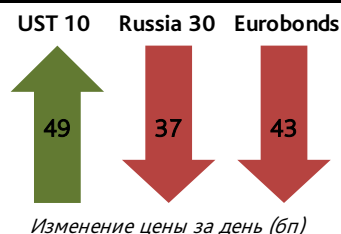


Навигатор долгового рынка

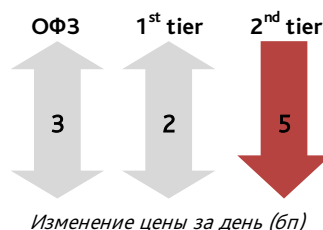
Глобальные рынки и еврооблигации

- Рынки упали в отсутствии позитивных сигналов от экономик США и Европы; доходности госбумаг Италии выросли, несмотря на покупки со стороны ЕЦБ; опасения нехватки ликвидности в еврозоне сохраняются
- Итоги торгов по еврооблигациям: низкая активность из-за выходного в США; снижение котировок в длинных бумагах Газпрома и Вымпелкома
- Открытие торгов по еврооблигациям: ждем существенного снижения котировок; унция золота побила рекорд – USD1920; нефть дешевеет



Рублевые облигации и денежный рынок

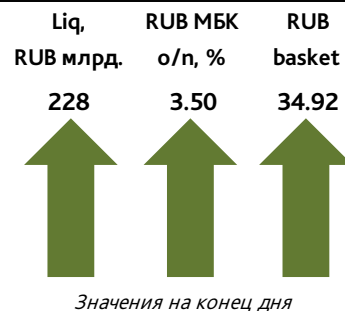
- Продажи в ОФЗ в ответ на цифры по занятости в США и обвал на европейских рынках акций; торги корпоративными бумагами сосредоточились в выпусках второго эшелона, но также с понижающим трендом
- Поступление бюджетных средств возобновилось – ждем дальнейшего снижения ставок money market



Кредитные комментарии

- Отчетность ТГК-1 по МСФО за 1П 2011: либерализация рынка позитивно сказалась на операционных результатах, долг продолжил свой рост; к облигациям относимся нейтрально
- Банк Русский Стандарт опубликовал позитивные финансовые итоги за 1П 2011 по МСФО: банк восстановил рост кредитного портфеля и показатели рентабельности; нейтрально смотрим на еврооблигации банка
- АТФ Банк и Альянс Банк опубликовали финансовые итоги по МСФО за 1П 2011: позитива мало; еврооблигации банков неинтересны
- Как и ожидалось, Русал отверг оферту Норникеля на выкуп собственных акций; Норникель потратит до USD4.5 млрд. на выкуп акций с рынка; денежных средств на счетах компании хватит на осуществление этой цели; реакции в бондах с большой вероятностью не последует
- Роснано увеличило уставной капитал до RUB54 млрд. за счет планового внесения средств Росимущества; облигации компании до сих пор не вышли на вторичный рынок, что существенно сужает круг потенциальных инвесторов в следующие выпуски Роснано

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Дефляция в августе: не только хороший урожай и замедление роста денежного предложения, но и медленный рост экономики

Макроцифра

–0.2% – дефляция в августе

Последние обзоры

- 1 сентября Банковская система в июле: качество кредитов под сомнением
- 15 августа Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы
- 3 августа Ликвидность в ЗК 2011: риски – в деталях
- 29 июля Опасения ЦБ сместились от инфляционных рисков к процентным
- 28 июля Стратегия долговых рынков: август 2011 г.

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

6 сен	Встреча министров финансов Германии, Финляндии и Нидерландов
13:00	ВВП еврозоны за 2К (предварительные данные)
13:00	Итоги аукциона по 6-мес. госбумагам Греции в объеме EUR1 млрд.
18:00	Индекс деловой активности ISM Non-Manufacturing в США за август
19:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD0.5-1 млрд.
21:10	Выступление главы ФРБ Миннеаполиса Н. Кочерлакоты

Ключевые индикаторы

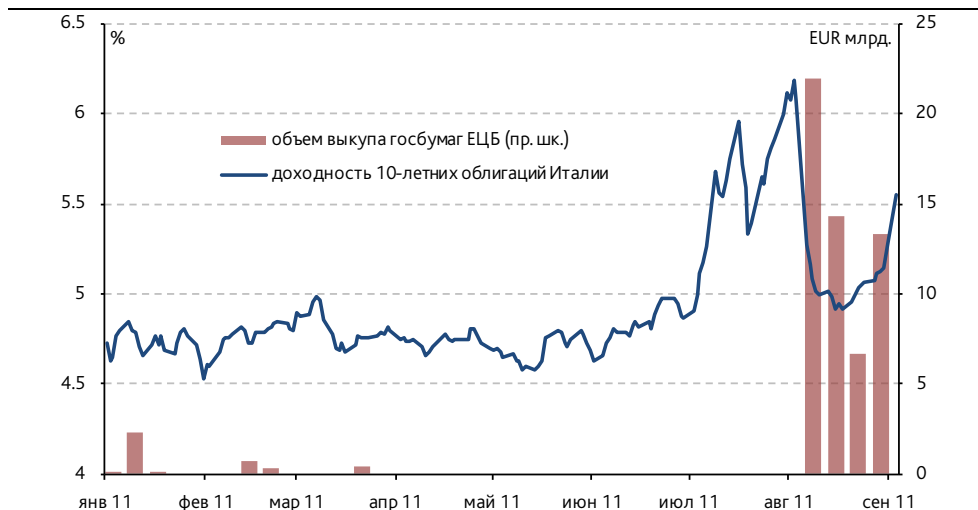
EMBI+ spread	◄►	260	0
UST10	▼	1.93	-0.06
Russia 30 - UST 10	▲	220	+11
EUR/USD	▼	1.409	-0.8%
Oil (Brent)	▼	111	-0.6%
VIX	◄►	33.92	0

Рынки упали в отсутствии позитивных сигналов от экономик США и Европы; доходности госбумаг Италии выросли, несмотря на покупки со стороны ЕЦБ; опасения нехватки ликвидности в еврозоне сохраняются

Похоже, наши ожидания о неблагоприятной ситуации в экономике еврозоны в сентябре начинают сбываться. Учитывая выходной в США, настроения инвесторов можно было отследить по европейским площадкам, а они по итогам понедельника рухнули на 4-5% (DAX потерял 5.3%, EuroStoxx 600 – 3.7%). Seriously усугубилась и ситуация на долговом рынке Старого Света. Так, доходность греческих 10-летних госбумаг установила очередной рекорд, поднявшись сразу на 1 п.п. до 19.3%. Еще драматичнее выглядела ситуация с краткосрочными евробондами Греции: 2-летние бумаги перевалили за отметку в 50%, а 1-летние выстрелили на 10 п.п. и достигли 82%.

Однако если к подобным взлетам доходностей по греческим выпускам рынок, кажется, уже привык, то вот вновь обозначившийся повышательный тренд в доходностях госбумаг Испании и, прежде всего, Италии, очень настораживает. В частности, как видно из диаграммы 1, показатель 10-летних гособлигаций Италии отыграли почти половину падения, случившегося после масштабного перезапуска ЕЦБ программы выкупа «периферийных» бондов. И это несмотря на то, что регулятор на прошлой неделе выкупил бумаги на EUR13.3 млрд., что намного превзошло ожидания рынка. Причиной, очевидно, послужили в том числе и внутренние факторы: во вторник в парламенте страны пройдет обсуждение новой программы мер экономии на EUR45.5 млрд. – на фоне масштабной акции протеста профсоюзов. Кроме того, по сообщениям Reuters, канцлер Германии А. Меркель неопублично признала ситуацию в Италии и Греции «чрезвычайно хрупкой».

ДИАГРАММА 1. НЕДЕЛЬНЫЕ ОБЪЕМЫ ПОКУПКИ ГОСБУМАГ СО СТОРОНЫ ЕЦБ И ДОХОДНОСТЬ 10-ЛЕТНИХ ОБЛИГАЦИЙ ИТАЛИИ, 2011



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Новая волна негатива, прокатившаяся по рынку, не обошла и «ядро» еврозоны – 5-летние страновые CDS Германии и Франции повысились на 6 и 16 бп соответственно, причем показатель последнего достиг рекордных 187 бп. Евро также находился под давлением: курс единой для 17 стран Европы валюты по отношению к доллару упал до 1.4098 против 1.4205 на закрытии пятницы.

С нашей точки зрения, связывать столь существенную просадку в целом ряде активов лишь с результатами состоявшихся в воскресенье региональных выборов в Германии было бы по крайней мере неадекватно. Более вероятной причиной является

фактическое отсутствие сколько-нибудь позитивных сигналов как от экономики США, так и Европы. Напротив, рынки видят целый ряд факторов, никак не способствующих улучшению их настроений: анемичный рост экономики США, грозящий перерасти в рецессию, слабый рынок труда; вновь появившиеся проблемы со спасением Греции, затягивание решений по европейскому стабфонду, неясность в отношении параметров программы бюджетной экономики в Италии и в целом – слабость системы управления как в Вашингтоне, так и в Брюсселе.

При этом в Европе ситуация осложняется еще и постоянно возникающими опасениями в отношении банковской ликвидности. Так, по сообщениям СМИ, глава ABN AMRO признал, что рынок межбанковского кредитования буксует из-за недостаточного притока средств, а нежелание банков кредитовать друг друга на срок, превышающий 6 месяцев, объясняется опасениями больших позиций в активах слабых стран, включая группу PIIGS. В целом схожие опасения высказал и глава Deutsche Bank, отметив, что ситуация все больше напоминает ему 2008 г. Более того, по его словам, многие европейские банки не переживут списаний по греческим госбумагам в случае их отражения на балансе по рыночной стоимости.

Отметим, что обострение ситуации с ликвидностью в еврозоне отмечалось в конце июля – начале августа, когда объем 7-дневных кредитов, получаемых банками от ЕЦБ достиг максимумов с февраля текущего года – порядка EUR160-170 млрд. (подробнее см. «Навигатор долгового рынка» от 24.08.2011). На последнем таком аукционе (31 августа) банки заняли у ЕЦБ в рамках механизма MRO (Main Refinancing Operations) около EUR122 млрд., что несколько снизило опасения нехватки ликвидности в секторе, но, с нашей точки зрения, ненадолго.

Итоги торгов по еврооблигациям: низкая активность из-за выходного в США; снижение котировок в длинных бумагах Газпрома и Вымпелкома

Торги на российском рынке еврооблигаций завершились в понедельник снижением котировок на фоне крайне негативного внешнего фона. Однако в связи с выходным днем в США, обороты торгов были фактически нулевыми и сосредоточились целиком в суверенных выпусках.

В нефтегазовом секторе серьезные потери понесли длинные бумаги Газпрома. Выпуски **Gazprom 34** и **Gazprom 37** потеряли 1-1.1 п.п. Котировки на дальнем конце кривой Лукойла снизились на 30-40 бп, а евробонды Новатэка подешевели на 20-30 бп. Во втором эшелоне максимальное снижение стоимости было отмечено по длинным бумагам Вымпелкома (-40-80 бп), а среди банков «лидерами» дня стали долгосрочные еврооблигации ВТБ, потерявшие в цене 30-40 бп.

Суверенный индикативный выпуск **Russia 30** подешевел накануне на 37 бп до 119.27% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** расширился на 10 бп, достигнув 220 бп, в том числе благодаря снижению доходности **UST10**. «Десятка» в понедельник опускалась до исторически минимального уровня в 1.91%, а завершила день на отметке 1.94%. Подешевел также и рублевый суверенный евробонд **Russia 18R**. Котировки выпуска снизились на 27 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: ждем существенного снижения котировок; унция золота побила рекорд – USD1920; нефть дешевеет

Вторник, скорее всего, станет повторением понедельника для глобальных рынков, а вернувшиеся к торгам (после празднования Дня труда в США) инвесторы «обеспечат» снижение российского рынка еврооблигаций. Фондовая Азия второй день подряд торгуется в глубоком минусе (Nikkei 225 падает на 2.2%). В минусе, вероятно, откроются и американские торговые площадки – фьючерс на S&P 500 снижается на 2.6%. Пара евро/доллар сохраняет понижательный тренд, торгуясь около 1.4050. Между тем золото во вторник поставило новый рекорд – за унцию драгоценного металла предлагают уже более USD1920. Нефть, напротив, продолжает дешеветь. Баррель Brent с утра во вторник стоит порядка USD110.

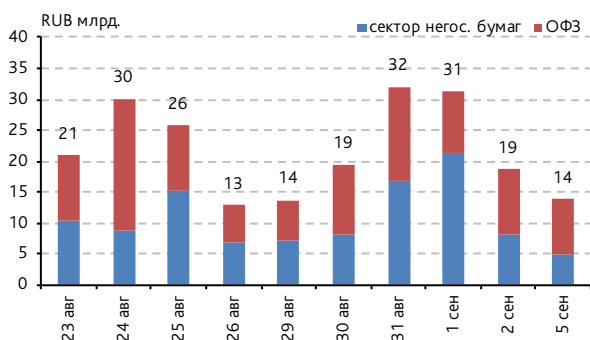
Вторник будет насыщен новостными поводами по обе стороны Атлантики. Так, в Европе пройдет встреча министров финансов Германии, Финляндии и Нидерландов, основное внимание в ходе которой, очевидно, получит вопрос предоставления Грецией залога в обмен на участие Финляндии во втором bailout. Европейский долговой рынок также будет пристально следить за дебатами в верхней палате парламента Италии, где сегодня будут обсуждать программу бюджетной экономии. В США, в свою очередь, выйдет важная ежемесячная статистика по деловой активности в сфере услуг, а также состоится выступление одного из «ястребов» ФРС Н. Кочерлакоты.



Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
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	8.3%
от 1 до 1.5 лет	10.3%
от 1.5 до 2 лет	9.1%
от 2 до 3 лет	18.2%
от 3 до 5 лет	37.7%
> 5 лет	16.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.27%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.21%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.94%	6.5
Банки	7.58%	1.5
Корп 1 эшелон	7.15%	2.5
Корп 2 эшелон	7.88%	2.0

Продажи в ОФЗ в ответ на цифры по занятости в США и обвал на европейских рынках акций; торги корпоративными бумагами сосредоточились в выпусках второго эшелона, но также с понижающим трендом

На внешний негатив, принесенный очередным пятничным свидетельством проблем с занятостью в США и в полной мере подхваченный европейскими рынками акций, рынок рублевого долга реагировал продажами в ликвидных выпусках ОФЗ. Короткие и средние ОФЗ 25076, ОФЗ 25068 и ОФЗ 25077 подешевели на 10-12 бп, 7-летний ОФЗ 26204 потерял 8 бп в цене (YTW 7.84%). Наибольшие снижения имели место в поставлявшемся вчера в рамках исполнения сентябрьского фьючерса на корзину четырехлетнем **ОФЗ 26203** (-51 бп по цене, YTW 7.51%), а также в 10-летнем **ОФЗ 26205**, который в результате четырех сделок за день подешевел на 2.1 п.п. (YTW 8.23%).

При отсутствии примечательных историй в первом эшелоне, где активность вчера была крайне низкой, во втором эшелоне также продажи в русле общерыночных негативных настроений – средневзвешенная доходность выпусков второго эшелона на торгах в понедельник выросла на 10 бп (до 7.88%).



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

Денежный рынок

События денежного рынка

6 сен	Депозитный аукцион Минфина на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
7 сен	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB15 млрд.
7 сен	Выплата купонов по ОФЗ на RUB3.6 млрд.
8 сен	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
14 сен	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB35 млрд.
15 сен	Аукцион ОБР-21 в объеме RUB500 млрд.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.25	3.60	3.85	3.35/3.65
2-й круг	4.00/4.50	3.75	4.00	3.50/4.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.25	3.60-3.85	3.35-3.65

Поступление бюджетных средств возобновилось – ждем дальнейшего снижения ставок money market

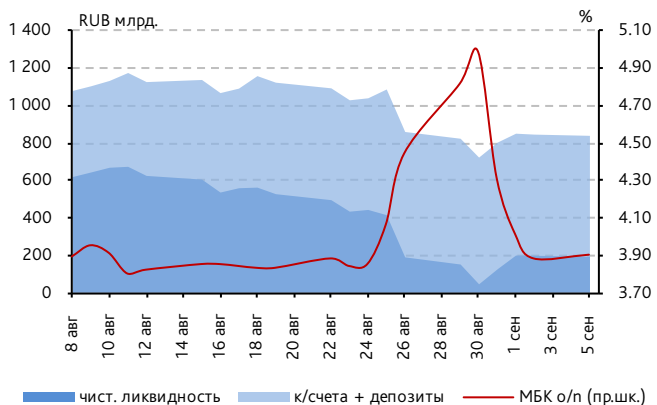
После непродолжительной паузы бюджетные средства продолжили поступать в систему. На балансы ЦБ, общая величина которых к утру понедельника достигла RUB916.0 млрд., было зачислено RUB81.6 млрд. Вместе с выведенными с [депозитов ЦБ](#) RUB15.2 млрд. (снижение до RUB244.0 млрд.), эти средства «упали» на [корсчета](#), которые за вчерашний день прибавили RUB96.8 млрд. (до RUB672.0 млрд.).

Впрочем, более высокие ставки по межбанковским кредитам, свидетельствуют о том, что ко многим участникам рынка полученные от бюджетных расходов средства доходят с запозданием. Так, [МБК](#) овернайт для банков 1-го круга вчера в среднем стоило на 15-25 бп дороже, чем накануне, составляя на закрытие 3.35-3.65%, что однако в рамках стоимости депозитов овернайт с ЦБ в 3.5%. Междилерское РЕПО [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) хотя и подешевело, но несущественно – в среднем до 4.62% против 4.66% накануне. Парадоксально, но на фоне визуального улучшения ситуации с ликвидностью сильным спросом вчера пользовалось фондирование в ЦБ. Из расширенного накануне Банком России лимита прямого РЕПО до RUB50 млрд. с RUB10 млрд. в обычные дни, вчера банками было востребовано более 80% заявленного объема, а именно RUB40.8 млрд., что сопряжено с ростом аукционной ставки до 5.54% (против мин. 5.5%). Помимо выходного в США одной из причин такого сильного спроса может быть минимальное предложение на альтернативных аукционах Минфина по размещению средств на депозиты банков – не более RUB10 млрд. (аукцион сегодня).



Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Ликвидность



 Кредитные комментарии

Отчетность ТГК-1 по МСФО за 1П 2011: либерализация рынка позитивно сказалась на операционных результатах, долг продолжил свой рост; к облигациям относимся нейтрально

Вчера одна из дочерних энергетических компаний Газпрома – ТГК-1 – опубликовала промежуточную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Результаты всех ТГК подвержены фактору сезонности, поэтому неудивительно, что в квартальном выражении ТГК-1 продемонстрировала снижение операционных показателей. В то же время в годовом выражении и выручка, и EBITDA продемонстрировали внушительную динамику: +27% и +64% соответственно. Подобный рост был обеспечен увеличением выработки электроэнергии в 1П 2011 г. на 4.8%, а также ростом свободных цен на электроэнергию и тарифов на тепло. Благодаря наличию гидроэнергетических активов, операционная эффективность которых существенно выше, чем тепловых, рентабельность по EBITDA ТГК-1 по итогам 1П 2011 г. оказалась на уровне 26% (для большинства ТГК более характерен уровень не выше 10-15%), что на 6 пп выше аналогичного показателя за 1П 2010 г.

Операционный денежный поток продолжил свой рост и во 2К, достигнув RUB1.7 млрд. за все 1П 2011 г. (+68% относительно 1П 2010 г.). В промежуточной отчетности ТГК-1 не публикует разбивку статей потоков направленных на инвестиционную деятельность, указывая лишь конечное число средств, поэтому свободный денежный поток, рассчитанный только из этого числа, не полностью соответствует реальным потребностям компании в инвестиционных денежных средствах.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТГК-1

МСФО, RUB млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка, в т.ч.	27.2	54.1	34.5	-37%	27%
электроэнергия	13.7	31.1	20.3	-13%	48%
тепло	13.2	22.3	14.1	-62%	7%
EBITDA	5.6	12.6	9.1	-51%	64%
Чистая прибыль	2.8	7.0	4.4	-104%	59%
Чистый операц. денежный поток	3.3	4.2	1.7	> 500%	-48%
Свободный денежный поток*	-2.1	-9.2	-4.9		
Совокупный долг, в т.ч.	16.9	23.2	28.4	11%	68%
краткосрочный долг	3.5	6.9	4.1	-50%	18%
Денежные средства и эквиваленты	0.5	0.3	0.5	139%	5%
Активы	102	114	132	7%	29%
Показатели					
EBITDA margin	20%	23%	26%		
EBITDA/проценты, (x)	11	103	31		
Долг/EBITDA**, (x)	1.2	1.8	1.8		
Чистый долг/EBITDA**, (x)	1.2	1.8	1.7		
Долг/Собственный капитал, (x)	0.2	0.3	0.4		

* рассчитан как разность Чистого операционного и Чистого инвестиционного денежных потоков

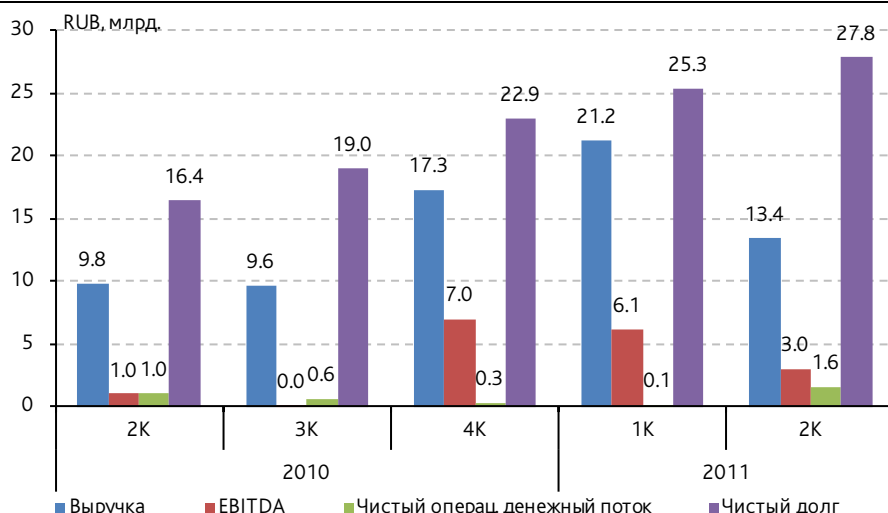
** значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Ситуация с долгом несколько ухудшилась – совокупный долг вырос более чем на RUB5.4 млрд. Практически весь объем нового привлеченного долга пришелся на новые кредиты Сбербанка (рост задолженности до RUB7.2 млрд.) и Росбанка (+RUB3 млрд.) при одновременном погашении части краткосрочной задолженности. Напомним, что в июле ТГК-1 успешно прошла оферту по рублевым облигациям объемом RUB5 млрд., выкупив около 42% объема. Доступ ТГК-1 к кредитам государственных банков, на наш взгляд, крайне благоприятен, поэтому новое предложение рублевых облигаций от компании в ближайшем будущем маловероятно.

На рублевом рынке обращаются 2 выпуска рублевых облигаций ТГК-1, которые сложно назвать ликвидными. Последние котировки более длинного из них транслируются в доходность, сопоставимую с долговыми инструментами ФСК, что слишком агрессивно для генерирующей компании. Более короткий выпуск можно купить с доходностью около 6.6% годовых, что может быть интересно для консервативных инвесторов в качестве инвестиции до оферты, которую ТГК-1, без сомнения, в состоянии исполнить в полном объеме.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ТКГ-1



Источник: данные компании, НБ «Траст»



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

Банк Русский Стандарт опубликовал позитивные финансовые итоги за 1П 2011 по МСФО: банк восстановил рост кредитного портфеля и показатели рентабельности; нейтрально смотрим на еврооблигации банка

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Банк русский Стандарт (БРС) опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г., которая свидетельствует о позитивной динамике основных финансовых показателей. В 2011 г. банк сумел восстановить рентабельность бизнеса и позитивную динамику кредитного портфеля, а также нарастить чистую процентную маржу.

В первую очередь заметим, что в 1П 2011 г. банк нарастил **объем кредитования** (+7.4% до RUB96.4 млрд.), продолжив положительную динамику 4К 2010 г. (+7.5%). **Качество кредитного портфеля** улучшилось: доля NPLs в ссудном портфеле снизилась на 0.9 п.п. до 5.9% в портфеле. Отметим, что уровень просроченных розничных займов составил только 1.6% (2.1% в 2010 г.), а величина проблемных корпоративных кредитов, по словам представителей банка, стабилизирована и не требует доначисления резервов, как это было в 4К 2010 г.

В 1П 2011 г. банку, наконец, удалось приблизиться к докризисным **показателям рентабельности**: в 1П 2011 г. ROAE вырос до 18.0% с 6.5% в 2010 г. (20-30% до кризиса). Этому способствовали меньшие отчисления в резервы (стоимость риска снизилась до 3.9% с 6.6% в 2010 г.) по мере стабилизации качества кредитов и высокие показатели чистой процентной маржи (16.2% в 1П 2011 г.). В то же время показатели операционной эффективности находятся на низком для отрасли уровне: коэффициент «Расходы/Доходы» увеличился до 61.5%.

Отметим, что в 1П 2011 г. банку хватило финансовых ресурсов не только для расширения бизнеса, но и для погашения существенного объема долговых бумаг (около RUB13.4 млрд. за 1П 2011 г.), благодаря активному притоку клиентских средств (+RUB19.0 млрд. до RUB81.9 млрд.). В итоге доля данного источника фондирования превысила 70% от обязательств по итогам 1П 2011 г., более трети которой составили текущие счета клиентов. Во 2П 2011 г. банку предстоит погасить еще RUB5.9 млрд. облигаций, что, на наш взгляд, ему вполне по силам, принимая во внимание комфортный объем ликвидных средств, привлеченный кредит от ЕБРР на сумму RUB4 млрд. в августе и устойчивый приток клиентских средств.

Мы нейтрально смотрим на евробонды банка. Впрочем, мы не исключаем, что банк выйдет с привлекательным предложением на рынок публичного долга во 2П 2011 г. при стабилизации рыночной конъюнктуры с целью диверсифицировать источники фондирования. Вдобавок напомним, что в конце 2011 г. предстоит колл-опцион по субординированным еврооблигациям **RusSt 16** на сумму RUB5.6 млрд., реализация которого видится нам маловероятной.

БРС	Ba2/WR/BBB
МСФО, 1П 2011	
Кредиты, RUB млрд.	96.4
NIM	16.2%
NPLs (+90 дней)	5.0%

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БРС

МСФО, KZT млрд.	2008	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	37.5	20.7	19.5	9.9
Чистые комиссионные доходы	-0.4	0.2	0.3	0.3
Операционные доходы до резервов	37.0	23.9	22.6	12.4
Операционные расходы	-17.9	-13.2	-13.7	-7.6
Отчисления в резервы	-9.8	-12.5	-6.3	-1.7
Чистая прибыль	7.4	-4.5	1.8	2.5
Денежные средства	48.6	12.6	11.4	8.2
Ценные бумаги	4.7	16.0	29.2	32.3
Кредитный портфель, gross	153.3	102.5	89.7	96.4
Резервы	-8.6	-9.5	-7.8	-7.6
Кредитный портфель, нетто	144.7	93.0	81.9	88.7
Средства кредитных организаций	9.1	2.4	0.5	1.2
Средства клиентов, в т.ч.	19.9	26.8	62.9	81.9
частных клиентов	17.5	26.4	62.2	78.3
Долговые ценные бумаги размещенные	90.8	42.7	21.0	7.7
Субординированный долг	11.8	22.2	21.9	21.1
Собственный капитал	38.5	29.5	27.0	27.7
Активы	224.8	140.1	137.1	144.1
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	20.2%	-13.3%	6.5%	18.0%
Доходность активов (ROAA)	3.4%	-2.5%	1.3%	3.5%
Расходы/Доходы	48.3%	55.3%	60.7%	61.5%
Чистая процентная маржа (NIM)	19.6%	13.4%	15.9%	16.2%
NPLs/Кредиты	3.2%	5.4%	5.9%	5.0%
Резервы/NPLs, (x)	1.8	1.7	1.5	1.6
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	18.5%	20.2%	18.7%	18.2%
Достаточность капитала (TCAR)	24.4%	30.3%	28.2%	27.4%
Стоимость риска	6.0%	9.8%	6.6%	3.6%

Источник: данные банка, НБ «Траст»



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

АТФ Банк и Альянс Банк опубликовали финансовые итоги по МСФО за 1П 2011: позитива мало; еврооблигации банков неинтересны

КОММЕНТАРИЙ

Казахстанская дочка группы Unicredit – АТФ Банк, и реструктурированный Альянс Банк опубликовали финансовые итоги за 1П 2011 г. по МСФО, которые свидетельствуют о сохранении существенных проблем в банковском секторе Казахстана.

Рассмотрим более детально финансовые итоги **АТФ Банка** во 2К 2011 г.: кредитный портфель продолжил стагнировать на уровне KZT947.4 млрд. при ухудшении его качества (доля NPLs свыше 90 дней превысила 35.9% в ссудном портфеле). Показатели P&L также продемонстрировали негативную динамику: банк продолжил аккумулировать убытки при снижении операционной эффективности и маржинальности бизнеса (NIM 2.8% в 1П 2011 г.).

Впрочем, заметим, что основной приток клиентских средств в виде корпоративных счетов и депозитов (KZT61 млрд. из KZT70 млрд. во 2К 2011 г.) банк направил на накопление подушки ликвидности и инвестиции в ценные бумаги, что делает комфортным обслуживание заемных средств до конца года.

Основным фактором устойчивости кредитного профиля АТФ Банка является последовательная поддержка материнской группы в предоставлении собственных средств (вливание KZT40 млрд. в капитал в 1П 2011 г.) и источников фондирования (около 16% средств от обязательств).

Вдобавок, с конца 2009 г. между дочерним банком и банком Unicredit заключен гарантийный договор на возмещение казахстанскому банку отчислений в резервы на обесценение корпоративных займов. Так, к 1П 2011 г. было возмещено около KZT64.7 млрд. резервов, что позволяет сократить негативный эффект от доначисления резервов на показатели P&L и поддерживать уровень обеспеченности капиталом.

АТФ Банк

Ba2/WR/BBB

МСФО, 1П 2011

Кредиты, KZT млрд.	947.4
NIM	2.8%
NPLs (+90 дней)	35.9%

Альянс Банк

B3/B-/B-

МСФО, 1П 2011

Кредиты, KZT млрд.	665.9
NIM	1.1%
NPLs (+90 дней)	61.3%

Заметим, что комиссия за данное соглашение определяет негативное значение комиссионных доходов с 1К 2010 г.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АТФ БАНКА

МСФО, KZT млрд.	2009	2010	1К 11	1П 11
Чистые процентные доходы	43	28	8	15
Чистые комиссионные доходы	7	-8	-1	-1
Операционные доходы до резервов	62	25	7	16
Операционные расходы	-18	-17	-3	-8
Отчисления в резервы, в т.ч.	-104	-39	-6	-10
компенсация от акционеров	0	47	н.д.	17
Чистая прибыль	-55	-31	-2	-3
Денежные средства	188	100	134	196
Ценные бумаги	20	17	18	52
Кредитный портфель, gross	932	945	947	947
Резервы	-153	-215	-226	-235
Кредитный портфель, нетто	779	730	721	712
Компенсация к получению от акционеров*	0	47	56	65
Средства кредитных организаций	270	222	226	180
Средства клиентов	502	514	550	618
Долговые ценные бумаги размещенные	154	130	129	139
Субординированный долг	62	64	65	65
Собственный капитал	61	35	34	73
Активы	1,052	969	1,008	1,113
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	-70.0%	-64.8%	-19.2%	-10.4%
Расходы/Доходы	29.5%	69.5%	45.4%	51.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	4.2%	2.7%	3.0%	2.8%
NPLs (свыше 90 дней) /Кредиты	14.3%	31.6%	32.2%*	35.9%
Резервы/Кредиты	16.4%	22.7%	23.9%	24.8%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	10.6%	6.0%	н.д.	11.2%
Достаточность капитала (TCAR)	18.0%	11.4%	н.д.	19.0%

* по данным АФН

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Альянс Банк в 1П 2011 г. продемонстрировал признаки восстановления операционной деятельности, в отличие от другого реструктурированного банка – БТА Банка. Кредитный портфель Альянс Банка вырос в 1П 2011 г. на существенные для отрасли 7.0% (до KZT665.9 млрд.). Экспансия рынка кредитования позволила в свою очередь стабилизировать качество кредитного портфеля и нарастить чистые процентные потоки (NIM прибавил 0.5 п.п. до 1.1%).

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЛЪЯНС БАНКА

МСФО, KZT млрд.	2008	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	65	4	4	4
Операционные доходы до резервов	42	-102	29	8
Доходы от реструктуризации	0	0	325	0
Операционные расходы	-22	-21	-23	-10
Отчисления в резервы	-406	-175	4	-2
Чистая прибыль	-386	-298	334	-4
Денежные средства	61	15	19	20
Ценные бумаги	205	114	124	134
Кредитный портфель, gross	703	698	622	666
Резервы	-270	-454	-370	-366
Средства клиентов	189	154	209	243
Долговые ценные бумаги размещенные	0	0	150	151
Средства, подлежащие реструктуризации	501	734	0	0
Субординированный долг	0	0	84	83
Собственный капитал	-227	-526	-105	-103
Активы	748	419	428	485
Показатели				
Расходы/Доходы	52.4%	-20.4%	79.5%	123.8%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.4%	0.4%	0.6%	1.1%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	15.2%	52.5%	67.2%	61.3%
Резервы/Кредиты	38.4%	65.1%	59.5%	54.9%
Достаточность капитала 1 уровня (K1-1)	11.3%	16.6%	8.9%	8.0%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Впрочем, несмотря на признаки улучшения, количество проблем в банке, которые предстоит решать значителен: доля просроченных займов в портфеле зашкаливает за 60%, объем ликвидных средств ограничен, банк продолжает терпеть убытки, а текущий уровень покрытия резервами (0.9x) может привести к необходимости последующих отчислений в резервы. Вдобавок сохраняется неопределенность относительно дальнейшего развития реструктурированных банков и выхода государственного фонда из структуры собственности. Ожидается, что решение будет рассмотрено регуляторами в сентябре-октябре текущего года.

Мы осторожно смотрим на риск банковского сектора Казахстана, а потому нейтрально относимся к еврооблигациям как АТФ Банка, так и реструктурированного Альянс Банка. Впрочем заметим, что бумаги последнего будут подвержены дополнительной волатильности по мере поступления информации о судьбе реструктурированных банков, что может заинтересовать спекулятивных инвесторов.

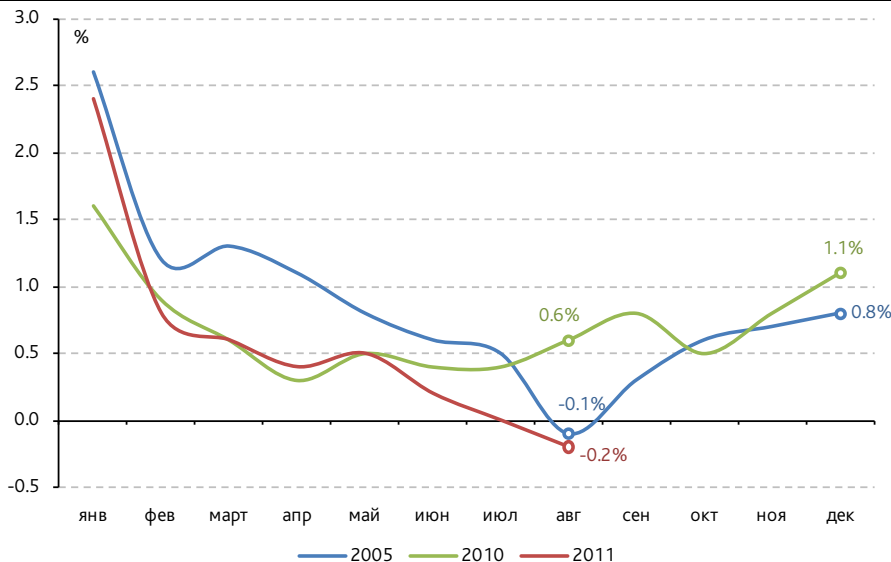


Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Российская макроэкономика**Дефляция в августе: не только хороший урожай и замедление роста денежного предложения, но и медленный рост экономики**

Согласно опубликованным в понедельник данным ФСГС, в августе 2011 г. впервые с 2005 г. была зафиксирована дефляция в размере -0.2% . В годовом выражении инфляция сократилась до 8.2% с 9.0% в июле. Накопленный показатель роста цен с начала года опустился ниже прошлогодних значений – 4.7% против 5.4% за аналогичный период прошлого года.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ М/М, 2005, 2010-2011



Источник: ФСГС, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Выйти на дефляцию в августе стало возможным лишь благодаря более глубокому падению цен на плодоовощную продукцию (-16% вместо -9.1% месяцем ранее). Помимо сезонных факторов немаловажную роль в снижении цен на фрукты и овощи сыграла отмена с 8 августа 2011 г. запрета на импорт овощей из ЕС. О том, что хороший урожай и удешевление кормов позитивно сказывается на ценах продуктов за пределами сельскохозяйственных культур говорит нисходящая динамика показателя продовольственной инфляции с исключением овощей и фруктов – 0.3% м/м против 0.4% м/м в июле (10.1% г/г против 11.7% г/г). Причем, положительный эффект от замедления продуктовой инфляции пока компенсирует всплеск цен на непродовольственные товары (0.5% м/м в августе против 0.3% м/м) и удорожание услуг (0.3% против 0.6%).

Триггером роста цен в непродовольственном сегменте остается топливо: бензин в августе подорожал на 1.9% против 0.5% в июле, а из оставшихся 10 товаров, приводимых Росстатом в ежемесячном отчете медленнее дорожали лишь 2 позиции. О том, что замедление роста денежной массы на фоне сдержанной монетарной и фискальной политики, а также оттока капитала (около USD4-5 млрд. в августе) уже приносит свои плоды, свидетельствует замедление базовой инфляции, очищенной от сезонных составляющих и топливной компоненты – до 8.1% г/г в августе против 8.4% г/г месяцем ранее. Наблюдаемая слабая экономическая активность позволяет предположить, что при текущей ценовой динамике в сентябре инфляция может оказаться нулевой, а в оставшиеся месяцы находиться в пределах $0.4-0.8\%$, что делает возможным достижение $7-7.5\%$ инфляции по итогам года (обновленный прогноз МЭР – $6.5-7\%$). Из видимых причин, способных нарушить подобные прогнозы – наличие политических обещаний в отношении дополнительных бюджетных расходов и ухудшение состояния с ликвидностью, которое может потребовать вливаний средств со стороны ведомств.



Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
31 авг	ТрансФин-М-136о	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-126о	0.5	8.50%	3	8.68%
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	8.50%	5*	8.68%
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	12.50%	1*	13.08%
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-36о	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-16о	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-16о	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-66о	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-46о	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-56о	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-26о	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-16о	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-76о	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-16о	1.5	11.00%	3	11.30%

Ближайшие oferty					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	10.00%	1
8 сен	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0	13.50%	13.50%	1
8 сен	Элемент Лизинг-2	2.3	11.50%	12.00%	3
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	0.10%	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	н.д.	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	н.д.	2
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6
22 сен	ПЭБ Лизинг-3	0.5	14.00%	12.00%	3
22 сен	Русский Межд.Банк-3	1.1	10.75%	н.д.	2
22 сен	СеверСталь-16о	15.0	14.00%	н.д.	1
26 сен	Акрон-2	3.5	14.05%	н.д.	2
29 сен	Ай Теко-1	0.6	12.50%	н.д.	1
29 сен	МИК-2	1.0	13.75%	10.50%	2*
5 окт	Ростелеком-04	2.0	7.50%	н.д.	2
7 окт	РСХБ-04	10.0	11.50%	н.д.	6
7 окт	Фармпрепарат	0.0	12.00%	12.00%	1*
8 окт	ИнвестТоргБанк-4	1.5	9.50%	н.д.	1

* срок до ближайшей oferty, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0
6 сен	МиГ-2	3.0
6 сен	Волгоградская Обл-03	0.5
7 сен	МОИА-2	1.8
7 сен	ЕБРР-3	7.5
13 сен	МосЭнерго-1	5.0
14 сен	НК Альянс-1	3.0
15 сен	Запсибкомбанк-1	1.5
20 сен	СатурнНПО-2	2.0
20 сен	Русский Стандарт-7	5.0
22 сен	НОК-2	0.2
23 сен	МетроСтрой	1.5
27 сен	Разгуляй Фин.-2	2.0
29 сен	ОГК5-01	5.0
5 окт	КВАРТ	0.3
5 окт	ВТБ24-1	6.0
6 окт	ФСК ЕЭС-04	6.0

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11
21 июн	VTB 13CN	CNY	1000	2.95%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
7 сен	UkrExim 11	USD	500
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750

РУКОВОДИТЕЛЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

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

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

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

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным 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.