

Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

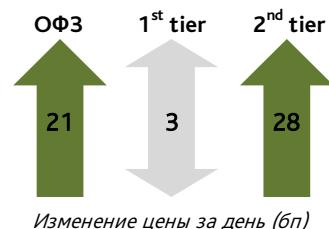
- ❶ Европа: проблемы с реформой EFSF и возможный пересмотр параметров участия частного сектора во втором bailout Греции; надежды рынков на быстрое решение долгового кризиса вряд ли оправдаются
- ❷ Итоги торгов по еврооблигациям: российские евробонды ощутили поддержку извне; высокие обороты в бумагах Газпрома; не считаем рост устойчивым и сохраняем негативный прогноз
- ❸ Открытие торгов по еврооблигациям: внешний фон нестабилен, наблюдается умеренное снижение спроса на риск; ждем открытия торгов в отрицательной зоне



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- ❶ Покупки в рублевом долге во вторник; ОФЗ 26204 на вчерашних торгах – лучше рынка из-за сильного роста рублевого Russia 18; подросшие ОФЗ устранили отрицательные спреды ранее отмеченных нами выпусков 1 эшелона к госбумагам
- ❷ ЦБ расширил денежные и временные лимиты по операциям прямого РЕПО, однако спрос на ликвидность со стороны банков остался таким же, как и предыдущие дни; на аукционе Минфина предъявленный спрос на бюджетные средства составил лишь порядка RUB56 млрд.

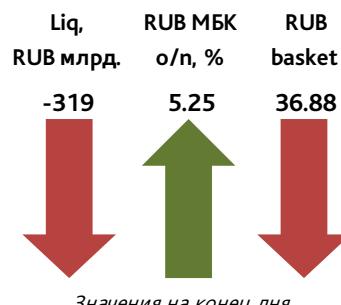


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- ❶ Аэрофлот продемонстрировал неплохую динамику операционных показателей в отчетности по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка стабильна; рублевые облигации дорогие
- ❷ Газпром увеличит расходы на инвестиционную программу; предложение публичного долга увеличится; нейтрально для обращающихся выпусков
- ❸ Покупателем российского подразделения Barclays может стать не Казкоммерцбанк, а Банк Ренессанс Кредит; нейтрально на данном этапе для кредитного профиля Банк Ренессанс Кредит и его облигаций
- ❹ Номос-Банк привлек субординированный кредит от акционеров на сумму RUB6 млрд.; нейтрально смотрим на бумаги банка
- ❺ ВТБ доведет свою долю акций в капитале Банка Москвы до 75% до конца недели; соглашение с миноритариями заключено, что делает вероятным поступление средств от АСВ Банку Москвы до конца текущей недели; по мере реализации помочь возможна позитивная реакция в евробондах Банка Москвы
- ❻ Vallourec отказалась входить в капитал ЧТПЗ; акционеры ЧТПЗ планируют сделать компанию непубличной; улучшения кредитного качества компании ждать не приходится
- ❼ Globaltrans отказался от участия в аукционе на покупку ПГК; риск мгновенного роста долговой нагрузки пока снимается, но планы по небольшим M&A сделкам могут потребовать новых заимствований

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Российская макроэкономика

- ❶ Банк России ждет сильный рубль при сохранении высоких цен на нефть; планов по пересмотру механизма валютных интервенций в ближайшее время нет

Макроцифра

USD6 млрд. – валютные
интервенции ЦБ в сентябре

Последние обзоры

- 27 сентября Банковская система в августе: кредитный бум
- 8 сентября VimpelCom Ltd. и МТС: результаты 1П 2011 г. говорят в пользу МТС
- 8 сентября ЦБ Швейцарии хочет видеть франк слабым. Рынки могут не согласиться
- 6 сентября Стратегия долговых рынков: сентябрь 2011 г.
- 1 сентября Банковская система в июле: качество кредитов под сомнением

Контакты и ссылки

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

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

10:40	Выступление главы ФРБ Бостона Э. Розенгrena
15:00	Голосование в парламенте Финляндии по реформе EFSF
16:30	Заказы на товары длительного пользования в США за август
18:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 23 сентября
21:00	Итоги аукциона UST5 в объеме USD35 млрд.
01:00	Выступление главы ФРС Б. Бернанке

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	355	-29
UST10	▲	1.95	+0.06
Russia 30–UST 10	▼	315	-25
EUR/USD	▲	1.3591	+0.4%
Oil (Brent)	▲	106.3	+1%
VIX	▼	37.71	-1.31

Европа: проблемы с реформой EFSF и возможный пересмотр параметров участия частного сектора во втором bailout Греции; надежды рынков на быстрое решение долгового кризиса вряд ли оправдаются

Глобальные рынки во вторник продолжили уверенное движение вверх: американские фондовые индексы прибавили более 1%, а основные европейские – более 5%. Наблюдалось снижение как доходностей госбумаг «периферии», так и 5-летних CDS «ядра» еврозоны. Причиной стали ожидания новых мер со стороны властей Европы по преодолению долгового кризиса. Однако, с нашей точки зрения, поступающие из Старого Света новости вовсе не повод для столь обескураживающего оптимизма.

К положительным моментам вторника можно отнести принятие парламентом Греции нового налога на недвижимость. Это потенциально открывает путь к возобновлению оценочной миссии «тройки», представители которой начнут прибывать в Афины уже сегодня. Кроме того, парламент Словении вчера одобрил июльскую реформу EFSF.

Тем не менее для нас превалирование если и не совсем плохих, то уж и никак не воодушевляющих новостей кажется очевидным. Во-первых, на среду и четверг намечены голосования по реформе EFSF в парламентах Финляндии и Германии. Причем, как показали итоги пробного голосования в Бундестаге, канцлер А. Меркель может быть вынуждена положиться на поддержку оппозиции для утверждения реформы. Пошатнувшаяся коалиция в Германии – не самый лучший фон для переговоров о выходе из долгового кризиса. Кроме того, власти Словакии накануне вновь не смогли заручиться поддержкой в парламенте, который будет рассматривать реформу EFSF во второй половине октября.

Во-вторых, по информации FT, 7 (!) стран еврозоны, включая Германию и Нидерланды, выступают за пересмотр параметров участия частного сектора во втором греческом bailout, требуя больших списаний по госбумагам страны. Франция и ЕЦБ выступают резко против, опасаясь очередного витка напряженности в банковском секторе.

Напомним, в рамках второго пакета помощи на EUR109 млрд. июльскими договоренностями стран ЕС был предусмотрен обмен гособлигаций Греции с погашением до 2020 г. на более длинные бумаги. Ожидается, что это поможет стране сократить долговое бремя на EUR13.5 млрд., а потери держателей бондов составят чуть более 20%. Учитывая то, с каким трудом Европа шла к принятию подобной меры, мы опасаемся, что попытка «на ходу» переоформить договоренности в текущих условиях будет равноцenna открытию «ящика Пандоры». По словам А. Меркель, вопрос о необходимости пересмотра отдельных частей второго bailout будет решаться после получения отчета «тройки».

Не способствуют оптимизму и сделанные накануне главой ЕЦБ Ж.-К. Трише заявления, согласно которым регулятор может прекратить выкуп гособлигаций проблемных стран еврозоны после того, как реформированный EFSF получит право выхода на первичный и вторичный рынки госдолга. При этом уходящий глава ЕЦБ особо подчеркнул, что регулятор пошел на перезапуск программы выкупа исключительно на условиях расширения в дальнейшем полномочий «стабфонда». Отметим, что EFSF в текущих объемах вряд ли сможет долгое время проводить эффективные интервенции на рынке госдолга.

Таким образом, наблюдавшаяся последние несколько торговых сессий положительная динамика в рисковых активах может вскоре сойти на нет. Надежды на европейских политиков и быстроту принятия ими решений могут оказаться напрасными.

Итоги торгов по еврооблигациям: российские евробонды ощутили поддержку извне; высокие обороты в бумагах Газпрома; не считаем рост устойчивым и сохраняем негативный прогноз

Стремительный рост на зарубежных торговых площадках поддержал во вторник стоимость российских евробондов. Котировки как суверенных, так и корпоративных бумаг в целом выросли при достаточно больших торговых оборотах: USD97 млн. против среднего за год значения USD78 млн.

В нефтегазовом секторе основной объект внимания остался тот же, что и вчера: около половины от общего объема сделок (USD 13.4 млн. из USD27 млн.) пришлись на евробонды Газпрома, котировки которых по итогам дня поднялись на 1.5-2.5 п.п. Во втором эшелоне повышенный интерес инвесторы проявили к бумагам Вымпелкома, подорожавшим за вторник на 20-100 бп. В банковском секторе единого тренда не сложилось. Длинные евробонды Сбербанка и ВЭБа прибавили порядка 1-2 п.п., а котировки на дальнем конце кривой Альфа-Банка снизились на аналогичную величину. Небольшая активность сосредоточилась также в выпусках Номос-Банка, короткий выпуск которого (с погашением в 2012 г.) подешевел на 75 бп, а длинные, напротив, прибавили в цене 0.8-1.4 п.п.

Суверенные евробонды продемонстрировали преимущественно положительную динамику. Котировки индикативного выпуска **Russia 30** уверенно поднимались вплоть до 16:00 МСК, после чего практически застыли на отметке 113.5% от номинала (+1.58 п.п. за день). Спред **Russia 30-UST10** сузился сразу на 25 бп до 315 бп. Подорожали также и другие, менее ликвидные суверенные российские бумаги, однако выпуск **Russia 28** во вторник снизился в цене на 1.6 п.п.

Мы полагаем, что наблюдающееся фактически с начала текущей недели стремительное восстановление на внешних рынках, начавшееся и на рынке российских евробондов со вторника, вряд ли можно считать устойчивым. Мы по-прежнему придерживаемся пессимистического прогноза в отношении рисковых активов, включая российские евробонды, как минимум до конца текущего года.

Открытие торгов по еврооблигациям: внешний фон нестабилен, наблюдается умеренное снижение спроса на риск; ждем открытия торгов в отрицательной зоне

Уверенность инвесторов в готовности и, главное, способности европейских политиков быстро возвести эффективный заслон перед долговым кризисом, в среду, кажется, начинает сходить на нет. Азиатские фондовые индексы колеблются (**Nikkei 225** теряет чуть менее 0.1%), а фьючерс на **S&P 500** торгуется в минусе на 0.6%. Котировки барреля Brent также смотрят вниз, пока держатся у отметки USD106 против USD107 на закрытии основных торгов в России накануне. На валютном рынке мы вновь видим спрос на защиту доллара: пара EUR/USD находится около отметки 1.3560 против 1.3640 вечером во вторник, а индекс доллара прибавляет порядка 0.4%. Открытие российского рынка еврооблигаций пройдет, скорее всего, в красной зоне.

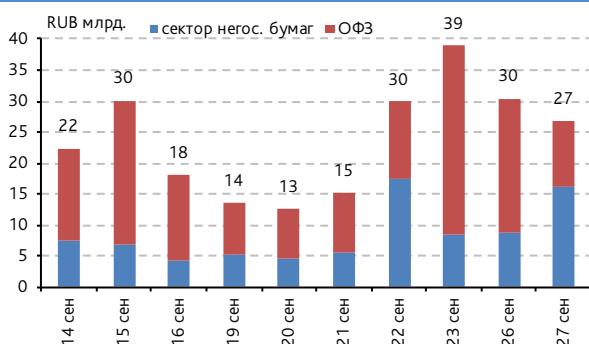
Новостной фон сегодня будет представлен важной статистикой из США (заказы на товары длительного пользования), выступлением главы ФРС Б. Бернанке и голосованием по реформе EFSF в парламенте Финляндии. Кроме того, сегодня ЕЦБ проведет очередной аукцион по предоставлению банкам 7-дневной долларовой ликвидности. Очередной заем со стороны одного банка в размере USD500 млн. может вызвать негативную реакцию на рынках.



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

Покупки в рублевом долге во вторник; ОФЗ 26204 на вчерашних торгах – лучше рынка из-за сильного роста рублевого Russia 18; подросшие ОФЗ устранили отрицательные спреды ранее отмеченных нами выпусков 1 эшелона к госбумагам

При сохранении пониженных оборотов на рублевом рынке на фоне локального улучшения внешнего фона, укрепления рубля и прихода на рынок крупного покупателя в лице ПФР во вторник в рублевом долге шли покупки. В сегменте ОФЗ наибольший рост пришелся на **ОФЗ 26204** (+2.2 п.п. по цене, YTM 8.48%) – прежде всего из-за сильных ценовых движений в рублевом евробонде **Russia 18**, также прибавившем свыше 2 п.п. Остальные ликвидные выпуски госбумаг средней дюрации подросли на 40-90 бп.

Покупки в ОФЗ снивелировали ситуацию отрицательных спредов ряда качественных корпоративных выпусков к ОФЗ – прежде всего, в выпусках ФСК ЕЭС (см. [«Навигатор долгового рынка»](#) от 27.09.2011).

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	28.5%
от 1 до 1.5 лет	5.8%
от 1.5 до 2 лет	1.2%
от 2 до 3 лет	16.3%
от 3 до 5 лет	18.5%
> 5 лет	29.7%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.61%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	8.15%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.26%	6.5
Банки	8.46%	1.5
Корп 1 эшелон	7.88%	2.5
Корп 2 эшелон	8.69%	2.0

§ Денежный рынок

События денежного рынка

28 сен	Поступление средств RUB55.8 млрд. на депозиты (аукцион Минфина 27 сентября)
28 сен	Уплата налога на прибыль за август (RUB190-210 млрд.)
28 сен	Возврат Минфину RUB70 млрд. с депозитов (аукцион 27 июня)
28 сен	Погашение ОФЗ 25070 (RUB44.95 млрд.)
28 сен	Поступление купонов ОФЗ общим объемом RUB4.80 млрд.
29 сен	Аукцион Минфина по размещению средств бюджета (RUB70 млрд., 68 дн.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.75/5.25	5.00	5.75	5.00/5.50
2-й круг	5.00/5.50	5.00	6.00	5.25/5.75
Динамика внутри дня (1-й круг)				
УТРО		ДЕНЬ	ВЕЧЕР	
4.75-5.25		5.75-6.00	5.00-5.50	

ЦБ расширил денежные и временные лимиты по операциям прямого РЕПО, однако спрос на ликвидность со стороны банков остался таким же, как в предыдущие дни; на аукционе Минфина предъявленный спрос на бюджетные средства составил лишь порядка RUB56 млрд.

Банковская ликвидность во вторник продолжила сжиматься, остатки на корсчетах и депозитах снизились на RUB72.7 млрд. до RUB863.5 млрд. Указанное сокращение высоколиквидных активов банков в ЦБ на начало текущего операционного дня, скорее всего, обусловлено тем, что банки осуществили возврат RUB70 млрд. бюджетных средств, привлеченных на аукционе Минфина 27 июня. Привлеченные же вчера аналогичные средства от Минфина в объеме RUB55.8 млрд. поступят сегодня.

Заметим, что Минфин на вчерашнем аукционе удовлетворил весь предъявленный участниками спрос при намерении разместить вплоть до RUB130 млрд. За бюджетными деньгами на срок 7 дней пришли семь банков, заплатив за привлечение в среднем 5.11%. Оснований считать деньги Минфина дорогими нет – однодневное фондирование на МБК для банков первого круга, который даже уже списка банков, соответствующих требованиям для участия в аукционах Минфина, вчера на конец дня стоило 5.0-5.5%, а внутри дня доходило до 5.75-6.0%. Вместе с тем констатировать снижение потребности банков в короткой ликвидности мы пока не готовы.

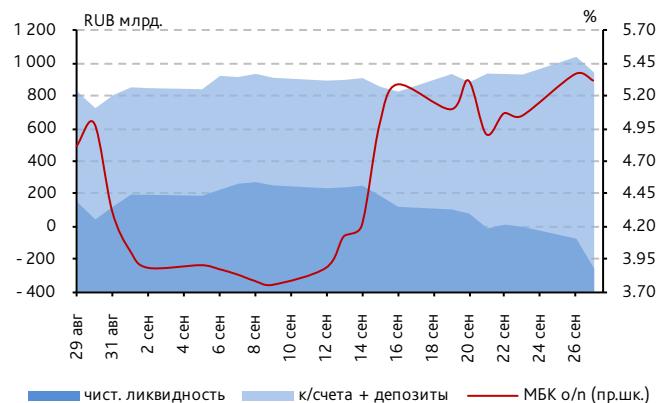
Вчера ЦБ расширил лимит предложения по аукционному РЕПО до RUB300 млрд. при том, что в предшествующие дни он выставлял RUB250 млрд. Тем не менее банки «выбрали» его в объеме, не превышающем спрос на прошлой неделе – RUB176.7 млрд. Днем ранее регулятор объявил о возобновлении в 4К 2011 г. аукционов прямого РЕПО на 3 месяца – соответствующие размещения пройдут 17 октября, 14 ноября и 19 декабря. Собственно, на конец года придет время возвратов основной массы бюджетных средств с депозитов банков, а возможности их замещения Минфином в условиях активизации госрасходов в ноябре-декабре будут ограниченными.

Ставки по РЕПО по итогам вчерашних торгов не поменялись: однодневное привлечение под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона остались на уровне 5.41-5.47%. Сегодня банки завершат расчеты по налогам, что будет способствовать возврату ставок МБК на уровень 4.25-4.75% к концу недели.

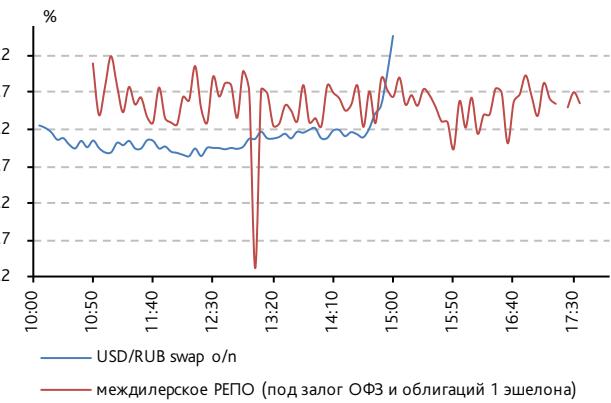


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Аэрофлот продемонстрировал неплохую динамику операционных показателей в отчетности по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка стабильна; рублевые облигации дорогие

Вчера крупнейший российский авиаперевозчик – Аэрофлот – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Отчетности Аэрофлота демонстрируют вполне прослеживаемую сезонность: традиционно операционные показатели во втором полугодии показывают гораздо более ощущимую динамику, так как именно на этот период приходится большая часть летнего сезона отпусков. Как следствие, результаты 1П 2011 г. оказались несколько хуже, чем во 2П 2010 г., хотя в годовом выражении выручка и EBITDA продемонстрировали неплохой рост на 26% и 24% соответственно. Положительная динамика выручки была обеспечена увеличением объема пассажирских перевозок на 22% относительно 1П 2010 г., однако одновременный рост расходов на топливо (около 30%) не позволил компании продемонстрировать увеличение рентабельности по EBITDA, которая оказалась на уровне 13%, что на 1 п.п. ниже значения прошлого года.

Аэрофлот традиционно генерирует значительный чистый операционный денежный поток, более чем в 10 раз превышающий объем необходимых капитальных затрат. В ходе вчерашней телеконференции менеджмент компании озвучил планы по выкупу акций Аэрофлота с рынка, однако объемов и сроков этого выкупа заявлено не было. Аэрофлот в течение 1П 2011 г. уже выкупал акции с рынка в объеме около 2.3% от акционерного капитала, потратив на это порядка USD96 млн. Приобретение собственных акций с рынка несколько негативно скажется на ликвидной позиции Аэрофлота, однако, по всей видимости, компания будет постепенно продавать их по мере того, как турбулентность на финансовых рынках утихнет, и капитализация компании начнет расти.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЭРОФЛОТА

МСФО, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка, в т.ч.	1,854	4,319	2,344	-5%	26%
по договорам с другими авиакомпаниями	186	404	209	-4%	12%
EBITDA	250	684	312	-28%	24%
Чистая прибыль	18	253	377	60%	>500%
Чистый операц. денежный поток	423	604	579	220%	37%
Капвложения и M&A	81	159	42	-46%	-48%
Свободный денежный поток	360	486	536	323%	49%
Совокупный долг, в т.ч.	2,015	2,047	2,163	6%	7%
краткосрочный долг	190	166	227	36%	19%
Денежные средства и эквиваленты	607	660	876	33%	44%
Активы	4,464	4,526	5,347	18%	20%
Показатели					
EBITDA margin	14%	16%	13%		
EBITDA/проценты	4.4	5.4	5.4		
Долг/EBITDA*	4.0	3.0	2.9		
Чистый долг/EBITDA*	2.8	2.0	1.7		
Долг/Собственный капитал	2.2	1.8	1.4		

* значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компаний, НБ «Траст»

На данный момент ситуация с долгом несколько улучшилась по сравнению с концом 2010 г.: чистый долг снизился на USD100 млн., что выразилось и в уменьшении показателя «Чистый долг/EBITDA» до 1.7x. Статус государственной компании позволяет Аэрофлоту без каких-либо затруднений получать финансирование от государственных банков.

Рублевые облигации Аэрофлота сейчас торгуются почти без премии к кривой РЖД, что слишком агрессивно как с точки зрения разницы в рейтингах, так и с точки зрения больших рисков бизнеса авиаперевозок по сравнению с железнодорожными. Мы видим справедливой премию в размере не менее 100-120 бп, поэтому нейтрально относимся к облигациям авиаперевозчика.

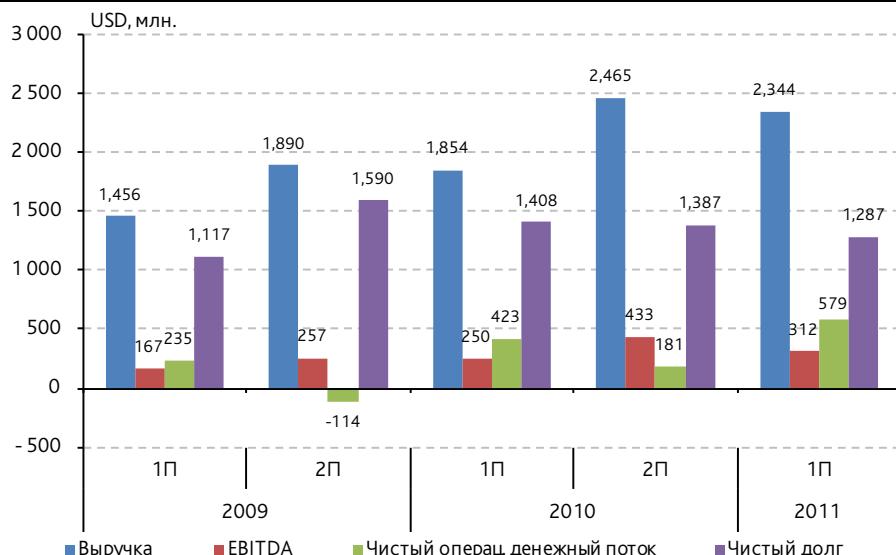
Аэрофлот

Fitch: BB+

МСФО, 1П 2011

Выручка, USD млн.	2,344
EBITDA margin	13%
Долг/EBITDA	2.9

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ АЭРОФЛОТА



Источник: данные компании, НБ «Траст»



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Газпром увеличит расходы на инвестиционную программу; предложение публичного долга увеличится; нейтрально для обращающихся выпусков

По данным Коммерсанта, вчера совет директоров Газпрома утвердил увеличение инвестиционной программы, бюджет и план по оптимизации затрат на 2011 г. в новой редакции.

КОММЕНТАРИЙ

По новому плану в 2011 г. Газпром на инвестиционную программу потратит почти RUB1.3 трлн., из которых порядка RUB1.2 трлн. будут направлены на капитальные затраты. Основные статьи новой редакции программы капиталовложений – обустройство Бованенковского и Киринского месторождений, а также новые газотранспортные проекты. Расширение инвестиционной программы потребует от монополии и увеличения внешних заимствований с ранее озвученных RUB90 млрд. до RUB150 млрд. Отметим также, что на 2012-2013 г. объем капитальных затрат запланирован приблизительно на таком же высоком уровне RUB1.2-1.3 трлн. в год, поэтому Газпром не прекратит регулярно выходить на российский и международный долговой рынок.

Увеличение инвестиционной программы даже в таких существенных масштабах не должно оказать резко негативного влияния на кредитное качество Газпрома. Во-первых, объем новых заимствований не столь существенен, чтобы радикально увеличить размер совокупного долга; во-вторых, нынешний уровень долговой нагрузки можно считать низким (около 0.8x по показателю «Долг/EBITDA»), а его увеличение до 1.0-1.2x не должно вынудить рейтинговые агентства пересмотреть свое отношение к компании. Кроме того, менеджмент Газпрома ранее отмечал, что по итогам 2011 г. долговая нагрузка должна сохраниться на низком уровне прошлого года.

Рублевые облигации Газпрома торгуются сейчас практически на одном уровне с кривой ОФЗ, что является в большей степени техническим фактором. Еврооблигации Газпрома в последние недели слабо реагируют на корпоративные события, и в большей степени отражают неприятие риска корпоративных эмитентов развивающихся рынков со стороны международных инвесторов. Мы по-прежнему считаем короткие евробонды Газпрома качественной и надежной инвестицией для консервативных инвесторов.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Газпром

Baa1/BBB/BBB

МСФО, 1К 2011

Выручка, RUB млрд.	1,317
EBITDA margin	43%
Долг/EBITDA	0.8

Покупателем российского подразделения Barclays может стать не Казкоммерцбанк, а Банк Ренессанс Кредит; нейтрально на данном этапе для кредитного профиля Банк Ренессанс Кредит и его облигаций

По сведениям Коммерсанта, претендентом на покупку дочернего банка Barclays в России является группа Ренессанс в лице розничного банка Ренессанс Кредит. В то же время казахстанский Казкоммерцбанк, названный ранее основным кандидатом на актив, по всей видимости, не примет участие в сделке. Детали предложения не раскрываются, но цена, вероятно, будет установлена с дисконтом к рынку.

КОММЕНТАРИЙ

На данном этапе сделки мы склонны оценивать новость нейтрально для кредитного профиля Банка Ренессанс Кредит, поскольку еще не озвучены основные детали: будет ли покупка осуществляться непосредственно через розничный банк группы Ренессанс, или другие ее структуры. На наш взгляд, участие материнской группы более вероятно для сохранения комфортных кредитных метрик КБ Ренессанс Капитала.

Напомним, что ранее цена сделки озвучивалась на уровне 1.2-1.3х от капитала. Объем собственных средств российской дочки Barclays, согласно данным РСБУ на 01.09.2011, составил RUB4.9 млрд. При этом, в соответствии с данными отчетности КБ Ренессанс Капитал за 1П 2011 г. по МСФО объем денежных средств и эквивалентов составлял менее RUB5 млрд., что делает высокой вероятность участия материнской группы Ренессанс в финансировании сделки. Вдобавок, привлечение других структур группы позволит избежать снижения уровня достаточности капитала банка: по данным РСБУ, Н1 составил 12.5% на 01.09.2011. При этом, согласно международным стандартам, показатель совокупной достаточности капитала банка КБ Ренессанс находится на высоком уровне 27% (TCAR за 1П 2011 г.).

КБ Ренессанс Капитал является крупным игроком на рынке розничного кредитования в России: объем потребительских займов составил около RUB42.7 млрд. на 01.09.2011 по РСБУ, или выше 95% кредитного портфеля. В то же время портфель клиентских займов российского банка Barclays представлен преимущественно корпоративными продуктами: 65% от RUB11.6 млрд. всех ссуд составили кредиты юридическим лицам на 01.09.2011. В этой связи не ясно, будет ли приобретение происходить полностью и в каком формате произойдет консолидация активов с розничным банком.

Мы нейтрально смотрим на евробонды как розничного, так и инвестиционного банков группы Ренессанс. На данный момент они предлагают доходность выше YTW 14.5% на диапазоне 2-3 лет. Тем не менее мы не советуем бумаги к покупке, как и выпуски частных банков Казахстана, ввиду преобладания высокой волатильности на рынке.



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

Номос-Банк привлек субординированный кредит от акционеров на сумму RUB6 млрд.; нейтрально смотрим на бумаги банка

По данным Интерфакса, Номос-Банк привлек субординированный заем на сумму RUB6 млрд. сроком на 10 лет. Средства были предоставлены одним из акционеров банка – группой Russia Finance Corporation B.V. (26.5% по итогам 1П 2011 г.), подконтрольной PPF Group П. Келнера.

КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно оцениваем привлечение рублевого субординированного займа банком, поскольку это окажет поддержку уровню обеспеченности капиталом. Вдобавок, новость свидетельствует о желании акционеров поддерживать банк и инвестировать в его развитие.

Кредит от акционеров позволит банку успешно рефинансировать субординированный евробонд на сумму USD125 млн., по которому осенью текущего года состоится колл-опцион (см. «[Навигатор долгового рынка](#)» от 23.09.2011), без потери для уровня достаточности капитала (TCAR 16.3% в 1П 2011 г.). Более того, учитывая больший объем субординированного кредита (около USD185 млн. в долларовом эквиваленте), привлечение капитала 2-го уровня обеспечит потенциал для расширения бизнеса банка. Напомним, что менеджмент Номос-Банка прогнозирует рост кредитного портфеля на 30% в 2011 г. (+14% в 1П 2011 г. до RUB404.1 млрд.), не исключая возможности вливания средств в капитал через SPO в 2012 г.

КБ Ренессанс Капитал	B3/B/B
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	36.5
NIM	11.7%
NPLs (+90 дней)	5.4%

ККБ	Ba3/B/B-
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, KZT трлн.	2.7
NIM	3.6%
NPLs (+90 дней)	23.8%

Номос-Банк	Ba3/NR/BB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	404.1
NIM	5.1%
NPLs (+90 дней)	2.1%

Заметим, что привлечение долгосрочного рублевого фондирования позитивно для банка с позиции ограниченного доступа к долгосрочным рублевым ресурсам, а также в условиях слабеющего рубля. Впрочем отметим, что, согласно отчетности банка за 1П 2011 г., порядка 34% активов представлены в иностранной валюте, а обязательств только 26%. Разница валютной позиции хеджируется защитными инструментами.

На данный момент предстоящий к досрочному погашению в октябре текущего года выпуск **Nomos 16** торгуется около номинала, не предполагая интересных торговых идей. Мы также нейтрально смотрим и на другие облигации банка как на внутреннем, так и на внешнем рынках.



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

Российская макроэкономика

Банк России ждет сильный рубль при сохранении высоких цен на нефть; планов по пересмотру механизма валютных интервенций в ближайшее время нет

Вчера глава ЦБ С. Игнатьев говорил о действиях регулятора на валютном рынке в сентябре и механизме валютных интервенций, а также озвучил позицию ЦБ относительно расширения инструментов рефинансирования. В части последнего речь идет о возобновлении беззалоговых аукционов – по мнению Банка России, потребности в этом нет.

КОММЕНТАРИЙ

Как мы поняли позицию Банка России из вчерашнего выступления С. Игнатьева, пока регулятор не видит существенных рисков для рубля, руководствуясь все еще благоприятным внешним фоном в виде высокого уровня цен на нефть. Все это позволяет ЦБ проводить озвученную ранее курсовую политику сокращения присутствия регулятора на внутреннем валютном рынке и движения в сторону свободного курсообразования рубля, т.е. переходу к режиму плавающего валютного курса без каких-либо ограничивающих факторов (см. [«Навигатор долгового рынка»](#) от 26.09.2011).

Глава ЦБ подтвердил участникам рынка нахождение верхней границы пятирублевого коридора по бивалютной корзине на уровне RUB37.50. С. Игнатьев полностью удовлетворен существующим механизмом валютных интервенций и указал на отсутствие у ЦБ планов расширения коридора бивалютной корзины с текущих 5 рублей, что, по его словам, не исключает рассмотрения данного вопроса в перспективе. С начала сентября продажи валюты ЦБ на рынке составили более USD6 млрд., USD2.4 млрд. из которых пришли на понедельник, 26 сентября.

Оптимистичной официальной позицию ЦБ касаемо валютного курса назвать сложно – регулятор достаточно трезво оценивает текущий момент и сложившуюся ситуацию на рынках. Однако риски для рубля сейчас как валюты не самого лучшего представителя emerging markets – наивысшие с момента преодоления активной фазы девальвации конца 2008 – начала 2009 гг. И сейчас искать их нужно, безусловно, за пределами страны.

По факту рынки (в том числе и российский) являются заложниками экспериментального третьего этапа количественного смягчения в США, который не дал дополнительной ликвидности для наращивания новых позиций в рисковых активах и экспозиции на emerging markets. Более того, заявленные к реализации меры ФРС ставят под сомнение сохранение возможности carry trade с использованием дешевого короткого фондирования в USD. Поэтому мы весьма скептически относимся к тому, что ЦБ по-прежнему «держится» за собственную оценку оттока капитала в USD35 млрд. по итогам 2011 г.

В вопросе о расширении палитры инструментов рефинансирования, доступных банкам, регулятор (на наш взгляд, обоснованно) не видит причин для возобновления беззалоговых аукционов – инструмента, который в острую фазу кризиса показал себя с лучшей стороны. Важной его особенностью является тот факт, что ЦБ вправе допустить к беззалоговым аукционам абсолютно всех представителей банковского сектора, независимо от их финансового состояния. Мы сохраняем наше мнение, в существенной степени руководствуясь опытом 2008-2009 гг., что ресурсы и инструментарий регулятора для обеспечения банковского сектора ликвидностью в случае стресс-сценария значительны.



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

① Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения						Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW	Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
21 сен	ВТБ 24-2ИП-Б	1.7	3.00%	32	3.03%	29 сен	ВостЭкспресс-2Бо	2.0	10.1-10.5%	3
21 сен	ВТБ 24-2ИП-А	3.3	9.00%	32	9.31%	3 окт	АТЭК-2	0.3	н.д.	1
14 сен	ЮниКредит Банк-1ИП	5.0	8.20%	5	8.37%	4 окт	ВЭБ-10	15.0	8.4-8.8%	5*
31 авг	ТрансФин-М-13Бо	0.5	8.50%	3	8.68%					
31 авг	ТрансФин-М-12Бо	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-3Бо	3.0	9.90%	2*	10.14%					
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%					
2 авг	ОТП Банк-1Бо	5.0	7.95%	3	8.11%					
2 авг	Мираторг Финанс-1Бо	3.0	8.75%	3*	8.94%					
2 авг	МеталлургоКомБанк-1Бо	1.5	8.70%	2*	8.89%					
1 авг	Глобэкс КБ-6Бо	2.0	6.95%	1*	7.07%					
1 авг	Глобэкс КБ-4Бо	3.0	6.95%	1*	7.07%					
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%					
28 июл	Группа ЛСР-5Бо	2.0	8.47%	3	8.65%					
28 июл	Стройкредит КБ-2Бо	1.0	9.90%	1*	10.14%					

Ближайшие оферты						Ближайшие погашения				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок	Дата	Выпуск	RUB млрд.		
29 сен	Ай Теко-1	0.6	12.50%	12.50%	1*	29 сен	ОГК5-01	5.0		
29 сен	МИК-2	1.0	13.75%	10.50%	2*	5 окт	КВАРТ	0.3		
5 окт	РосТелеком-04	2.0	7.50%	6.50%	2	5 окт	ВТБ24-1	6.0		
7 окт	РСХБ-04	10.0	11.50%	7.50%	2*	6 окт	ФСК ЕЭС-04	6.0		
7 окт	Фармпрепарат	0.0	12.00%	12.00%	1*	10 окт	Газпромбанк-3	10.0		
8 окт	ИнвестТоргБанк-4	1.5	9.50%	н.д.	1	11 окт	Красноярск-11	0.0		
13 окт	Банк Санкт-Петербург-1Бо	5.0	8.10%	8.25%	1*	12 окт	ХКФ Банк-4	3.0		
14 окт	Новопластуновское	0.0	12.00%	н.д.	1*	18 окт	МДМ Банк-05	3.0		
18 окт	Тензор-1Бо	0.3	12.00%	н.д.	1	18 окт	ПромТрактор-2	3.0		
19 окт	МКБ-8	3.0	9.70%	н.д.	4	19 окт	Белгородская Обл-4	1.0		
19 окт	РосТелеком-13	2.0	11.00%	н.д.	1	20 окт	Нижегородская Обл-3	0.8		
24 окт	ХКФ Банк-5	4.0	8.15%	н.д.	2	20 окт	Группа Джей Эф Си	2.0		
25 окт	МБРР-3	3.0	7.25%	н.д.	2	21 окт	ПАВА-2	1.0		
28 окт	БИН Банк-2	1.0	8.85%	8.85%	1*	25 окт	АК БАРС Банк-3	3.0		
3 ноя	ЕАБР З	5.0	10.50%	н.д.	5	26 окт	Иркутская Обл-315	0.3		
3 ноя	Югинвестрегион	0.9	13.75%	н.д.	4	27 окт	Газпром-08	5.0		
11 ноя	Мечел-01Бо	5.0	12.50%	н.д.	1	27 окт	РФЦ Лизинг	0.0		
16 ноя	ВнешПромБанк	1.5	9.00%	н.д.	1	31 окт	Ханты-МансийскийБанк-1	3.0		

* срок до ближайшей оферты, лет

① Календарь по еврооблигациям

Последние размещения						Ближайшие погашения				
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок	Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3	6 окт	Prodimeх 11	USD	100	
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5	12 окт	Moscow 11E	EUR	374	
18 июл	MetalloInvest 16	USD	750	6.50%	5	12 окт	VTB 11	USD	450	
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5	17 окт	NurBank 11	USD	150	
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3	20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225	
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5	22 окт	VimpelCom 11	USD	300	
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3	4 ноя	InterGaz 11	USD	250	
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6	10 ноя	AlZK 11R	RUB	1040	
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11	14 ноя	SberBank 11	USD	750	
21 июн	VTB 13CN	CNY	1000	2.95%	3	16 ноя	Astana Finance 11	USD	175	

РУКОВОДИТЕЛЬ ИНВЕСТБЛОКА

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Руководитель дирекции**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru**Макроэкономика и стратегия****Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@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**Дирекция финансовых рынков**sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции**Дмитрий Игумнов**

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@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**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. 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 прямого 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 являющимися 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, 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.