

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Напряженность между КНДР и Южной Кореей нарастает; ждем оттока средств с EM
- Китай повысил требования к резервам банков
- Минфин определился с организаторами выпуска рублевого евробонда
- В российских еврооблигациях в понедельник наблюдались покупки; сегодня вероятно смена тренда ([стр. 2](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Состояние ликвидности не вызывает серьезных опасений; рост бюджетных расходов оказывает поддержку
- Ставки МБК на повышенном уровне из-за налогов
- Вторичный рынок: роста не получилось; напряженность на EM только усугубляет ситуацию с аппетитами к риску
- Аукционы ОФЗ: Минфину РФ не нужно давать премии, так как он очень гибок в объемах размещения. Аукцион завтра вряд ли состоится
- Ханты-Мансийский Банк выпустит рублевые облигации ([стр. 3-4](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- А. Кудрин говорит о сокращении дефицита бюджета в 2010 г. до 4.6% ВВП при цене на нефть USD77-78 за баррель ([стр. 5](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- КБ «Ренассанс Кредит» планирует доразместить еврооблигации, а ИБ «Ренессанс Капитал» закрывает книгу на покупку рублевых облигаций
- Хоум Кредит Финанс Банк: Moody's изменило прогноз по рейтингу на «стабильный»; нейтрально для облигаций
- Халык Банк: финансовые итоги по МСФО за 9М и 3К 2010 года
- В сделке между VimpelCom Ltd и Weather Investments участвует все меньше активов; евробонды ВымпелКома недооценены
- КЭС Холдинг урегулировал ситуацию с задолженностью перед структурами Газпрома; акции ТГК-7 выведены из-под обременения; ждем скорого предложения рублевых бондов ([стр. 6-9](#))

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- Спред NCSF 12 к TrNeft 12 завышен рынком на опасениях по поводу предстоящей сделки с ПТП
- Мы возвращаем в список наших торговых рекомендаций явно недооцененный выпуск ПрофМедиа, который расширил спред к прочим облигациям рейтинговой группы В+ до 250-300 бп
- В 7-летних облигациях ФСК возможно сужение спреда к ОФЗ с 90 до 60-70 бп
- Покупать VimpelCom 16 и VimpelCom 18. Их спреды к свопам на 15 и 50 бп шире, чем у MTS 20
- Покупать рублевые облигации Алроса, СУЭК и Evraz Group
- Рублевый евробонд РусГидро имеет завышенную доходность, относимся к нему как к полноценной blue chip

СЕГОДНЯ

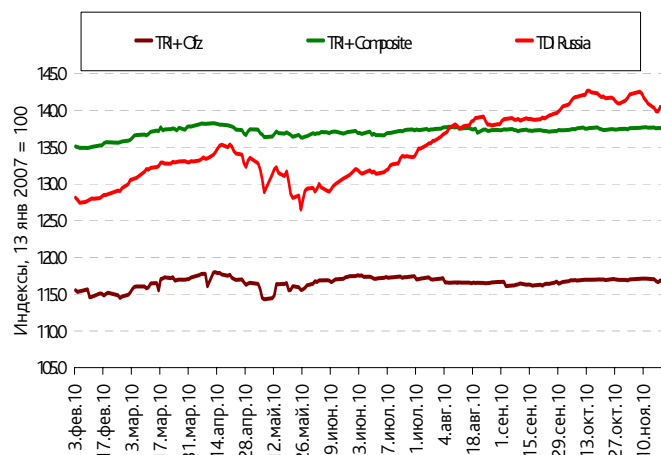
- Статистика США: вторая оценка ВВП за 3К 2010 г., продажи домов на вторичном рынке
- Статистика ЕС: индекс PMI в производственном секторе, рост ВВП Германии в 3К текущего года
- Размещение: Новикомбанк-1

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↑ 218.00	8.00	10.00	30.00
EMBI+ spread	↑ 251.94	5.62	0.23	-21.82
Russia 30 Price	↓ 118.11	- 1/8	-2 5/8	+5 2/8
Russia 30 Spread	↑ 168.10	+9.90	+10.10	+13.90
Russia 5Y CDS	↑ 143.98	+0.46	+4.43	-38.84
UST 10y Yield	↓ 2.807	-0.09	+0.25	-1.03
BUND 10y Yield	↓ 2.648	-0.05	+0.20	-0.74
UST 10y/2y Yield	↓ 234.3	-4	+15	-35
Mexico 33 Spread	↑ 260	+8	+20	+22
Brazil 40 Spread	↑ 83	+8	-21	-71
Turkey 34 Spread	↓ 253	-1	-26	-29
ОФЗ 26199	↔ 5.84	-	+0.22	-1.97
Москва 50	↔ 5.62	-	+0.02	-2.97
Мособласть 8	↔ 7.84	-	+0.02	-2.94
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	+3.66
MTC 3	↔ 7.26	-	-0.02	-0.70
Руб / \$	↓ 30.995	-0.205	+0.497	+0.810
\$ / EUR	↔ 1.368	0.000	-0.028	-0.064
Руб / EUR	↑ 42.637	0.230	0.102	-0.824
NDF 1 год	↔ 4.350	0.000	+0.310	-1.740
RUR Overnight	↔ 3.25	0.0	+0.5	+2.8
Корсчета	↑ 494.2	+7.30	-59.60	-339.90
Депозиты в ЦБ	↓ 422.9	-36.70	+19.30	-17.40
Сальдо опер. ЦБ	↑ 123.40	+40.40	-25.20	+192.30
RTS Index	↓ 1601.54	-0.50%	-1.27%	+10.86%
Dow Jones Index	↓ 11178.58	-0.22%	+0.13%	+7.20%
Nasdaq	↑ 2532.02	+0.55%	+1.65%	+11.58%
Золото	↑ 1361.95	+0.15%	+1.43%	+24.12%
Нефть Urals	↓ 82.10	-0.45%	+1.77%	+7.24%

TRUST Bond Indices

	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↔ 244.08	0.00	0.94	27.57
TRIP Composite	↔ 236.25	0.00	0.32	7.18
TRIP OFZ	↔ 185.55	0.00	-0.38	7.83
TDI Russia	↑ 220.32	0.31	-1.82	22.41
TDI Ukraine	↑ 217.10	0.46	1.10	45.37
TDI Kazakhs	↑ 179.10	0.42	-2.84	30.88
TDI Banks	↑ 217.83	0.24	-0.69	18.60
TDI Corp	↑ 230.37	0.58	-0.95	27.12

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Напряженность между КНДР и Южной Кореей нарастает; ждем оттока средств с EM

Сегодня утром некоторые СМИ сообщают, что остров Йонбен в Желтом море, принадлежащий Южной Корее, был обстрелян артиллерией КНДР.

Как сообщается, правительство Южной Кореи проводит экстренное заседание по вопросу национальной безопасности и предполагаемых ответных мер.

Новый виток напряженности на Корейском полуострове увеличит нервозность на рынках Юго-Восточной Азии, иена ответила на эти новости удешевлением относительно остальных мировых валют.

Китай повысил требования к резервам банков

В пятницу Китай повысил норму резервирования для крупных банков сразу на 50 бп. С 29 ноября она будет составлять 17.5%.

Рынки ожидали шагов ЦБ Китая по охлаждению экономики и предотвращению надувания пузырей, поэтому это действие не оказало заметного влияния на настроения инвесторов. С другой стороны, вероятность повышения базовой ставки снижается, что должно позитивно сказаться на долговых рынках EM.

Минфин определился с организаторами выпуска рублевого евробонда

Вчера МинФин РФ объявил, что назначил организаторами дебютного выпуска рублевых еврооблигаций Deutsche Bank, HSBC, J.P. Morgan, Renaissance Capital and VTB Capital.

Маркетинг бумаг начнется 29 ноября и продлится около недели. По некоторым слухам, объем предложения может составить RUB100 млрд., что сопоставимо с объемом весеннего предложения еврооблигаций, номинированных в долларах (USD2+3.5 млрд.)

В российских еврооблигациях в понедельник наблюдались покупки; сегодня вероятно смена тренда

Некоторые корпоративные евробонды после вялых торгов пятницы немного подорожали: длинные бумаги Газпрома и Лукойла прибавили в цене 30-50 бп. Активность наблюдалась также в длинных евробондах Евраз, подорожавших сразу на 70-100 бп.

Суверенные еврооблигации не продемонстрировали позитивной динамики, сохранив цены на уровне закрытия прошлой недели. Спред **Russia 30 – UST 10** расширился до 165-168 бп.

На событиях в Корее азиатские фондовые индексы сегодня открывались в значительном минусе. Слухи об увеличении программы помощи Ирландии (материал в Bloomberg) и появлении имен Испании и Португалии в списке следующих кандидатов на помощь начали просачиваться на рынок. Мы думаем, что в таких условиях наиболее вероятен виток flight to quality нежели повышенный спрос в EM. Ожидаем, что в ближайшие дни рынок еврооблигаций будет слабым.

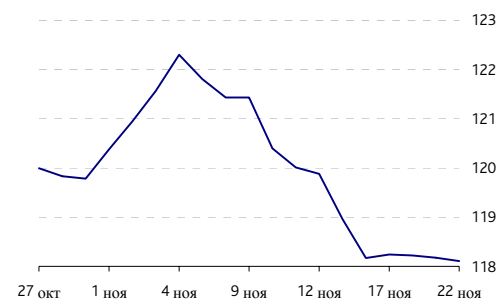
Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

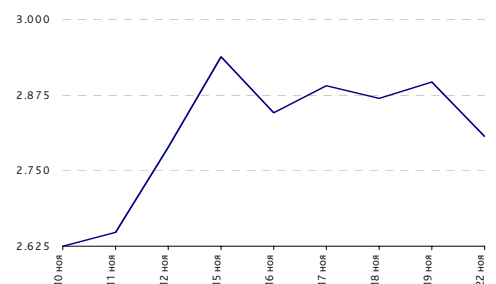
Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

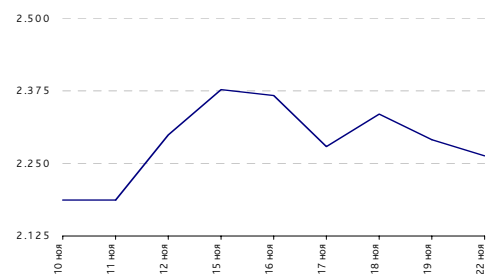
Russia 30 (Price)



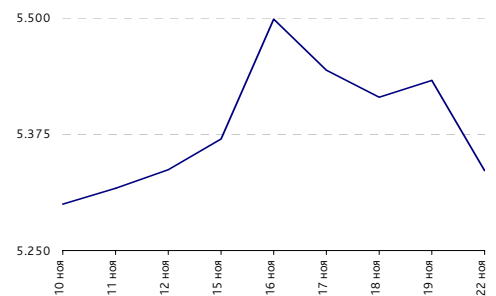
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Состояние ликвидности не вызывает серьезных опасений; рост бюджетных расходов оказывает поддержку

Судя по тому, что в ноябре фактический чистый отток ликвидности гораздо скромнее самих налоговых выплат, можно ожидать, что давление на денежный рынок со стороны предстоящих налоговых выплат будет смягчено за счет встречных поступлений от расходов бюджета, пик которых обычно приходится именно на ноябрь-декабрь. Состояние балансов банковской системы на утро вторника лишь подтверждает это предположение.

По итогам завершения выплат по НДС (RUB100-120 млрд., по нашим оценкам), [чистая ликвидная позиция](#) сократилась всего на RUB38 млрд. до RUB1.52 трлн. С учетом высокой вероятности бюджетных поступлений, общий объем накопленных на [корсчетах](#) и [депозитах](#) средств, - RUB879.3 млрд. - не вызывает серьезного беспокойства в преддверии намеченных до конца месяца выплат (по НДС и акцизам, налогу на прибыль, - суммарно около RUB350 млрд.), хотя мы и ожидаем, что по завершении налогового периода ставки денежного рынка будут держаться все же несколько выше доналогового уровня.

Ставки МБК на повышенном уровне из-за налогов

Вчера стоимость привлечения на [межбанковском рынке](#) на 1 день составляла 3.25-3.5%, и даже после характерного снижения вечером до 2.75-3.0%, остается выше стоимости депозитов овернайт ЦБ (2.5%). Дороже вчера стоило фондирование через 1-дневное междилерское РЕПО под залог [ОФЗ](#) и облигаций [первого эшелона](#) - 3.5%.

Наиболее напряженная ситуация на денежном рынке может сложиться завтра, когда банкам предстоит вернуть Минфину RUB57 млрд. с депозитов, будут проходить аукционы ОФЗ (на RUB35.5 млрд.) и возможны предварительные платежи по НДС и акцизам (RUB160-170 млрд., до 25 ноября).

Вторичный рынок: роста не получилось; напряженность на ЕМ только усугубляет ситуацию с аппетитами к риску

К сожалению, при благоприятных предпосылках начала дня инвесторы решили проявить осторожность и занять выжидательную позицию на фоне нового витка неопределенности в Европе. В большинстве ликвидных облигаций вчера (ОФЗ, ФСК, ВымпелКом, РЖД, Система, РСХБ, ТКБ) вчера наблюдалась коррекция в пределах 10-20 бп.

Учитывая продолжающийся период налоговых выплат, обострение внешнеполитической ситуации в Азии, спекуляции в отношении увеличения программы помощи Ирландии и вовлечение в «спасительный процесс» Португалии и Испании, можно с большой долей вероятности ожидать витка «бегства в качество». Понятно, что это не благоволит покупкам на рублевом рынке.

Аукционы ОФЗ: Минфину РФ не нужно давать премии, так как он очень гибок в объемах размещения. Аукцион завтра вряд ли состоится

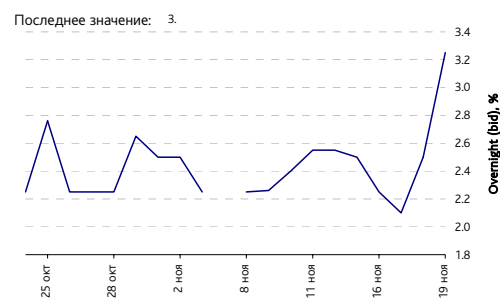
Минфин завтра проведет аукционы по размещению **ОФЗ 25075** на RUB20 млрд. (с погашением 15.07.15) и **ОФЗ 25073** на RUB15.5 млрд. (с погашением 01.08.12). Ориентиры по доходности на эти бумаги на текущий момент пока неизвестны. Отметим лишь, что эти инструменты - одни из самых ликвидных в рублевой госсекции. На вторичном рынке данные выпуски вчера находились под давлением, впрочем, как и все остальные рублевые облигации.

ОФЗ 25075 подешевел на 5 бп, однако к концу дня вышел «в ноль» с доходностью 7.16%. Хуже ситуация была в более коротком выпуске **ОФЗ 25073**, который подешевел на 0.25 п.п. и закрылся с YTM 5.81% (+16 бп) соответственно.

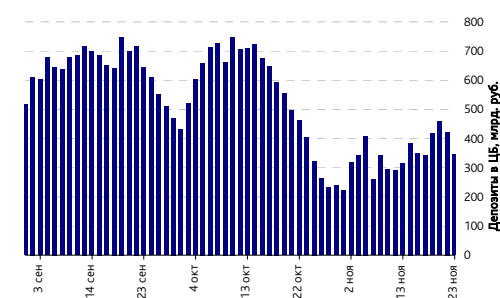
Наши ожидания по аукциону следующие:

- учитывая в целом неблагоприятную ситуацию с ликвидностью, мы ожидаем, что спрос на этих аукционах будет невысоким, либо аукцион и вовсе не состоится;
- принимая во внимание хорошую динамику бюджетных показателей и относительно комфортную ситуацию с нефтью, у Минфина РФ нет нужды финансировать госдолгом дефицит бюджета в ранее озвученном объеме (до RUB300 млрд. на 4-й квартал);
- предоставление премий на аукционе не является самоцелью Минфина,

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





так как нет необходимости размещать большие объемы ОФЗ.

Ханты-Мансийский Банк (ВаЗ/В+/NR) выпустит рублевые облигации

Сегодня Ханты-Мансийский Банк заявил о намерении выпустить рублевые облигации 3 серии на общую сумму RUB4 млрд. Срок обращения бумаг составляет 3 года, оферта по выпуску не предусмотрена.

Мы находим кредитное качество банка довольно устойчивым как в силу потенциальной поддержки со стороны региона, так и благодаря активам вполне высокого качества (доля просрочки по РСБУ последовательно снижается во 2П 2010 до 2% на 01.11.10). Несмотря на неоднозначную динамику кредитного портфеля и средств клиентов осенью, по итогам 10М 2010 банк продемонстрировал прирост кредитования (+19% до RUB102.1 млрд.) и средств вкладчиков (+26.6% до RUB88.7 млрд.).

Справедливый уровень спреда в диапазоне 3 года, на наш взгляд, составляет около 100-150 бп к бумагам ВТБ и РСХБ. На текущий момент обращающиеся бумаги не представляют интереса, будучи не очень ликвидными и торгуясь на одном уровне, предлагая незначительную премию к выпускам крупных государственных банков.

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



МАКРОЭКОНОМИКА

А. Кудрин говорит о сокращении дефицита бюджета в 2010 г. до 4.6% ВВП при цене на нефть USD77-78 за баррель

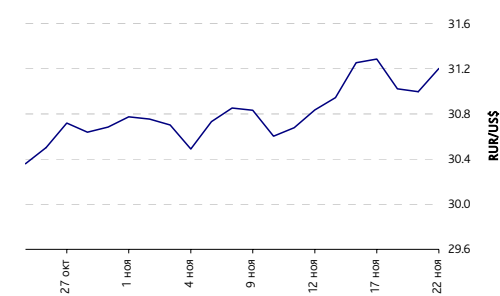
Накануне на заседании генсовета «Деловой России» министр финансов РФ Алексей Кудрин заявил о том, что благодаря среднегодовой цене на нефть марки Urals на уровне USD77-78 за баррель, дефицит бюджета может сократиться в 2010 г. до 4.6% (против 5.3% ВВП в законе о бюджете).

Такое положение вещей не вызывает удивления. Поводом для оптимизма служит сложившаяся благоприятная конъюнктура на сырьевых рынках, которая позволяет использовать для покрытия «дыр» в бюджете дополнительные (сверх запланированных) нефтяные доходы. Мы не раз указывали на то, что фактическая средняя цена на нефть уже давно превышает заложенные в бюджете USD75 за баррель, а исходя из того, что за 10 месяцев с начала года средняя цена марки Urals уже составляет USD76.43 за баррель, ожидания министерства выглядят реалистичными. Мы прогнозируем среднегодовую цену на нефть на уровне USD77 за баррель.

Дополнительные доходы позволят существенно сэкономить отведенные на покрытие дефицита в этом году траты из Резервного фонда (ранее сообщалось об экономии в RUB100-120 млрд.). Учитывая, что расходование средств из Резервного фонда равносильно монетизации расходов, такая экономия позитивна для экономического роста, поскольку потенциально ослабляет монетарное давление на инфляцию.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

БАНКИ И ФИНАНСЫ

КБ «Ренессанс Кредит» (B3/B-/B-) планирует доразместить еврооблигации, а ИБ «Ренессанс Капитал» (B1/B+/B) закрывает книгу на покупку рублевых облигаций

Вчера Банк «Ренессанс Кредит» выступил с заявлением о намерении доразместить выпуск еврооблигаций с погашением в 2013 году. Ориентир по доходности озвучен на уровне 11.50%.

Инвестиционный банк «Ренессанс Капитал» сегодня также закрывает книгу на покупку 5-летних облигаций объемом RUB3 млрд. с офертой через 2 года.

КОММЕНТАРИЙ

На текущий момент доходность выпуска **RenCB 13** составляет 11.07%, то есть банк предлагает инвесторам премию в 40-45 бп, что вполне адекватно, и мы не склонны ожидать пересмотра условий предложения. При этом котировки обращающихся бумаг, по нашим ожиданиям, снизятся в краткосрочной перспективе по мере увеличения числа выпусков в обращении. Решение банка доразместить евробонды мы находим вполне логичным, учитывая сузившиеся спреды на рынке бумаг российских эмитентов.

Тем не менее об устойчивости кредитного профиля банка говорить пока еще рано, хотя прослеживается стабилизация основных показателей. Качество кредитов, несмотря на некоторое улучшение в последние месяцы, еще только удовлетворительно (доля просроченной задолженности по РСБУ составила около 35% на 01.11.2010), а объем кредитного портфеля растет ниже рынка розничных заимствований, что, впрочем, вероятно, связано с осторожностью кредитной политики и списанием проблемных кредитов. Основным источником фондирования по-прежнему выступают средства физических лиц, демонстрируя последовательный прирост.

Напомним, что на прошлой неделе банк провел ряд встреч с инвесторами относительно планируемого выпуска субординированных еврооблигаций. На наш взгляд, субординированный заем сроком до 5.5 лет должен предполагать достаточно высокий уровень премии, учитывая как длинную дюрацию, так и все еще не сбалансированную динамику финансовых показателей банка.

Справедливый уровень премии субординированного займа к обращающимся еврооблигациям мы видим на уровне 200 бп, то есть никак не ниже 14.25-14.50% для срока в 5.5 лет. Насколько мы понимаем, предложение субординированного долга по цене 13.00% годовых не нашло адекватного отклика у инвесторов, и банк решил задействовать альтернативный вариант (старший долг).

Сегодня также закрывается книга по рублевому выпуску Ренессанс Капитала на RUB3 млрд. со сроком обращения 5 лет и офертой через 2 года. Несмотря на более высокие рейтинги инвестиционного банка, кредитный риск компании мы оцениваем выше риска розничного банка. Во-первых, в силу специфики бизнеса и краткосрочной структуры активов. Во-вторых, из-за существенного риска изменения структуры акционеров. В-третьих, из-за некомфортных для инвесторов внутригрупповых операций в группе «Ренессанс Капитал» до прихода Онексима.

В этой связи, а также принимая в расчет текущий прайсинг допэмиссии еврооблигаций, мы находим озвученные ориентиры по купону на уровне 10.50-11.00%, или УТР 10.80-11.30% по рублевым бумагам, мягко говоря, заниженными. На наш взгляд, в текущей ситуации инвесторы могли бы рассчитывать на более высокую премию.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 786-23-48

Хоум Кредит Финанс Банк (B3/B+/NR): Moody's изменило прогноз по рейтингу с «негативного» на «стабильный»; нейтрально для облигаций

Вчера рейтинговое агентство Moody's изменило прогноз по рейтингу Хоум Кредит Финанс банка (ХКФ банк) «B3» с «Негативного» на «Стабильный». Аналитики отмечают восстановление основных финансовых показателей банка в 1П 2010, в том числе стабилизацию качества кредитного портфеля (доля NPLs



ниже 10%). Эксперты также отмечают увеличение доли на рынке экспресс-кредитов до 29% во время кризиса, а также высокий уровень достаточности капитала (36% по итогам 1П 2010).

КОММЕНТАРИЙ

Действия Moody's вполне закономерны и, на наш взгляд, справедливы, учитывая позитивные итоги деятельности в 1П 2010 г.

На следующей неделе банк предоставит текст отчетности по МСФО за 9М 2010 г. Основываясь на данных РСБУ за 10М 2010 г., мы ожидаем увидеть позитивные финансовые итоги. В частности, на 01.11.2010 банк успешно нарастил кредитный портфель на 23.6% к результатам 1П 2010 – до RUB92.3 млрд. Основными источниками фондирования выступили привлеченные средства корпоративных и частных клиентов (+10.6% до RUB47 млрд.), также был погашен незначительный остаток задолженности перед ЦБ. Однако, несмотря на снижение доли просроченной задолженности в заемном портфеле, ее уровень все еще высок (19.8%, по данным РСБУ, на 01.11.2010) и пока не позволяет банку уменьшить уровень отчислений в резервы.

Обращающиеся на рублевом рынке бумаги эмитента, на наш взгляд, предлагают вполне справедливый уровень доходностей. Единственным интересным выпуском является ХКФ-4, который на текущий момент торгуется ниже номинала и предлагает премию около 100 бп к кривой банка. Но, учитывая оферту по выпуску в октябре объемом в 50% от выпуска, о действительном уровне доходности бумаг судить трудно. Еврооблигации ХКФ достаточно коротки и также не представляют инвестиционного интереса. Отметим, что сегодня менеджмент банка также принял решение о размещении 7 выпусков облигаций на общую сумму RUB31 млрд.

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

Халык Банк (Ba2/B+/B+): финансовые итоги по МСФО за 9М и 3К 2010 года

КОММЕНТАРИЙ

Вчера казахстанский Халык Банк опубликовал финансовые результаты за 9М и 3К 2010 в соответствии с МСФО и провел конференц-колл с участниками рынка. В целом итоги 3К 2010 мы оцениваем умеренно позитивно. Кредитный профиль банка мы находим достаточно крепким, в первую очередь в силу потенциальной поддержки со стороны государства в случае необходимости, а также комфортной позиции ликвидности и высокого уровня достаточности капитала.

Главным достижением 3К 2010 для банка стало восстановление роста кредитного портфеля (+1.2% к 1П 2010 до KZT1.3 трлн.). Менеджмент ожидает увеличения кредитного портфеля на 4.7% по итогам 2010, и на 10% - в 2011. Учитывая скромные итоги 9М 2010, мы находим подобные прогнозы оптимистичными.

Отметим некоторое улучшение качества кредитного портфеля: к концу 3К 2010 доля NPLs (свыше 90 дней) сократилась до 17.5% (с 19.1% по итогам 1П 2010), в связи с погашением крупных по объему задолженностей. Тем не менее показатели все еще существенны, особенно принимая во внимание значимую долю реструктурированных кредитов в 16.2% в совокупном заемном портфеле. В итоге банк все еще поддерживает отчисления в резервы на прежних уровнях (около KZT12-13 млрд. в квартал), и руководство не ожидает восстановления фондов на обесценение в краткосрочной перспективе.

Кроме того, банк сократил избыточные денежные средства (-35% за 3К 2010 до KZT244.7 млрд.), нарастив портфель ценных бумаг (+5.3% до KZT579 млрд.). Что в совокупности с опережающим снижением ставок по депозитам позволило поддержать чистую процентную маржу (4.7% в 3К 2010 против 4.3% во 2К 2010). Менеджмент ожидает сохранения показателя NIM на текущих уровнях по итогам всего года, что вполне достижимо, принимая во внимание амбициозные планы по увеличению кредитного портфеля в 4К 2010.

При этом банк продолжил последовательно наращивать средства частных вкладчиков: +4.5% до KZT449 млрд. за 3К 2010. Средства юридических лиц сократились (-12% до KZT0.9 трлн.), в большей степени из-за оттока депозитов КазМунайГаза (КМГ). В среднесрочной перспективе менеджмент не прогнозирует существенного оттока средств группы КМГ. Однако уровень концентрации пассивов достаточно высок и несет в себе существенный риск. В частности, средства 10 крупных клиентов составляют около половины всех средств юридических и физических лиц, а на группу КМГ приходится около 20%.



По-прежнему на повестке дня для банка остается вопрос о выходе фонда Самрук-Казына из структуры собственности банка, что, впрочем, является вопросом времени и не представляет значимого риска для кредитного профиля банка. По словам менеджмента, государственный фонд планирует выйти из структуры собственности Халык Банка в начале 2011 года, поэтому реализации сделки можно ожидать в 1П 2011. Однако остается неопределенность с решением группы Altex, которая располагает опционом на возможный выкуп доли акций. Менеджмент ожидает прояснения ситуации в 1К 2011.

На текущий момент еврооблигации банка торгуются на уровне YTM 5.50-7.00% со сроком погашения через 3-7 лет, что не представляет интереса в силу низкого уровня доходностей.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ХАЛЫК БАНКА

МСФО, KZT млрд.	2009	1П 10	9М 10
Чистые процентные доходы	91	45	67
Чистые комиссионные доходы	38	13	20
Операционные доходы до резервов	152	69	105
Операционные расходы	-39	-19	-32
Отчисления в резервы	-84	-26	-38
Чистая прибыль	16	17	0
Денежные средства	481	378	245
Ценные бумаги	226	550	579
Кредитный портфель, gross	1,340	1,322	1,338
Резервы	-207	-231	-243
Кредитный портфель, нетто	1,133	1,091	1,094
Средства кредитных организаций	173	256	83
Средства клиентов	1,274	1,476	1,370
Долговые ценные бумаги размещенные	264	256	262
Собственный капитал	281	293	309
Активы	2,023	2,180	2,064
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	6.7%	11.6%	11.7%
Доходность активов (ROAA)	0.9%	1.6%	1.7%
Расходы/доходы	25.3%	27.7%	30.3%
Чистая процентная маржа (NIM)	5.3%	4.3%	4.7%
NPLs/кредиты (свыше 30 дней)	19.0%	19.6%	18.5%
Резервы/кредиты	15.5%	17.5%	18.2%
Резервы/NPLs	0.8	0.9	1.0
Достаточность капитала (TCAR)	20.6%	21.0%	20.2%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

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

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

В сделке между VimpelCom Ltd.(NR) и Weather Investments участвует все меньше активов; евробонды ВымпелКома недооценены

По сообщению VimpelCom Ltd., Orascom Telecom Holding (OTH) продал с согласия VimpelCom Ltd. катарскому холдингу Qtel свою долю (50%-1 акция) в туниисском операторе Tunisia за USD1.2 млрд.

Согласно сообщению Weather Investments, Orascom Tunisia Holdings и Carthage Consortium, которые владеют неконтрольной долей в 50% в туниисском операторе Tunisia, были проданы за USD1.2 млрд., что составляет около 6.7x EBITDA оператора за 2009 г. Таким образом, катарский холдинг Qtel, владеющий оставшейся долей в 50% + 1 акция, реализовал свое преимущественное право на приобретение доли в компании.

КОММЕНТАРИЙ

По заявлению Н. Савириса, владельца Weather Investments, цена покупки в 6.7x EBITDA выглядит привлекательно для неконтрольной доли в туниисском операторе.

Осуществленная сделка имеет для VimpelCom Ltd. неоднозначные последствия. С одной стороны, из планируемой сделки выбыл привлекательный актив (2-е место по размеру EBITDA в группе – после алжирской Djezzy), долю в котором VimpelCom Ltd. планировал в последствии наращивать. С другой стороны, OTH получила за этот актив значительные средства, которые планируется частично



потратить на снижение долговой нагрузки холдинга, и, возможно, на урегулирование вопроса с алжирским оператором Djuzzi. Напомним, что к последнему алжирские власти предъявили налоговые претензии на сумму около USD430 млн.

Так как Weather Investments и VimpelCom Ltd. заявили о «полной поддержке» сделки с Qtel, продажа тунисского оператора, на наш взгляд, не должна будет оказать значительного негативного влияния на перспективы объединения. Однако мы ожидаем, что из-за значительного изменения структуры и количества покупаемых активов условия сделки с большой вероятностью будут пересмотрены. Это, по меньшей мере, должно будет растянуть процесс переговоров во времени и отсрочить возможное завершение сделки.

Мы по-прежнему рекомендуем обратить внимание на еврооблигации ВымпелКома и их неоправданно широкий спред к бумагам МТС. Мы ожидаем сужения спреда между этими бумагами как на фоне вероятного пересмотра условий сделки, так и при сохранившейся возможности ее полной отмены.

Наши фавориты в еврооблигациях VimpelCom Ltd. – это выпуски **VimpelCom 16** (YTM 6.21%) и **VimpelCom 18** (YTM 6.80%). Их спреды к свопам на 15 и 50 бп шире, чем у **MTS 20** (6.66%). Да и в любом случае, спред еврооблигаций VimpelCom Ltd. к суверенной российской кривой доходит до 250 бп, в то время как на рублях он разительно меньше – от 90 бп для 3-летних бумаг до 140 бп для новых 5-летних выпусков. Кстати, повторимся, премии в рублевых облигациях ВымпелКома над сопоставимыми выпусками МТС либо нет вовсе, либо она ничтожно мала. Новые рублевые выпуски **ВымпелКом-6, 7** вчера прекратили рост и замерли около отметки 100.30-100.40% от номинала с YTM 8.45%.

Леонид Игнатъев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

КЭС Холдинг (NR) урегулировал ситуацию с задолженностью перед структурами Газпрома (Ваа1/ВВВ/ВВВ); акции ТГК-7 выведены из-под обременения; ждем скорого предложения рублевых бондов

Вчера КЭС-Холдинг сообщил об урегулировании ситуации со структурами Газпрома вокруг претензий по выплате задолженности по кредиту в объеме около RUB16 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Данный конфликт берет свое начало еще в 2008 г., когда структуры Газпрома выдали КЭС-Холдингу кредит в размере RUB12.7 млрд. на покупку допэмиссии ТГК-7, получив в залог 11.3% акции той же ТГК-7, принадлежащих КЭС-Холдингу.

КЭС-Холдинг должен был расплатиться по кредиту в августе текущего года, но не выполнил своих обязательств. Структуры Газпрома 8 сентября подали иск к офшору, на балансе которого находился пакет акций ТГК-7 в 11.3%. Сумма претензий превышала RUB16 млрд. В ответ на это структуры КЭС подали встречный иск, который спровоцировал арест 11.29% акций ТГК-7.

Теперь конфликт разрешен, а благополучное снятие обременения с 11.3% акций ТГК-7 позволит КЭС сохранить позиции мажоритарного акционера генератора и продолжить его оперативное управление и выполнение инвестиционной программы.

ТГК-7 является самым сильным и стратегическим активом КЭС-Холдинга, объединяющим 21 ТЭЦ на территории Самарской, Саратовской, Ульяновской и Оренбургской областей общей мощностью около 7 ГВт электрической, и 30.7 тыс. Гкал. тепловой энергии.

На наш взгляд, конфликт между КЭСом и Газпромом был единственным препятствием на пути выхода ТГК-7 на публичный рынок облигаций. Напомним, что 3 оставшиеся ТГК КЭС-Холдинга на рынок уже рублевого публичного долга уже вышли. Учитывая, что с кредитной точки зрения этот актив является самым крепким в портфеле КЭС-Холдинга, можно ожидать его скорого выхода на долговые рынки с дисконтом к облигациям ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Черкизово-36о	3000	8,25	3	8,42
РВК Финанс-3	3000	9,00	5 / 3	NA / 9,20
ЮниКредит Банк-4	10000	7,00	5 / 2	NA / 7,12
МТС-7	10000	8,70	7	8,89
МТС-8	15000	8,15	10 / 5	NA / 8,32
Русфинанс Банк-10	2000	7,90	5 / 3	NA / 8,06
Русфинанс Банк-11	2000	7,90	5 / 3	NA / 8,06
ТрансКредитБанк-16о	5000	7,80	3	7,95
Главная дорога-3	8000	5,00	18	5,00
Новикомбанк-1	2000	9,00	3 / 2	NA / 9,20

Налоговые выплаты

Дата	Налог
25 ноября	НДПИ и акцизы

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
23 ноя 10	Новикомбанк-1	2000	TBD	3
24 ноя 10	ЕвроХим МХК-3	5000	TBD	8 / 5
25 ноя 10	Инвестторгбанк-16о	2000	TBD	3
25 ноя 10	Беларусь-1	7000	TBD	2
25 ноя 10	Удмуртия-34004	2000	TBD	5
25 ноя 10	СПетербург-25038	10000	TBD	5

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
25 ноя 10	САХО	2 000	15	10	21 май 12
29 ноя 10	Газпромбанк-5	20 000	8.75		
30 ноя 10	Свободный Сокол-3	1 200	18	0.1	24 май 11
2 дек 10	ТрансГазСервис	3 000	9.5		1 дек 11
2 дек 10	ЮгФинСервис	900	15.25	9.1	22 май 12
3 дек 10	Трудовое	23	12		
8 дек 10	СатурнНПО-3	3 500	10		
9 дек 10	Зенит Банк-5	5 000	10.85		
10 дек 10	ВТБ Лизинг-7	5 000	9.7		
10 дек 10	Мастер-Банк-3	960	11		
13 дек 10	ПромНефтеСервис	3 000	9.5		12 дек 11
13 дек 10	Формат	1 000	17.5	17	13 июн 11
15 дек 10	ГАЗ Финанс	5 000	18	18	8 фев 11
15 дек 10	МосКоммерцБанк-3	5 000	1		
16 дек 10	ОГКЗ	3 000	7.75		
16 дек 10	Разгуляй-086о	2 000	0	0	23 мар 11
16 дек 10	Разгуляй-126о	1 000	0	0	23 мар 11
17 дек 10	ХКФ Банк-6	5 000	12.2		
21 дек 10	Агроком	1 500	10		
21 дек 10	Строймонтаж	1 200	0.05		
22 дек 10	ПромСвязьБанк-6	5 000	10.25		
23 дек 10	ТатФондБанк-7	1 000	13.75		22 дек 11
23 дек 10	Транскредитбанк-2	3 000	15		
24 дек 10	ДиПОС	2 000	8		
24 дек 10	Минплита Финанс	500	20	20	22 апр 11

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-28-89
Дмитрий Турмышев

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

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

Клиентские продажи

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

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

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

REUTERS: TRUST

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

BLOOMBERG: TIBM

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

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. 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 предполагает 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 намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному 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 Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.