности 8.85%, на наш взгляд, она может упасть еще на 50-60 бп.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60
Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 786-23-48

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

Башнефть (NR) нейтральные результаты 3К 2010 по МСФО; ждем подробностей по месторождениям Требса и Титова; бумаги переоценены рынком

Вчера Башнефть представила очередные результаты своей деятельности, на этот раз по итогам 3К 2010 года, а также провела телефонную конференцию с участниками рынка. Мы считаем, что финансовые итоги можно охарактеризовать как нейтральные с точки зрения держателей облигаций Башнефти. На наш взгляд, на котировки облигаций компании в дальнейшем будут оказывать влияние подробности по практически приобретенным месторождениям Требса и Титова (детали пока не раскрываются), а также дальнейшее повышение информационной прозрачности компании (рейтинги, полная отчетность по МСФО и т.д.).

Что касается финансовых результатов прошедшего периода, то мы выделяем следующие моменты:

- В отчетном квартале продолжился существенный рост операционных показателей. Так, с середины 2009 года по настоящий момент среднесуточная **добыча** Башнефти уже выросла на 25%. В итоге прогноз по добыче в 2010 году повышен с 13.4 млн. тонн до 14 млн. тонн (2009 – 12.2 млн. тонн). В 2011 году планируется 14.5 млн. тонн. Выход на стабильный уровень (15 млн. тонн) будет осуществлен к 2013 году, и объемы добычи будут оставаться неизменными следующие 4-5 лет (без учета месторождений Требса и Титова).

- В **переработке** же ситуация на данный момент более стабильная, хотя в дальнейшем мы ожидаем негативного эффекта от возможного повышения экспортных пошлин. Отметим, что Башнефть, в выручке которой экспорт нефтепродуктов занимает треть, сильно зависима от данного фактора.

- Помимо роста цен на нефть и нефтепродукты, дальнейший уход от давальческой схемы позволил нарастить **выручку** на 14.3% (до USD3.5 млрд.), **OIBDA** – на 1.4% (до USD705 млн.).

- **Денежные потоки** в 3К 2010 также показали позитивную для компании динамику: операционный денежный поток вырос на 50%, инвестиционный сократился в 5 раз.

- Отметим, что Башнефть продолжила наращивать объемы **долга**: за 3 квартал он вырос с USD2.2 млрд. до USD3.7 млрд., однако пока значительная часть полученных от этого средств находится на счетах самой компании, в результате чего показатель «Чистый долг/OIBDA» пока несуществен – 0.7х.

- Вполне вероятно, что данные средства были заранее привлечены с целью финансирования покупки месторождений Требса и Титова (RUB18.5 млрд.). По заявлениям менеджмента, компания не готова делиться планами по данным активам – в частности объемам капиталовложений, ранее назывались оценки от USD5 млрд. до USD9 млрд. по сарех, что позволит достичь пика добычи в 10 млн. тонн нефти в год.

- Что касается **дивидендной политики**, то Башнефть планирует выработать ее ориентировочно в начале 2011 года. Мы по-прежнему считаем, что в связи с этим будет важным, насколько материнская АФК Система будет давать свободу одной из своих ключевых «дочек» в распределении прибыли между дивидендами и дальнейшим развитием.

Мы считаем, что снижение спреда между бумагами **Башнефть 1..3** и биржевыми выпусками Лукойла со сравнимой дюрацией до 100-110 бп является необоснованным. Возможно, такой оптимизм инвесторов связан либо с тем, что бумаги материнской Системы торгуются еще ниже по доходности (7.5% против 8.2% для Башнефти), либо с переоцененностью других бумаг нефтегазового сектора. Мы считаем справедливым спред Башнефть–Лукойл в 150 бп и не рекомендуем инвесторам рассчитывать на продолжение наблюдаемой в последние месяцы понижательной динамики.

Таблица. Основные показатели деятельности Башнефти

МСФО, USD млн.	1К 10	2К 10	3К 10	3К/2К 10	9М 10/09
Добыча нефти, млн. т	3.37	3.49	3.63	3.8%	16%
Переработка нефти, млн. т	4.81	5.57	5.56	-0.3%	4.4%
Выручка	2912	3328	3506	5.3%	134%
OIBDA	613	695	705*	1.4%	387%
Совокупный долг	1726	2178	3748	72%	
Денежные средства и эквиваленты	775	559	1913	242%	
Операционный денежный поток	-195	323	483	50%	
Инвестиционный денежный поток	-140	-979	-206	-79%	
Капитальные вложения	-103	-63	-117	86%	-47%
Финансовый денежный поток	-20	519	1060	104%	
Показатели					
Коэффициент переработки, %	143%	160%	153%		
OIBDA margin, %	21.1%	20.9%	19.4%		
Долг/OIBDA, x			1.5		
Чистый долг/OIBDA, x			0.7		

** Компания публикует OIBDA с учетом резервов по сделке с Пробизнесбанком на USD25 млн.; мы в расчете показателя эту цифру не учитываем*
Источник: данные компании, оценки НБ «ТРАСТ»

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48

ТРАНСПОРТ

Аэрофлот (Fitch: BB+): позитивная отчетность за 9М 2010 г.; основные риски – консолидация проблемных активов и потеря роялти

Вчера крупнейшая авиакомпания России – Аэрофлот – предоставила отчетность по МСФО за 9М 2010 года, в которой нашли отражение позитивные тенденции в секторе авиаперевозок в текущем году. Так, пассажирооборот вырос по итогам 9М 2010 г. на 35% год к году, в результате чего выручка и EBITDA увеличились на сравнимые величины (28% и 43% соответственно).

На фоне сокращения инвестиционных расходов, компании удалось получить значительный свободный денежный поток (USD482 млн.) по сравнению с отрицательными значениями вплоть до конца 2009 года. За счет этого подушка ликвидности Аэрофлота выросла с традиционных уровней в USD120-140 млн. до более чем USD600 млн.

Учитывая, что порядка USD900 млн. долга Аэрофлота (из USD2 млрд.) приходится на долгосрочный кредит ВЭБа на постройку Терминала D, от которого компания планирует избавиться, мы считаем, что текущая долговая нагрузка комфортна для эмитента.

В то же время мы бы хотели выделить два основных риска для перевозчика.

- Процесс **консолидации 6 проблемных авиакомпаний**, принадлежащих Ростехнологиям. Ранее глава компании Виталий Савельев заявлял, что процесс завершится в 1К 2011 года. Мы ожидаем, что увеличение долга от новых «дочерних» компаний не критичен для Аэрофлота.
- **Роялти**. Напомним, что компания получает бо**л**ьшую часть средств за транссибирские перелеты международных авиакомпаний. С учетом возможного скорого вступления России в ВТО, процесс отмены этих платежей, обсуждаемый уже давно, может ускориться. Компания не раскрывает, какой объем средств приходится на эти средства, однако «доходы от соглашений с авиакомпаниями» за 9М 2010 года составили USD285 млн., что означает, что до 9% выручки и до 50% EBITDA могут приходиться на эту статью.

Впрочем, на наш взгляд, оба риска нивелируются тем фактом, что государство пока не планирует продавать контрольную долю в авиаперевозчике. Ранее государство неоднократно оказывало поддержку Аэрофлоту и в операционной деятельности (помогая получать выгодные направления) и в финансовой (сотрудничество с госбанками). За счет этого Fitch добавляет одну ступень к рейтингу компании.

Облигации **Аэрофлот БО-1, 2** являются не самыми ликвидными на рынке, однако тот факт, что при рейтинге BB+ они торгуются на уровне компаний с рейтингами категории «BB» (в частности, АФК Система), может добавить им привлекательности.

Таблица. Основные финансовые показатели Аэрофлота

МСФО, USD млн.	2008	9М 09	2009	9М 10	9М 10/09
Выручка	4603	2463	3346	3160	28%
EBITDA	489	403	423	578	43%
Чистая прибыль	24	170	86	281	65%
Чистый операционный денежный поток	473	251	229	580	131%
Капвложения и приобретение ДЗО	580	328	407	90	-73%
Свободный денежный поток	(3)	(75)	(155)	482	743%
Совокупный долг, *в т.ч.*	1275	1389	1711	2002	44%
краткосрочный долг	223	283	268	184	-35%
Денежные средства и эквиваленты	147	127	121	632	400%
Активы	3350	3823	4021	4594	20%
Показатели					
EBITDA margin	10.6%	16.4%	12.6%	18.3%	
EBITDA/проценты (x)	11.8	20.7	17.3	6.1	
Долг/EBITDA (x)	2.6	3.2	4.0	3.4	
Чистый долг/EBITDA (x)	2.3	2.9	3.8	2.3	
Долг/Собственный капитал (x)	1.4	1.3	1.7	1.8	

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
786-23-48

МЕТАЛЛУРГИЯ

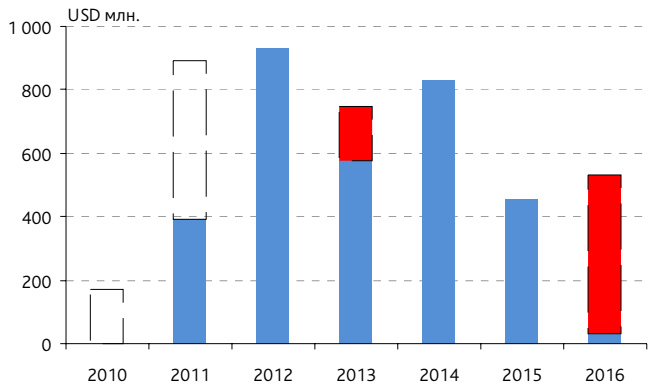
TMK (B1/B/NR) увеличивает дюрацию долгового портфеля; позитивно, но уже заложено в цену бумаг

Вчера Трубная Металлургическая Компания (TMK) привлекла RUB15 млрд. в Альфа-Банке на 6 лет с единственной целью - рефинансировать задолженность. Ставка заимствования не раскрывается. Ранее компания объявляла, что изучает различные варианты рефинансирования – кредиты, евробонды (называлась сумма в USD500 млн.), рублевые облигации (до RUB30 млрд.). Не исключался также и вариант SPO.

КОММЕНТАРИЙ

Мы с позитивом отмечаем, что TMK, вслед за другими компаниями металлургического сектора, существенно увеличивает дюрацию своего долгового портфеля. После займа от Альфа-Банка Группа сможет сократить выплаты в 2011 году более чем вдвое (см. диаграмму).

Диаграмма. График погашений TMK после выпуска облигаций и сделки с Альфа-Банком



Источник: данные материалов к размещению облигаций, НБ «ТРАСТ»

Таким образом, мы считаем, что на протяжении 2011 года компания сможет более свободно функционировать и сокращать по-прежнему самую высокую долговую нагрузку в секторе (по нашим оценкам, «Долг/EBITDA» составляет 6.0x

по итогам 1П 2010) за счет свободных денежных потоков. Впрочем, мы не исключаем и возможности дальнейших размещений публичных долговых инструментов в случае позитивной ситуации на рынках в 2011 году.

В цену нового рублевого бонда **ТМК БО-1**, на наш взгляд, уже заложен чрезмерный оптимизм рынка относительно перспектив трубной компании. Доходность бумаги уже не только ниже несколько более крепких с точки зрения кредитного профиля Евраза и СУЭКа, но и предлагает премию к кривой Алросы в размере всего лишь 40 бп. Мы считаем, что спред должен находиться не ниже 60-70 бп из-за более низкой долговой нагрузки алмазной компании, а также вдвое большей рентабельности операций. В любом случае, 40 бп за 1-2 ступени в рейтингах Алросы (Ba3/BB-/BB-) и ТМК (B1/B/NR) сложно объяснить даже технически.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Сбербанк (Baa1/NR/BBB) финансовые результаты по МСФО за 9М и 3К 2010; спред к кривой России в 100 бп – хороший повод заменить суверенный риск в портфеле

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Сбербанк представил ожидаемо сильную финансовую отчетность за 9М и 3К 2010 г. в соответствии с МСФО.

Таблица. Основные финансовые показатели Сбербанка

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	9М 2010
Чистые процентные доходы	378	503	361
Чистые комиссионные доходы	86	101	88
Операционные доходы до резервов	448	646	479
Операционные расходы	-222	-229	-196
Отчисления в резервы	-98	-389	-150
Чистая прибыль	98	24	110
Денежные средства	804	726	599
Ценные бумаги	494	1064	1797
Кредитный портфель, гросс	5280	5444	5862
Резервы	-202	-580	-715
Кредитный портфель, нетто	5078	4864	5146
Средства клиентов	4795	5439	6164
Долговые ценные бумаги размещенные	191	171	266
Субординированный долг	536	519	321
Собственный капитал	750	779	915
Активы	6736	7105	8029
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	14.1%	3.2%	17.3%
Доходность активов (ROAA)	1.7%	0.4%	1.9%
Расходы/доходы	49.5%	35.5%	40.8%
Чистая процентная маржа (NIM)	7.0%	7.7%	6.7%
NPLs/кредиты	1.8%	8.5%	8.7%
Резервы/кредиты	3.8%	10.7%	12.2%
Резервы/NPLs	2.1	1.2	1.4
Достаточность капитала (TCAR)	18.9%	18.1%	16.9%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

В 3К 2010 г. банку удалось поддержать чистую процентную маржу на прежних уровнях (6.7% против 6.8% за 1П 2010) благодаря значительному расширению кредитования и последовательному привлечению средств клиентов (+5.3% за квартал до RUB6.2 трлн.). При этом банк сохранил высокий уровень достаточности капитала (TCAR составил 16.9%) и комфортный уровень ликвидных средств.

Отметим, что в 3К Сбербанк существенно активизировал корпоративное и розничное кредитование, нарастив ссудный портфель на 8% до RUB5.9 трлн. При этом отчетность демонстрирует позитивную динамику и качество активов. Темпы прироста NPLs свыше 90 дней в абсолютном выражении замедлились (до 2.5%),

что позволило сократить их долю в кредитном портфеле до 8.7% (9.1% по итогам 1П 2010).

В итоге банк заработал рекордно высокий объём прибыли (RUB45.3 млрд. за квартал) как за счет сохранения роста чистых процентных поступлений (RUB117 млрд.), так и сокращения отчислений в резервы (-30% к 2К 2010 до RUB40 млрд.). Мы полагаем, что банку удастся поддержать столь позитивные итоги и в 4К, учитывая динамику показателей по РСБУ в октябре и благоприятные условия на рынке розничного кредитования в преддверии новогодних праздников.

Еврооблигации Сбербанка при их текущем уровне доходности мы находим оцененными справедливо, но рекомендуем их к покупке как отличную альтернативу суверенным выпускам. Обязательства Сбербанка на сроке 7 лет дают ровно 90 бп премии над **Russia 30**. Премия ТНК-ВР и Лукойла на таком же сроке измеряется 75-85 бп, в то время как спред **Gazprom 16 – Russia 30** в последнее время уже 50 бп.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 786-23-48
Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

ВТБ (Baa1/BBB/BBB) выкупил пакет акций Росбанка (Baa3/BB+/BBB+) у группы «Интеррос»

Вчера, по данным Интерфакс, ВТБ купил 19.28% акций Росбанка у группы «Интеррос» г-на Потанина. По данным Ведомостей и Коммерсанта, после допэмиссии акций доля ВТБ сократится до 11.5%, и менеджмент ВТБ рассматривает сделку как финансовую инвестицию с целью последующей продажи пакета.

КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно относимся к сделке и не видим рисков для кредитного качества как ВТБ, так и Росбанка, поскольку пакет акций составляет меньше 20%, а профили обоих банков достаточно устойчивы.

Для ВТБ подобная инвестиция, на наш взгляд, достаточно выгодна, учитывая планируемую консолидацию Росбанка с активами в рамках основного акционера - группы Societe Generale.

Мы не исключаем вероятности, что Societe Generale выступит в роли покупателя, поскольку Росбанк единственный российский актив, где в собственности группы меньше 100%. В то же время, мы полагаем, что у ВТБ достаточно средств для финансирования сделки, принимая во внимание его M&A активность в последнее время.

Облигации банков на рублевом рынке торгуются примерно на одном уровне, и мы не ожидаем увидеть сколько-нибудь заметной реакции на новость.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 786-23-48

АТФ Банк (Ba2/NR/BBB) умеренно негативные итоги за 3К 2010

КОММЕНТАРИЙ

Вчера казахстанский дочерний банк группы ЮниКредит – АТФ Банк- опубликовал консолидированные итоги деятельности за 9М 2010 г. В целом мы оцениваем финансовые результаты как умеренно негативные. Стагнирует кредитный портфель, а банк все еще терпит убытки (-KZT26 млрд.), несмотря на поддержку материнской компании в виде компенсаций признанных убытков от обесценения активов.

Основным фактором устойчивости кредитного профиля банка по-прежнему является принадлежность к группе ЮниКредит. Материнская группа поддерживает банк как в части фондирования (около 10-15% пассивов), так и восстановления прибыльности бизнеса (компенсации составили KZT30 млрд. за 9М 2010). Однако, напомним, что в долгосрочной перспективе представители группы не исключают возможности продажи казахстанского актива.

Относительно позитивным моментом итогов 3К 2010 г. является проявление некоторого восстановления качества ссудного портфеля. По данным АФН за 9М 2010 г., доля NPLs в совокупном кредитном портфеле сократилась до 33.3% (35.1% на 01.07.2010). В то же время доля проблемной задолженности значительна, а говорить о качественной стабилизации еще рано, судя по

динамике неработающих кредитов за 10М 2010 (19.5% против 15.2% за 2К 2010).

При этом в 3К по-прежнему наблюдалась стагнация кредитного портфеля на уровне KZT0.9 трлн., сокращение процентных поступлений, что оказывает давление на чистую процентную маржу (2.7% за 9М 2010 по нашим расчетам против 4.3% в 2009). К тому же, произошел отток средств частных вкладчиков (-7% за 3К до KZT212 млрд.).

Мы не считаем еврооблигации АТФ Банка привлекательными, а из бумаг казахстанских эмитентов склонны отдавать предпочтение евробондам Казкоммерцбанка, которые предлагают премию от 130 бп к кривой АТФ Банка.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 786-23-48

Облигационеры не согласились с условиями реструктуризации Астана-Финанс (C/NR/RD)

По данным Интерфакс, вчера внешние кредиторы Астана-Финанс не согласились с планом реструктуризации долгов компании.

КОММЕНТАРИЙ

Мы неоднозначно относимся к решению в иностранных держателей долгов Астана-Финанс, поскольку альтернативной вероятно станет процесс банкротства компании. При этом мы сомневаемся в том, что в случае банкротства кредиторам будет возвращено б*о*льшее количество средств, чем при реструктуризации.

Вероятно, внешние кредиторы намерены обеспечить более привлекательные условия за счет средств фонда Самрук-Казына, в доверительное управление которого было передано около половины акций Астана-Финанс.

Напомним, что согласно ранее предложенным условиям, внешним кредиторам планировалось вернуть около USD190 млн. единовременным платежом. Возврат средств иностранным кредиторам при этом соответствовал 33-37%, по нашим оценкам. С одной стороны, это выше текущих котировок бумаг с погашением в 2011 году на уровне 13%. С другой стороны, положение иностранных кредиторов определенно лучше внутренних, показатель возврата средств которым составлял около 10-20% в лучшем случае посредством выпуска бескупонных облигаций.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 786-23-48

Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/ оферта	YTM / YTP, %
Удмуртия-34004	2000	8.7	5	8.79
РК Казначей-1	3000	10.5	5 / 2	NA / 10.78
Внешпромбанк-1бо	3000	9.3	3 / 1	NA / 9.51
ТКС Банк-2бо	1500	16.5	3 / 1	NA / 17.14
МеталлургКомБанк-1	900	9.4	3 / 1	NA / 9.61
СКБ-Банк-3бо	3000	9.15	3 / 2	NA / 9.36
Райффайзенбанк-7бо	5000	7.5	3	7.64
РязанОбл-34001	2100	8.8	4	8.71
ТрансФин-М-4бо	500	8.4	3	8.58
ТрансФин-М-5бо	500	8.4	3	8.58

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 декабря	Страховые выплаты во внебюджетные фонды

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
07 дек 10	Росдорбанк-1	1050	TBD	3 / 1
08 дек 10	Глобэкс КБ-3бо	3000	TBD	3
08 дек 10	Глобэкс КБ-5бо	2000	TBD	3
08 дек 10	ГПБ-1бо	10000	TBD	3
14 дек 10	КИТ Финанс Капитал-2	4000	TBD	4
16 дек 10	Уралвагонзавод НПК-1	3000	TBD	7 / 2

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
8 дек 10	СатурнНПО-3	3 500	10	8.5	6 дек 11
9 дек 10	Зенит Банк-5	5 000	10.85	7.5	5 июн 12
10 дек 10	ВТБ Лизинг-7	5 000	9.7	6.85	7 дек 11
10 дек 10	Мастер-Банк-3	840	11	8	30 ноя 11
13 дек 10	ПромНефтеСервис	3 000	9.5	7.75	12 дек 11
13 дек 10	Формат	1 000	17.5	17	13 июн 11
15 дек 10	ГАЗ Финанс	5 000	18	18	8 фев 11
15 дек 10	МосКоммерцБанк-3	5 000	1		
16 дек 10	ОГКЗ	3 000	7.75		
16 дек 10	Разгуляй-08бо	2 000	0	0	23 мар 11
16 дек 10	Разгуляй-12бо	1 000	0	0	23 мар 11
17 дек 10	ХКФ Банк-6	5 000	12.2		
21 дек 10	Агроком	1 500	10		
21 дек 10	Строймонтаж	1 200	0.05		
22 дек 10	ПромСвязьБанк-6	5 000	10.25		
23 дек 10	ТатФондБанк-7	1 000	13.75		22 дек 11
23 дек 10	Транскредитбанк-2	3 000	15		
24 дек 10	ДиПОС	2 000	8		
24 дек 10	Минплита Финанс	500	20	20	22 апр 11
27 дек 10	Риэл Лизинг	2 000	15		
28 дек 10	Стальфонд-Недвиж.	700	7		
30 дек 10	Ай Теко-1	630	12.5		
31 дек 10	АиФ-2	1 000	16		
31 дек 10	ИНК	3 000	16.7		
31 дек 10	МПБ	3 000	13.25		

Источники: TPACT, официальная информация компаний и организаторов

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Глава инвестиционного блока — Игорь Потапов — +7 (495) 647-90-44

Дирекция анализа экономики и финансовых рынков

Леонид Игнатьев — +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова — +7 (495) 789-35-94

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров — +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова
Дмитрий Турмышев — +7 (495) 647-28-89

Выпускающая группа — +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

Дирекция финансовых рынков

Дмитрий Игумнов — +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин — +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко

Клиентские продажи

Олеся Курбатова — +7 (495) 647-25-90
Александр Хлопецкий — +7 (495) 647-28-39
Артем Петросьян — +7 (495) 647-25-67

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко — +7 (495) 786-23-46
Светлана Федоровых

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1	ОФЗ
TRUSTBND/RUR2	Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3	Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5	Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1	Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2	Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3	Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6	Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30	Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: HTTP://WWW.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. Представленные 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 Правиле 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 Департамента исследований долговых 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 данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.