

КОНЪЮНКТУРА

Неделя на финансовых рынках начнется во вторник с заседания ФРС, на котором будет принято крайне ожидаемое рынком решение о дальнейшем курсе регулятора.

Самым желанным для инвесторов было бы понижение ставки на 50 б.п., однако не исключено что ФРС может преподнести сюрприз, благо возможностей для этого у комитета предостаточно. Например, может быть принято решение изменить не учетную, а дисконтную ставку, размер которой уже был понижен в середине августа. Или снижение составит 25 б.п., а дальнейшие комментарии не дадут четкого представления о следующих шагах ФРС.

Кроме того, публикация индексов PPI во вторник и CPI в среду может обозначить дальнейшие действия ФРС в области регулирования ставок.

При реализации наиболее оптимистичного сценария, часть позитива наверняка достанется и российскому долговому рынку. В случае же если ФРС решит не предпринимать никаких действий, ограничившись обещаниями следить за развитием ситуации, не исключаем новой волны продаж долговых бумаг. Наиболее нейтральный вариант с понижением ставки на 25 б.п. может вызвать легкую коррекцию, после которой рынок вернется в состояние шаткого равновесия до новых новостей с кредитного или ипотечного рынка.

Пока же в рублевых бумагах наблюдается смешанная динамика. Крайне неоднозначно были восприняты инвесторами результаты прошедшего на прошлой неделе аукциона по федеральным займам: «в плюс» от уровня размещения удалось уйти только выпуску 46018, в то время как держатели других выпусков ОФЗ и корпоративных бумаг восприняли предоставленную премию скорее как повод для коррекции.

НОВОСТИ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

На текущую неделю намечено размещение выпуска облигаций ООО «Ладья» на 500 млн рублей.

КОРПОРАТИВНЫЕ НОВОСТИ

В понедельник появились новости о предоставлении Банком Англии краткосрочного кредита банку «Northern Rock», ставшему жертвой кризиса на межбанковском рынке, что привело к массовому оттоку средств вкладчиков с его счетов. Это, к сожалению, означает, что говорить о преодолении пика кризиса, пока преждевременно.

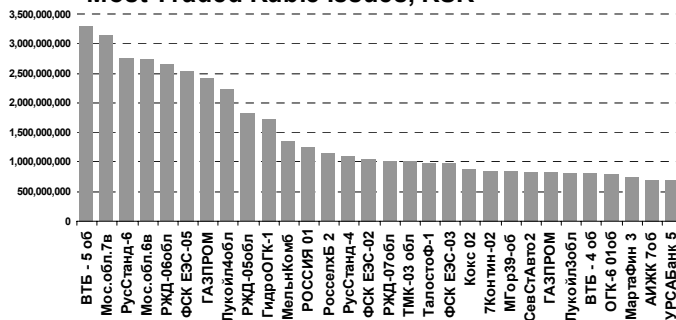
РЕКОМЕНДАЦИИ

На российском долговом рынке предлагаем сохранять «защитную» позицию, риски новой волны коррекции сохраняются.

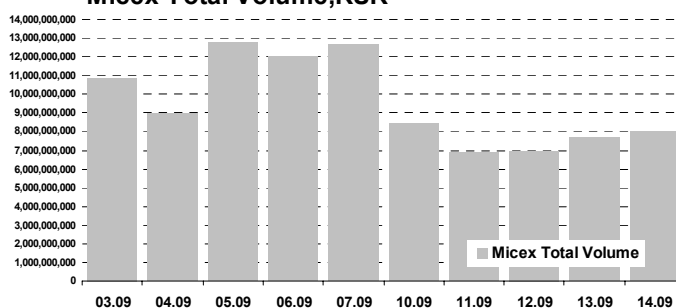
В ЭТОМ ВЫПУСКЕ:

| | |
|------------------------------|--------|
| РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ | стр. 2 |
| КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ | стр. 3 |
| ЕВРООБЛИГАЦИИ | стр. 5 |

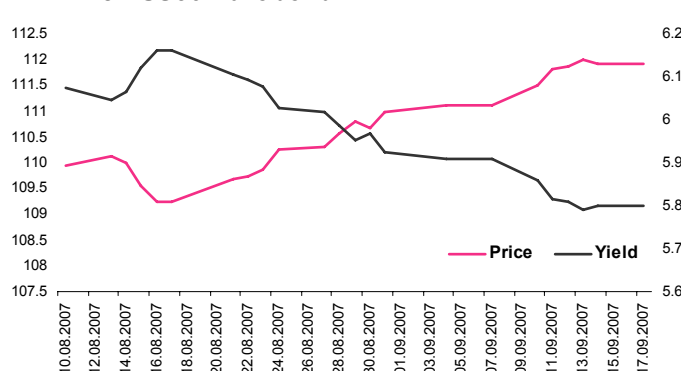
Most Traded Ruble Issues, RUR



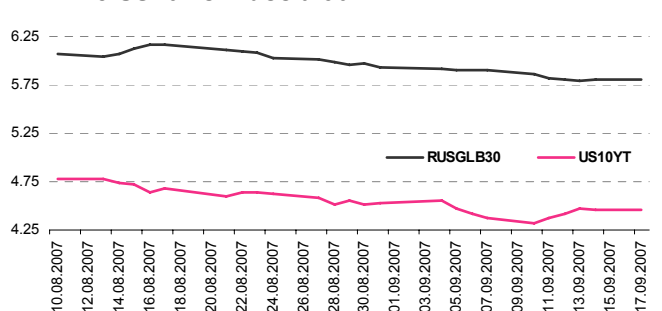
Micex Total Volume, RUR



The RUS30 Eurobond



The US10 vs. Russia 30



Контакты:

Отдел анализа долговых обязательств +7 (495) 641 44 14

Владимир Малиновский V.Malinovskiy@kf.ru
Евгений Воробьев E.Vorobiev@kf.ru
Александр Чайкун A.Chaykun@kf.ru

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Владимир Малиновский
V.Malinovskiy@cf.ru

Инвесторы на российском рынке облигаций крайне неоднозначно восприняли итоги прошедшего на прошлой неделе аукциона по доразмещению двух выпусков ОФЗ 46018 и 46020, общий объем предложения которых составил 39 млрд рублей. Среди позитивных факторов можно, пожалуй, выделить только объем спроса, который превышал 30 млрд по каждому из займов. Совокупный объем проданных бумаг составил по номинальной стоимости чуть выше 28 млрд рублей, при этом премия по доходности ко вторичному рынку составила порядка 6-8 б.п. При этом стоит учитывать, что в течение недели перед размещением, ставки по бумагам выросли еще на 12-15 б.п. Остается до конца неясным, зачем Минфину понадобилось отдавать бумаги таким объемом и с такой премией – вроде бы и потребности бюджета в дополнительных средствах не столь велики и задачи сокращения банковской ликвидности уже не стоит.

В целом итоги размещения на рынке были восприняты скорее негативно и в большинстве случаев, стали поводом для новых продаж. Практически единственной бумагой, показавшей позитивное движение, стал выпуск ОФЗ 46018, в результате покупок которого доходность снизилась 6 б.п. от уровня отсечения на аукционе.

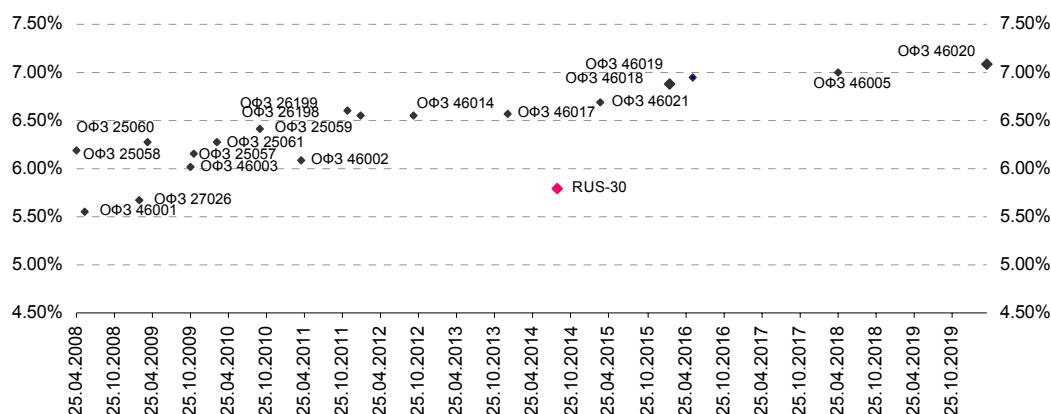
В целом на рублевом рынке активность в преддверии заседания ФРС сохраняется достаточно низкой, при этом продажи все же преобладают. Темпы вывода нерезидентами средств с российских рынков на прошедшей неделе также упали. Такой вывод можно сделать исходя из укрепления рубля к корзине валют почти на 20 копеек.

Впрочем, ставки на денежном рынке существенно не изменились и остаются по кредитам overnight на уровне 5-6% годовых. Уплата 20-го сентября НДС вряд ли добавит ликвидности российским банкам.

В целом в ближайшей перспективе движение котировок на российском рынке будет зависеть от решения ФРС. Но какое бы решение не было принято, негатив российский рынок ощутит сильнее, нежели позитив. То есть в случае, если действия ФРС не совпадут с ожиданиями рынка, мы можем увидеть очередную волну выхода нерезидентов с российского рынка. В случае, же если ФРС решится на более сильные, чем ожидаются меры, то это вряд ли станет стимулом для возвращения средств зарубежных инвесторов в Россию.

Считаем, что в текущих условиях, говорить о прохождении пика кризиса еще рано, риски новых продаж остаются еще достаточно сильными. Оптимальным считаем сформировать портфель из выпусков дюрацией от полугода до года, эмитенты которых в меньшей степени могут пострадать от сложившейся конъюнктуры, как на внешних, так и внутреннем денежном и кредитном рынках. В качестве таковых на наш взгляд можно рассматривать займы сегмента телекоммуникаций (выпуски УралСвзИн4, СЗТелекЗоб, СибТлк-5об, СибТлк-6об, ДальСвзЗоб, УрСИ сер06, ВлгТлкВТ-2), электроэнергетики (ТГК-6Инв-1, ТГК-8 01, АтомСтЭкФ1, ТГК-4 об.1, ТГК-10 об1, Мосэнерго1, ОГК-5 об-1), металлургии (ТМК-03 обл, ОМК 1 об, ЧТПЗ 01об, Магnezит 1), машиностроения (ГАЗФин 01, КМЗ-Фин 01, ТВЗ 03, АВТОВАЗоб3, ПромТр01об, Камаз-Фин2, Киров.зд1, УралВагЗФ).

Внутриполитические новости не оказали влияния на рынок облигаций: смена правительства на этот раз вряд ли будет означать резкую смену экономического курса. Тем более остается до конца неясной дальнейшая судьба нового премьера, состав нового правительства и время, которое ему будет отведено для работы. Поэтому на фоне ситуации на внешнем рынке, перестановки в российском правительстве остались практически незамеченными.



КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Комментарий к результатам работы за 1-е полугодие 2007 года ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» (Home Credit & Finance Bank)

ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» – коммерческий банк, занимает среди российских кредитных учреждений 40 место по размеру чистых активов и 59 место по размеру чистой прибыли.

- Рейтинги: Moody`s Ba3/NP/D-, S&P B+/B;
- Банк входит в международную Группу PPF, работающую на рынках страхования и кредитных услуг более 16 лет (активы Группы - 10 млрд. долл. на 01.01.07)
- Приоритетное направление деятельности - потребительское кредитование;
- Банк занимает 2-е место в России по объему выпущенных кредитных карт (доля рынка - 12%) и 21% рынка POS (point-of-sales) кредитов;
- Сеть банка состоит из 139 офисов и 25 тыс. точек продаж в магазинах-партнерах;
- Russia Finance Corporation (дочка PPF Group) приобрела 5% ОАО «Номос-Банк» (Moody's Ba3/NP/D-)
- Высокая финансовая прозрачность: Банк публикует ежеквартально отчетность по МСФО.

По результатам работы ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» за 1 полугодие 2007 года достигнуты следующие результаты (млн. руб.):

| Показатель | 01.07.2006 | 01.07.2007 | Изменение абс. | Изменение относ. |
|--|------------|------------|----------------|------------------|
| Процентный чистый доход | 3 717 | 5 702 | 1 985 | 53,4% |
| Непроцентный чистый доход | 292 | 503 | 211 | 72,3% |
| Операционная прибыль | 3 892 | 6 692 | 2 800 | 71,9% |
| Чистая прибыль | 111 | 456 | 345 | 310,8% |
| Просроченные кредиты, списанные в убыток | -1 464 | -2 532 | 1 068 | 73,0% |
| Активы | 45 386 | 51 156 | 5 770 | 12,7% |
| Кредитный портфель (без учета просроченных кредитов) | 36 752 | 44 293 | 7 541 | 20,5% |
| Собственный капитал | 9 962 | 10 431 | 469 | 4,7% |

Результаты работы Банка за 1 полугодие 2007 года (в сравнении с аналогичным периодом 2006 года):

- рост чистых процентных и непроцентных доходов на 53% и 72% соответственно
- рост чистой прибыли в 3 раза
- рост активов на 13%, кредитного портфеля на 20%
- диверсификация кредитного портфеля: увеличивается объем ипотечных и автокредитов и уменьшается доля POS-кредитов
- переход к обслуживанию клиентов с более высоким уровнем доходов

Изменение структуры кредитного портфеля Банка:

| Показатель | 01.07.2006 | Доля | 01.07.2007 | Доля |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Кредиты на технику (POS) | 23 126 | 62,9% | 19846 | 44,8% |
| Кредиты по кредитным картам | 11 737 | 31,9% | 17 765 | 40,1% |
| Кредиты наличными | 1 821 | 5,0% | 4 799 | 10,8% |
| Ипотечные кредиты | 39 | 0,1% | 1 185 | 2,7% |
| Корпоративные кредиты | 29 | 0,1% | 617 | 1,4% |
| Автокредиты | 0 | 0,0% | 81 | 0,2% |
| ИТОГО: | 36 752 | 100,0% | 44 293 | 100,0% |
| Накопленные убытки по кредитам | -4 971 | | -5 831 | |

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Евгений Воробьев
E.Vorobiev@cf.ru

Комментарий к результатам работы за 1-е полугодие 2007 года ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» (Home Credit & Finance Bank)

Основные Риски:

- Недиверсифицированная структура пассивов: выпущенные долговые обязательства Банка составляют 57% активов; депозиты и счета юрлиц – менее 1%. В течение 2008 года Банк должен погасить/рефинансировать 17 млрд. руб. выпущенных бумаг (6 млрд. – оферты по рублевым облигациям, 425 млн. долл. – евробонды);
- Недиверсифицированная структура активов, обусловленная основным направлением деятельности Банка (потребительское кредитование): высокорисковые кредиты физическим лицам составляют 85% активов;
- Банк не имеет право привлекать депозиты физических лиц;
- Рост списанных безнадежных кредитов за полугодие с 1.46 млрд. руб. до 2.53 млрд. руб. (за 1 полугодие 2006 и 2007 года соответственно);

Результаты работы Банка за 1 полугодие 2007 года в целом оцениваем позитивно: отмечаем рост как процентных, так и непроцентных поступлений, чистой прибыли, активов, кредитного портфеля. Однако с другой стороны увеличивается уровень «плохих» кредитов, что обусловлено высокой долей высокорисковых кредитов (POS-кредиты и кредитные карты). Кроме того, отметим необходимость погашения или рефинансирования в 2008 году долга на 17 млрд. руб., что составляет 33% текущих активов.

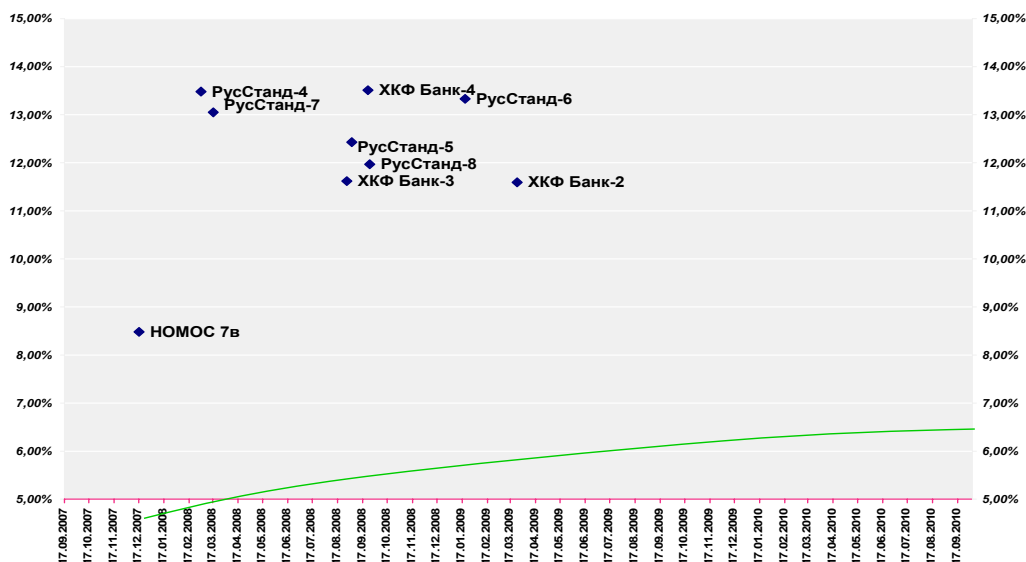
РЕЗЮМЕ: Полагаем, что в текущей ситуации рынок чрезмерно переоценивает риски Банка.

С одной стороны считаем, что риск ликвидности не оказывает сильного влияния на ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк»:

- Банк входит в Группу PPF, что позволяет предположить поддержку с ее стороны в случае необходимости;
- Кредитный портфель Банка состоит из кредитов физлицам, которые в основной своей массе имеют короткий срок обращения.

Кроме того отметим высокую долю собственных средств в активах банка (составляет 20,4%)

Таким образом, считаем, что сложившаяся доходность выпусков облигаций ООО «Хоум Кредит энд Финанс Банк» в районе 14% - неадекватна; по нашему мнению, справедливая оценка, с учетом поправки на текущую конъюнктуру составляет 11-12% к оферте в 2008 году.



ЕВРООБЛИГАЦИИ

 Владимир Малиновский
 V.Malinovskiy@cf.ru

Внешний рынок замер в ожидании предстоящего во вторник заседания ФРС. Однозначное понимание среди инвесторов и аналитиков, что именно предпримет комитет, отсутствует, хотя считается, что снижение ставки как минимум на 25 б.п. – дело уже практически решенное. Большой простор для действия, как впрочем, и бездействия, ограничивает прогнозы поведения рынка во второй половине недели, а позволяет лишь рассмотреть возможные сценарии развития событий.

Кроме того, стоит учитывать на вторник – среду в США намечена публикация данных по ценам производителей (PPI) и индексу инфляции (CPI), которые могут оказать значительное влияние на итоговое решение членов ФРС.

Многое будет зависеть не только от нового значения ставки, но и комментариев, которые последуют за решением. Рынок должен знать, изменились ли или нет приоритеты ФРС в текущих условиях и дать сигнал о своих последующих действиях. В настоящее время позитивное движение на рынке возможно пожалуй только при снижении ставки на 50 б.п. и выше, так как меньшее снижение уже давно заложено в ценах.

Как мы уже неоднократно отмечали раньше, само по себе снижение учетной ставки может дать только краткосрочный эффект, но не снимет все проблемы рынка сразу – вопрос полученных убытков от вложения в ипотечные бумаги и вызванный данным фактором кризис недоверия не куда не денется. Ярким подтверждением этого являются новости из Великобритании, где проблемы стал испытывать крупный банк Northern Rock: трудности с рефинансированием заставили его обратиться к Банку Англии за стабилизационным кредитом, а напуганные вкладчики ринулись изымать свои депозиты.

Такая ситуация – крайне тревожный сигнал для рынка, и на наш взгляд еще полностью не отыгран рынком в ожидании заседания ФРС.

Пока рекомендуем держать вне рынка, даже в случае хороших новостей от ФРС, риски развития событий по негативному сценарию сохраняются.

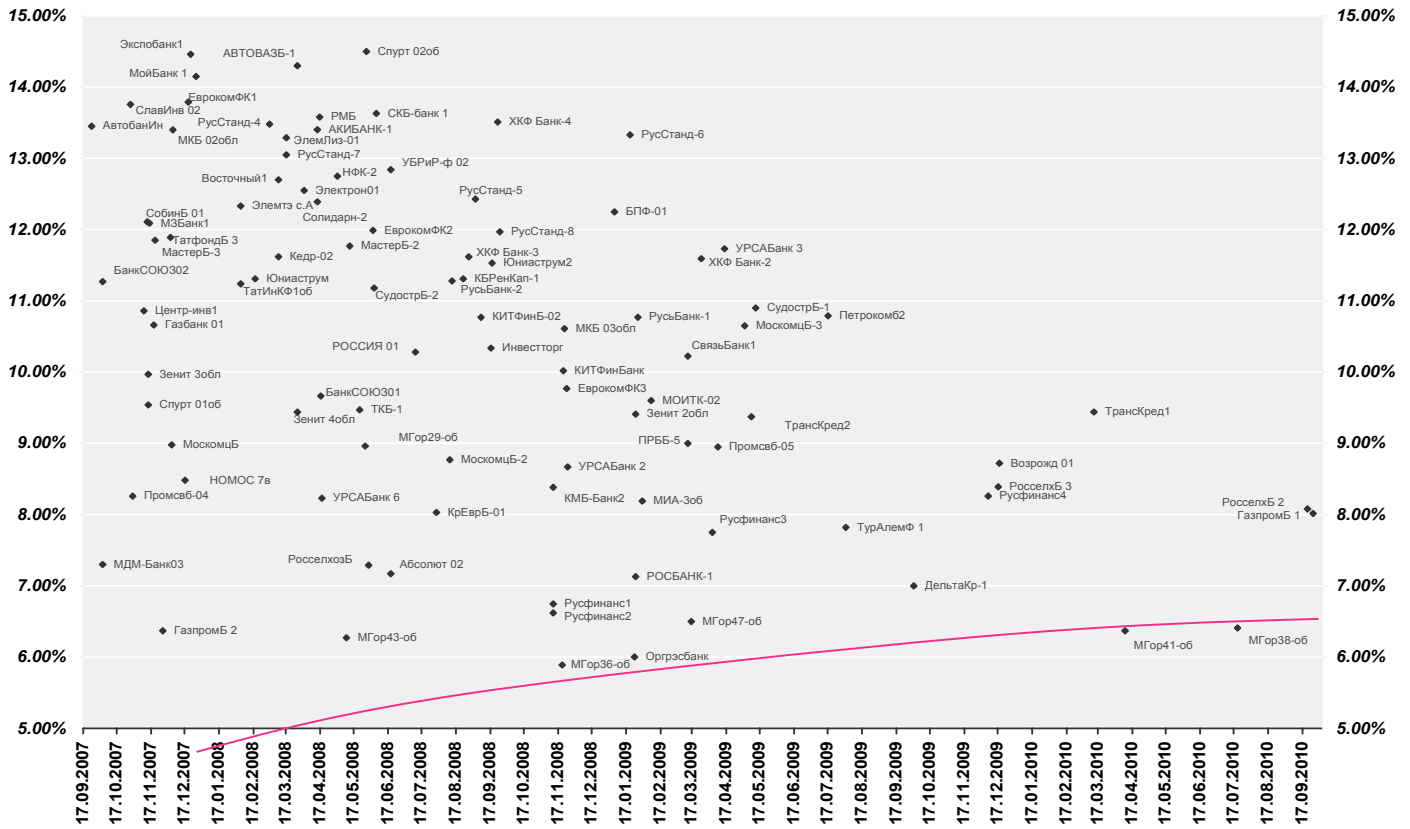
Календарь выхода макроэкономических показателей в США

| дата | Время, Мск | | период | прогноз | прежнее |
|-------|------------------------------|--|--------|---------|---------|
| 17/09 | 16.30 | Индекс обрабатывающего сектора от ФРБ Нью-Йорка | сен | 18,00 | 25,06 |
| 18/09 | 16.30 | Оптовые цены в США (мес/мес) | авг | -0,20% | +0,60% |
| | 16.30 | Базовый индекс оптовых цен в США (мес/мес) | авг | +0,10% | +0,10% |
| | 17.00 | Приток инвестиций в США (\$ млрд) | июл | +85,00 | +120,90 |
| | 22.45 | Ставка ФРС США | сен | 5,00% | 5,25% |
| 19/09 | 01.00 | Доверие потребителей в США за неделю от ABC/WashP | --- | -17,00 | -17,00 |
| | -- | Ставка Банка Японии | сен | -- | 0,50% |
| | 16.30 | Базовая инфляция в США (мес/мес) | авг | +0,20% | +0,20% |
| | 16.30 | Базовая инфляция в США (год/год) | авг | +2,20% | +2,20% |
| | 16.30 | Инфляция в США (мес/мес) | авг | +0,00% | +0,10% |
| | 16.30 | Инфляция в США (год/год) | авг | +2,10% | +2,40% |
| | 16.30 | Реальные доходы населения США | авг | +0,30% | -0,10% |
| | 16.30 | Число разрешений на строительство домов в США (млн) | авг | 1,350 | 1,389 |
| | 16.30 | Начало строительства домов в США (млн) | авг | 1,350 | 1,381 |
| 18.30 | Запасы нефти в США за неделю | | | | |
| 20/09 | 16.30 | Обращения за пособием по безработице в США за неделю | --- | 321.000 | 319.000 |
| | 18.00 | Индекс ведущих индикаторов США | авг | -0,20% | +0,40% |
| | 20.00 | Индекс делового климата ФРБ Филадельфии | сен | 2,30 | 0,00 |

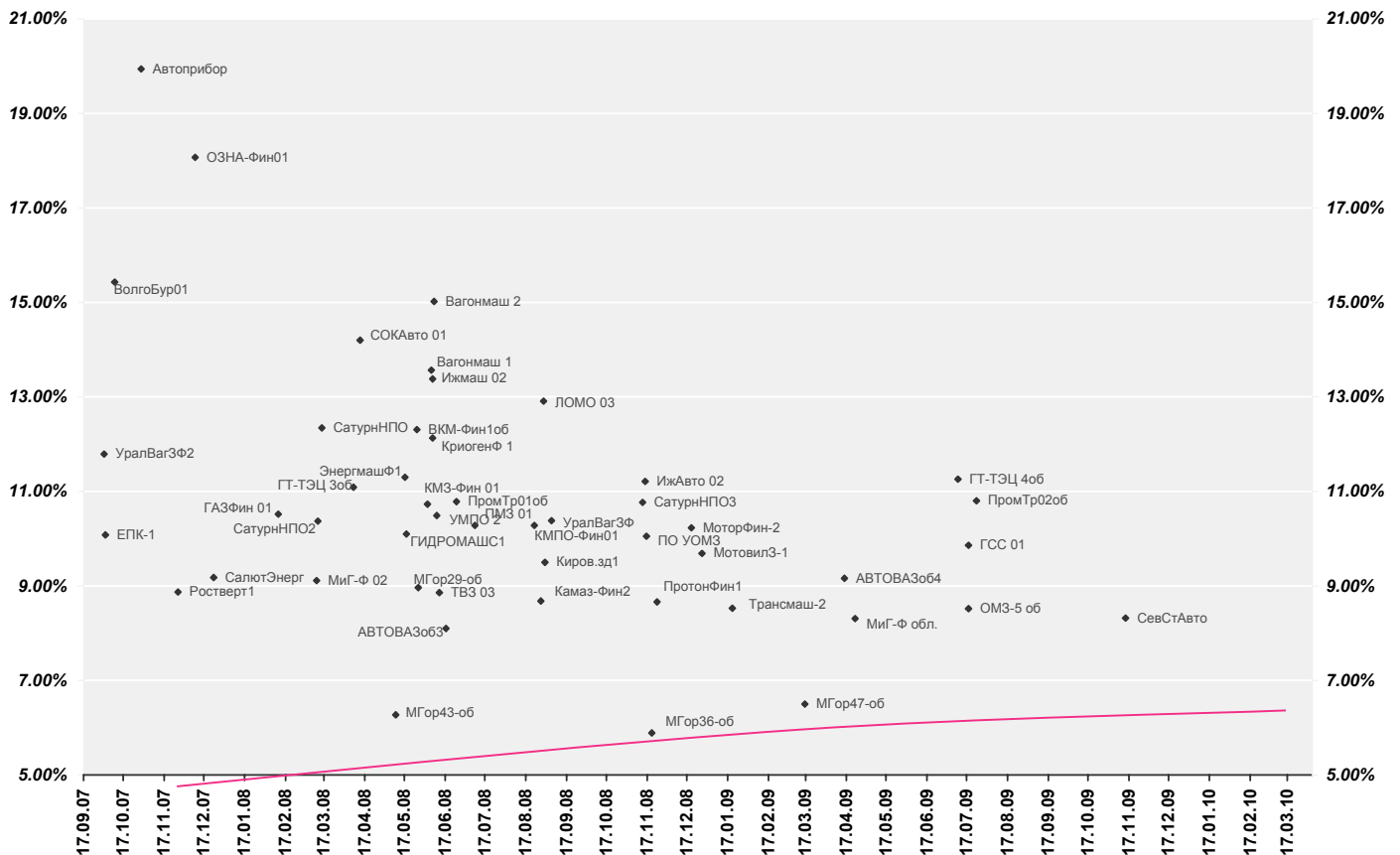
Источник: Reuter

КАРТА РЫНКА ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

БАНКИ И ФИНАНСОВЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ

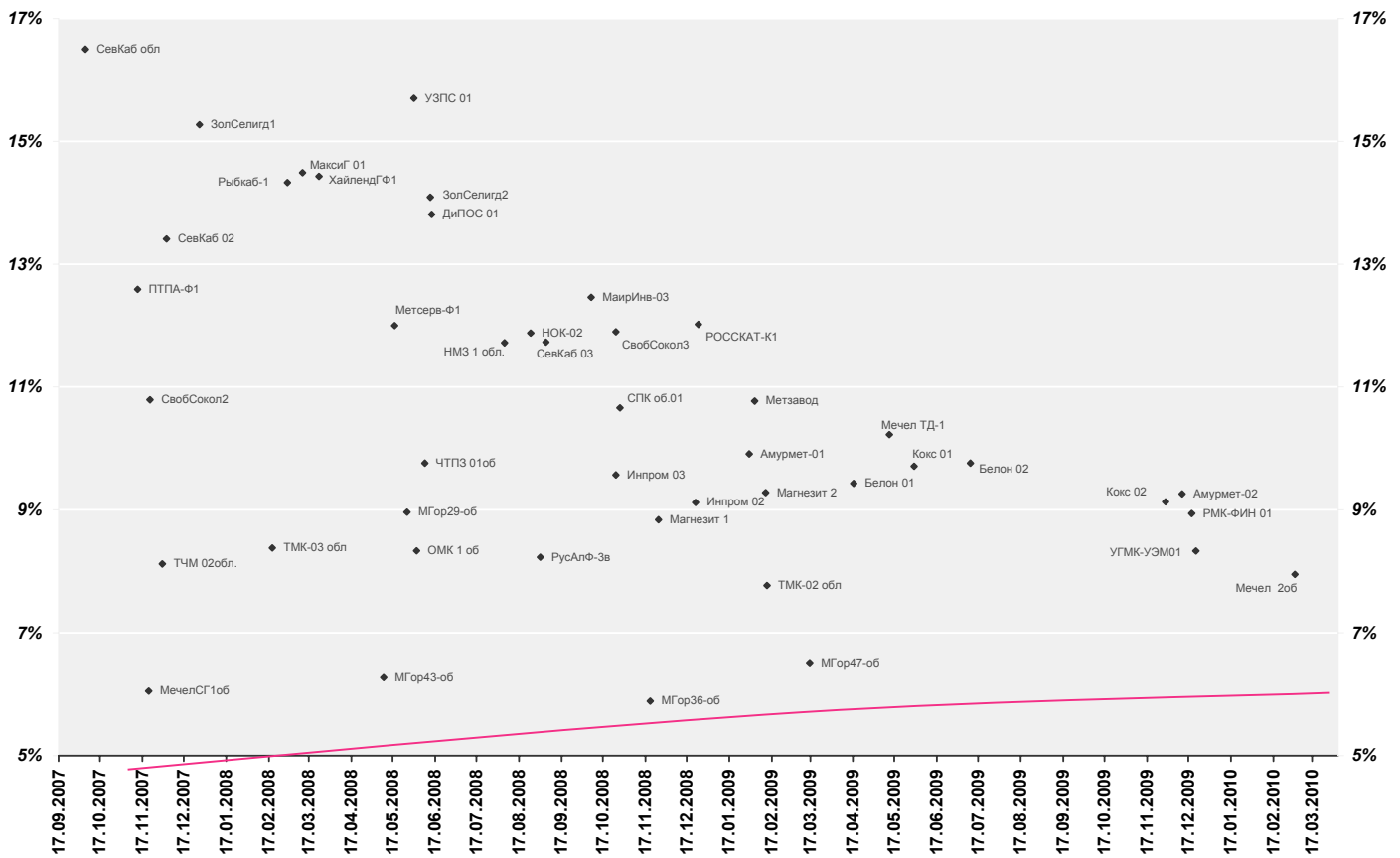


МАШИНОСТРОЕНИЕ

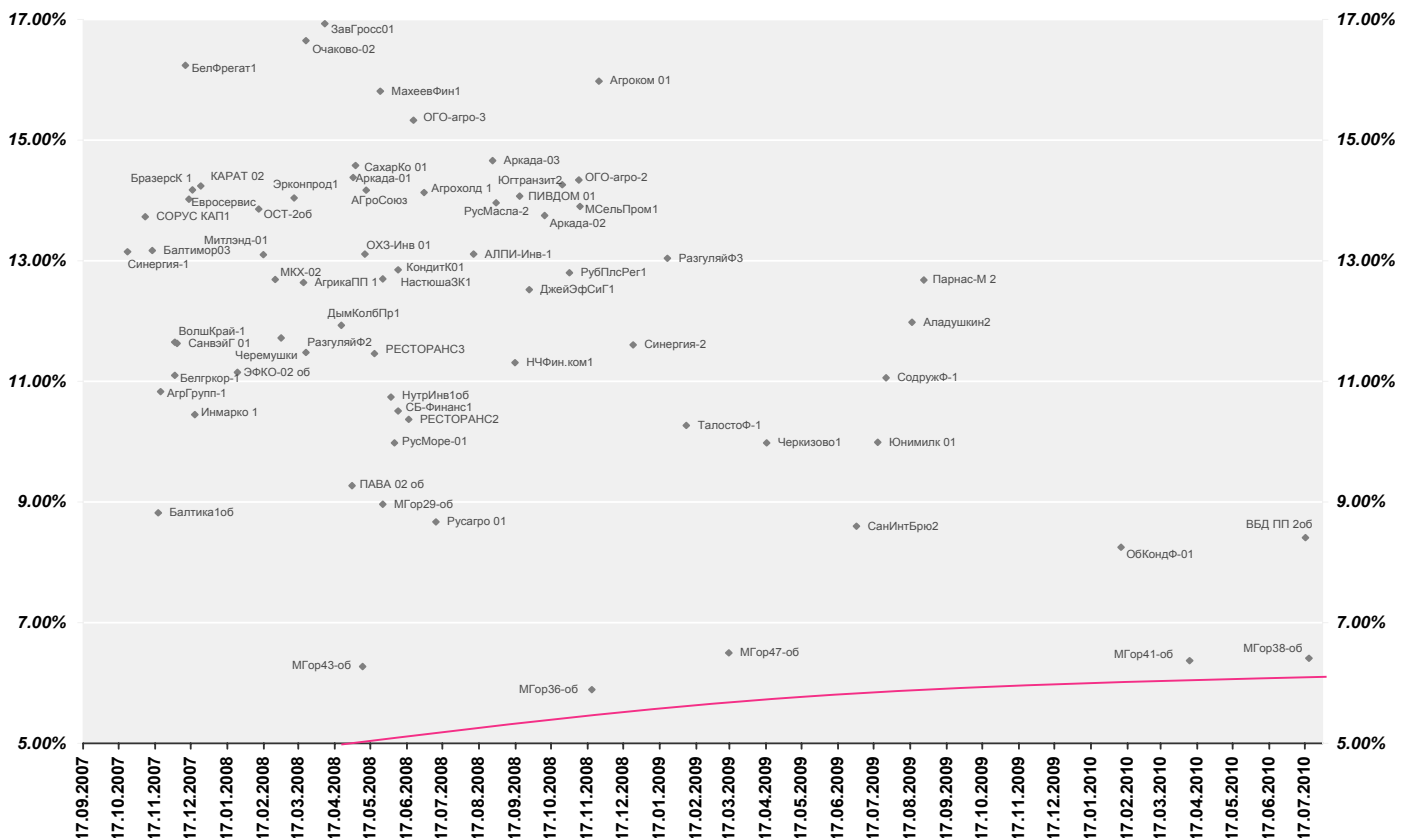


КАРТА РЫНКА ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

МЕТАЛЛУРГИЯ

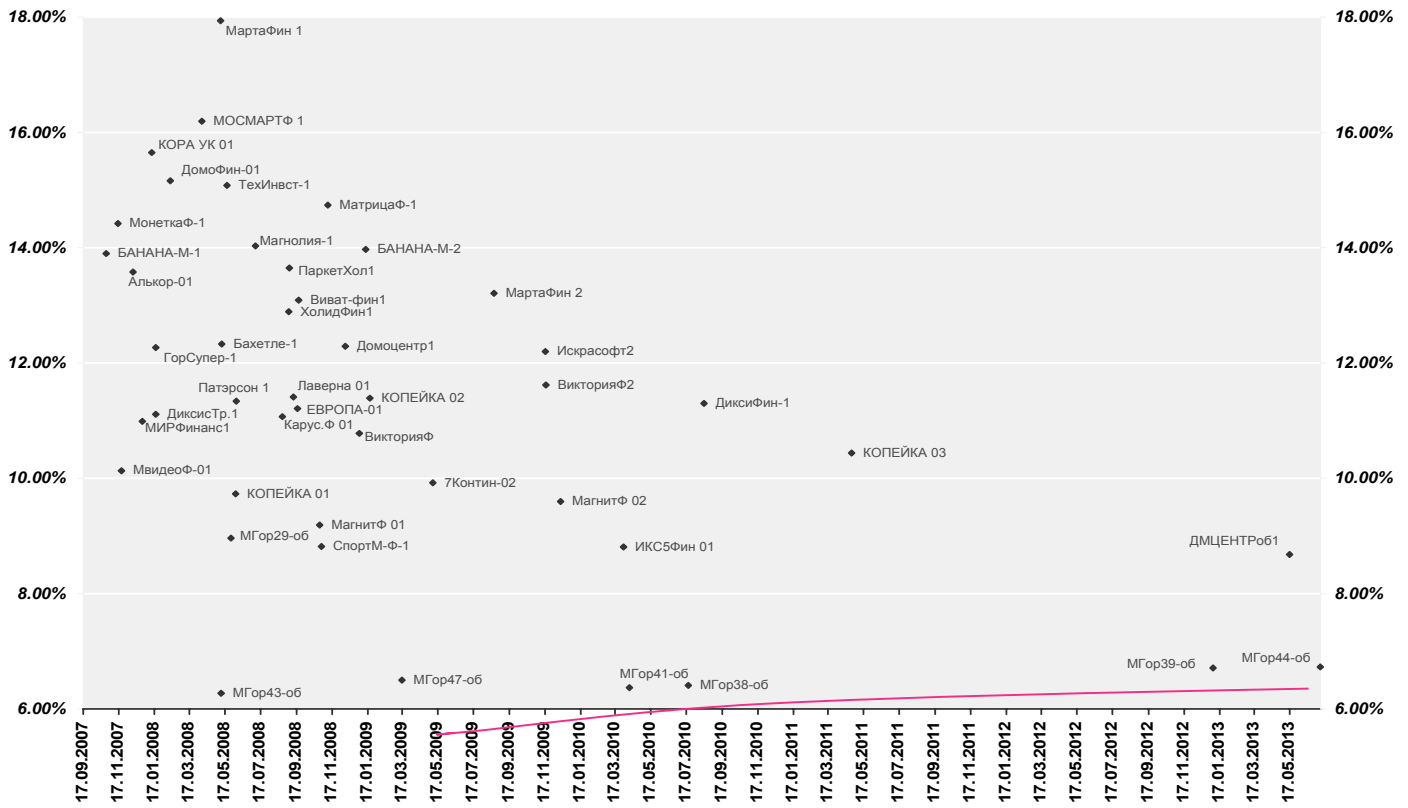


ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ

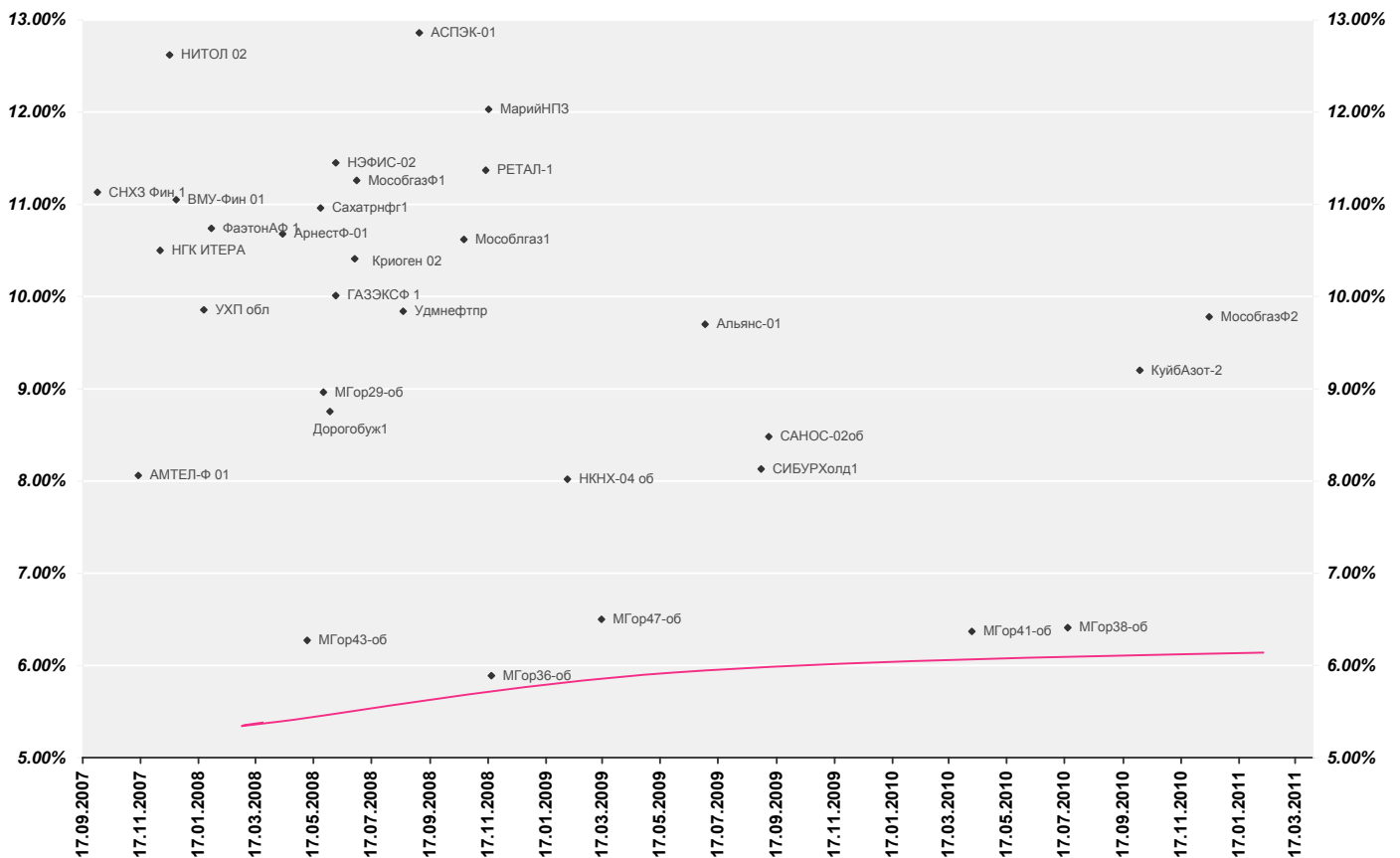


КАРТА РЫНКА ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

РИТЕЙЛ

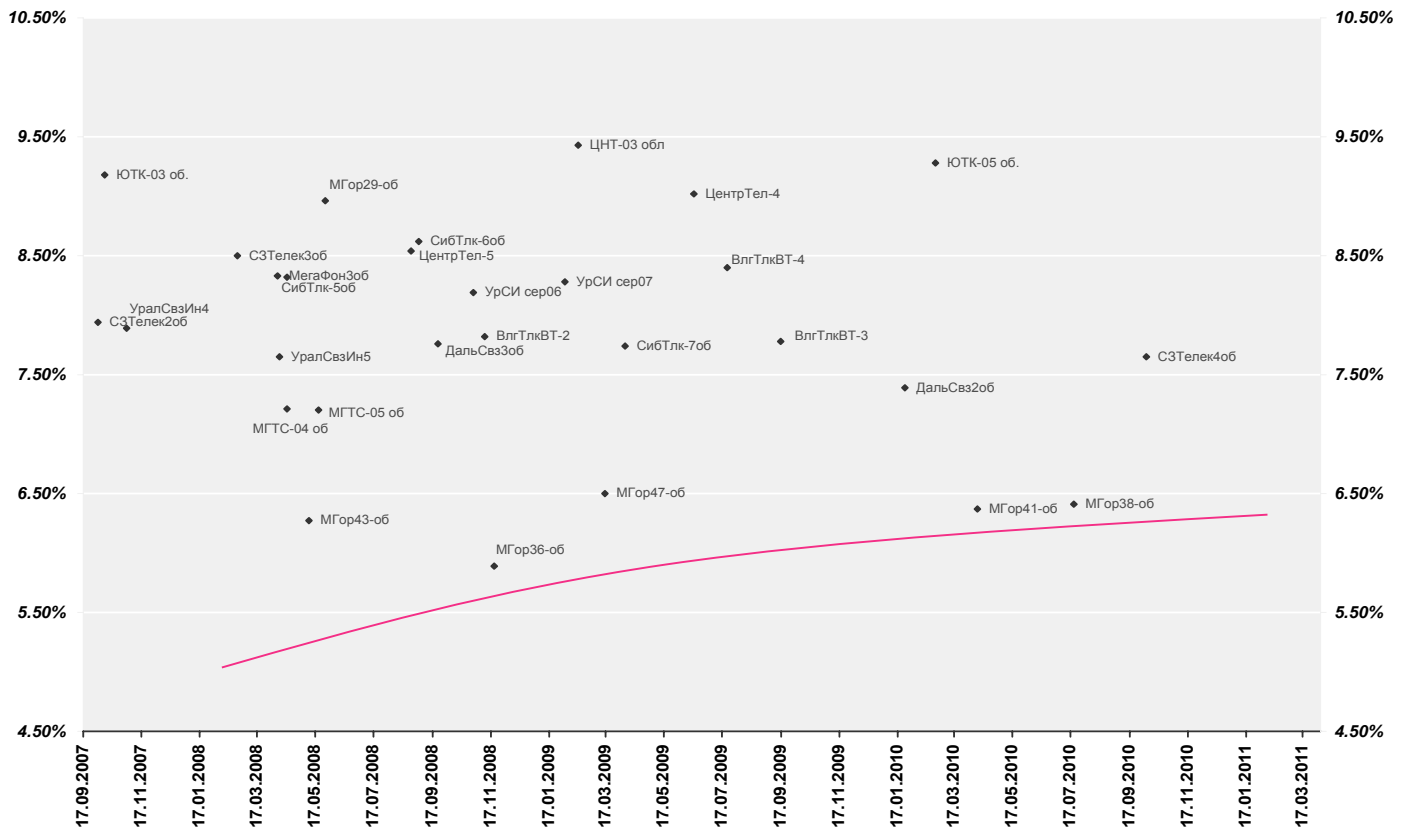


НЕФТЕХИМИЯ

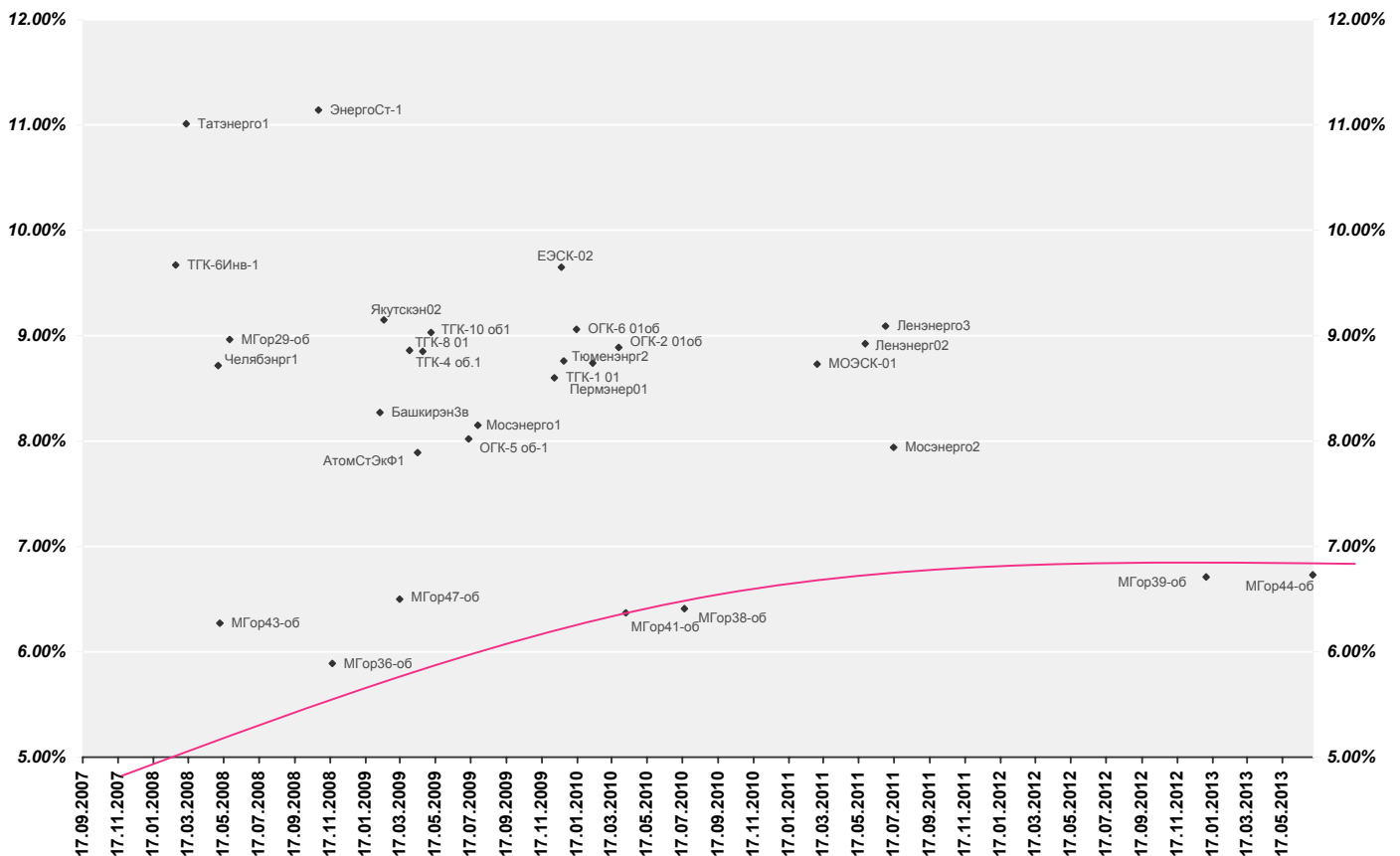


КАРТА РЫНКА ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

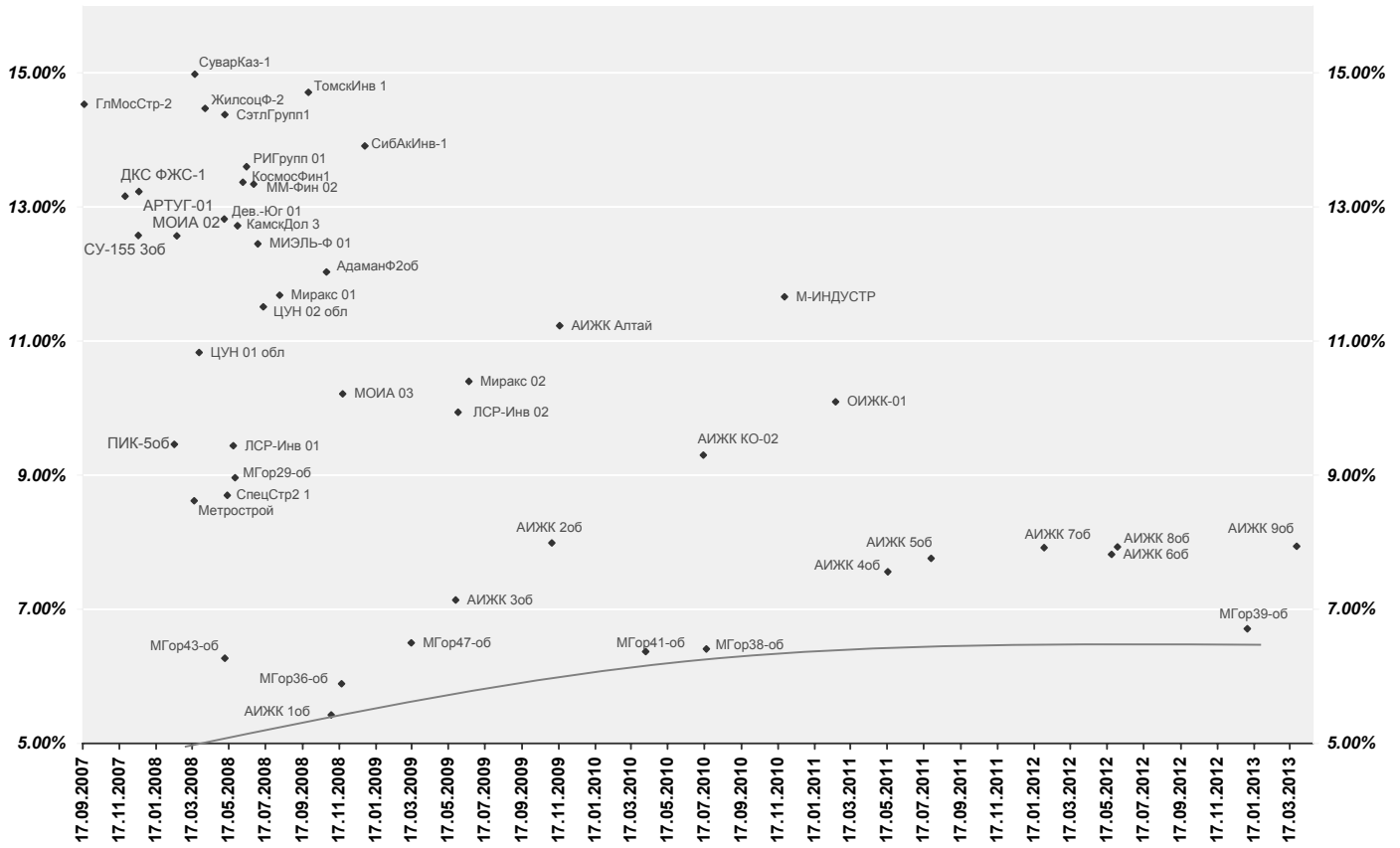


ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

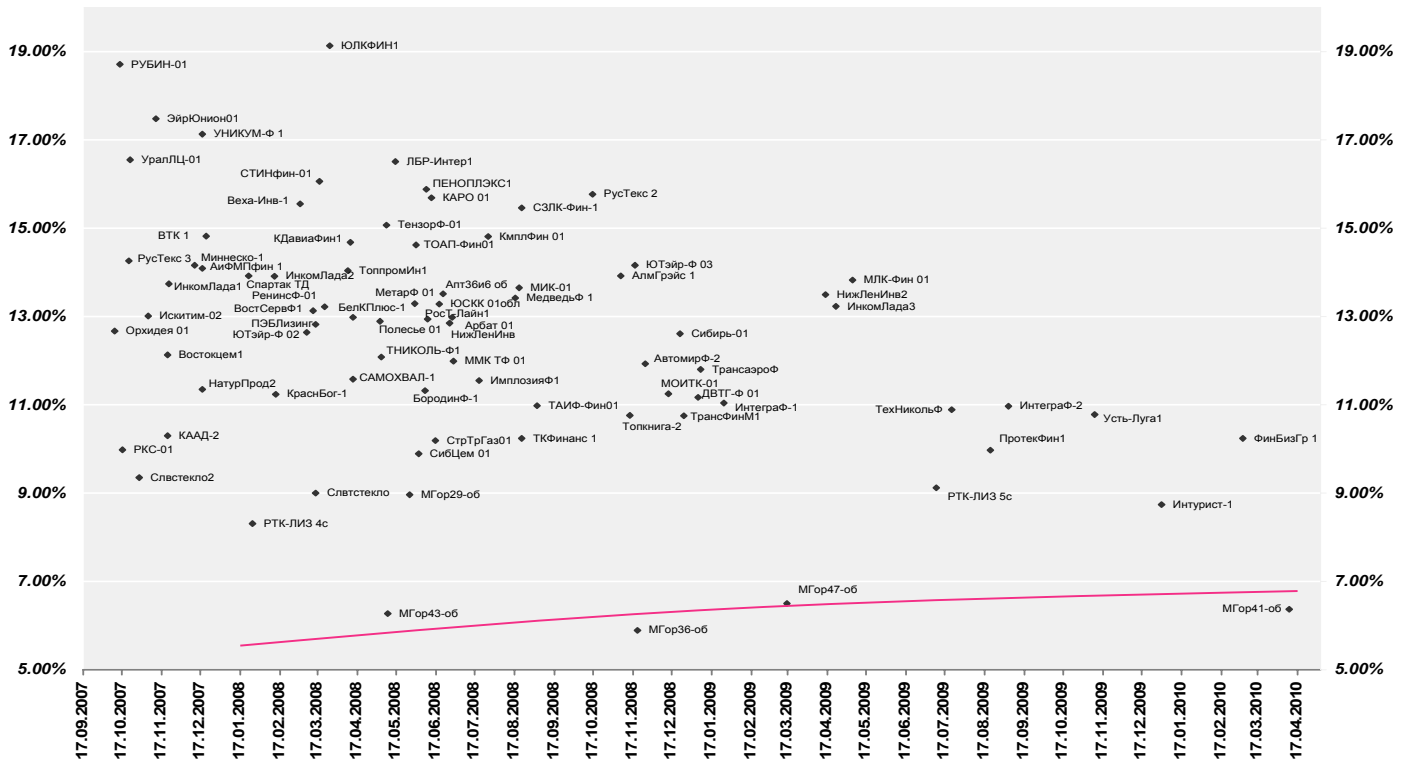


КАРТА РЫНКА ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ

ИПОТЕКА И СТРОИТЕЛЬНЫЕ КОМПАНИИ



ПРОЧИЕ СЕКТОРА



Департамент долговых Рынков

Отдел Продаж

+ 7 (495) 641 4414

Анна Грицаенко

Андрей Марюшкин

Антон Кихаев

Михаил Хазан

Наталья Газиева

Ирина Зеленцова

Международные Продажи

Вероника Щедрина

+ 7 (812) 332 35 28

Аналитическое Управление

+ 7 (495) 641 4414

Каюс Рапану

Директор аналитического департамента

cr.rapanu@kf.ru

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа рынка долговых обязательств

V.Malinovskiy@kf.ru

Евгений Воробьев

Старший аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

E.Vorobiev@kf.ru

Александр Чайкун

Аналитик отдела анализа рынка долговых обязательств

A.Chaykun@kf.ru

г. Москва,
ул. Знаменка, д.7, стр.3
тел. (495) 641 4414

г.Санкт-Петербург,
Невский пр., д. 38
тел. (812) 326 13 05, (812) 702 41 02

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и «КИТ Финанс» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Настоящий обзор и рекомендации, содержащиеся в нем, отражают мнение аналитика на момент публикации, и могут быть дополнены и/или изменены вплоть до абсолютно противоположных по усмотрению аналитика без соответствующего уведомления читателей. «КИТ Финанс» оставляет за собой право не приводить предыдущих оценок и рекомендации при публикации новых.

Настоящий обзор предназначен для использования профессиональными участниками фондового рынка, которые могут адекватно оценить риски в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг. «КИТ Финанс» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации. Некоторые российские акции подвержены высокой волатильности, что повышает риски, связанные с инвестициями в данные бумаги, т.к. их стоимость может существенно упасть, что может привести к убыткам, если соответствующие инвестиции были осуществлены ранее. Многие российские акции отличаются низкой ликвидностью, что затрудняет их реализацию на рынке в случае принятия решения о продаже соответствующих ценных бумаг. Не все российские акции имеют ежедневные рыночные котировки, что затрудняет оценку их справедливой стоимости. «КИТ Финанс» не предоставляет сведений относительной абсолютной волатильности или ликвидности какой-либо российской бумаги, а также не дает информации в отношении справедливой стоимости неликвидных ценных бумаг. Стоимость всех российских акций, номинированных в рублях, зависит не только от ситуации на фондовом рынке, но также определяется колебаниями на валютном рынке. В процессе принятия решений, инвестор должен самостоятельно изучить объект вложений, а также оценить риски, связанные с инвестициями в данный инструмент.

КИТ Финанс имеет право осуществлять любые операции в рамках собственного портфеля, основываясь на кратко- и долгосрочных рекомендациях и инвестиционных идеях. КИТ Финанс может принимать любые инвестиционные решения в отношении указанных в обзоре ценных бумаг вне зависимости от опубликованных оценок и рекомендаций.

Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения «КИТ Финанс».