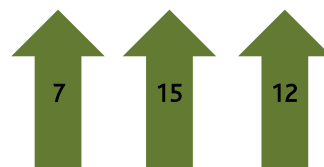


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

- Дискуссии по госдолгу **США** болезненны для рынков; глава ФРС в Сенате говорил в том же ключе, что и в нижней палате Конгресса
- Аукцион **UST30** – ожидаемо хороший спрос; цены на вторичном рынке UST определялись событийным фоном вокруг дискуссий по госдолгу
- ФРС** опубликовал вчера еженедельные данные по балансу ФРС – вложения нерезидентов в UST вновь растут
- Публикация **стресс-тестов** европейских банков станет ключевым событием пятницы; самое важное – данные по объему суверенных бумаг
- Доходности госбумаг **Италии** резко выросли в ходе аукционов; темпы роста являются неустойчивыми – критической может стать планка в 7%
- Итоги торгов по еврооблигациям: смешанная динамика в корпоративном сегменте; котировки суверенных бумаг подросли
- Российский долговой рынок: нестабильный внешний фон не даст рынку вырасти; в фокусе – переговоры по госдолгу в **США**, стресс-тесты в **ЕС**
- Металлоинвест** разместил евробонды; премия к кривой **Евраз** выглядит интересно

UST 10 Russia 30 Eurobonds

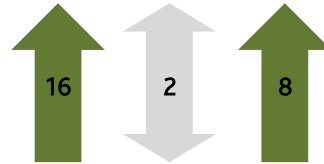


Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Покупки на рублевом рынке в четверг; возвращение спроса в **ОФЗ** средней и длинной дюрации
- ММК** успешно разместила биржевые бонды; бумаги не имеют потенциала курсового роста на вторичном рынке
- Ликвидная позиция немного сжалась из-за уплаты страховых взносов; ставки денежного рынка на это не отреагировали
- ФСК** увеличила объем предложения новых 7-летних облигаций до RUB20 млрд., заменив выпуск и сохранив ориентир по доходности; это лишний раз подтверждает высокий интерес инвесторов к долговым бумагам компании

ОФЗ 1st tier 2nd tier

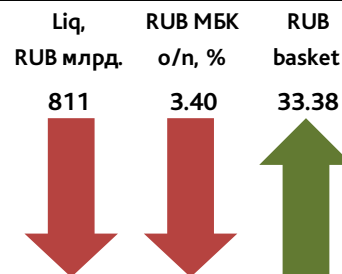


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- Абсолют Банк**, являясь непрофильным активом группы, должен предлагать премию по новому выпуску бондов
- Татнефть**, по словам чиновников, может не получить льготы после ввода системы 60/66; на наш взгляд, полный отказ государства помогать компании маловероятен
- Государство намерено снизить свою долю в **РусГидро** до 50% + 1 акция уже к середине 2012 при благоприятной рыночной конъюнктуре; нейтрально для долговых инструментов компании

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Последние обзоры

7 июля	Стратегия долговых рынков - июль 2011 г.
23 июня	Банковская система в мае: между качеством и количеством
14 июня	Украинские еврооблигации: в плену страновых рейтингов
10 июня	Стратегия долговых рынков - июнь 2011 г.
8 июня	Розничные банки: кризисные риски ушли, а премии остались

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

16.30 МСК	Индекс потребительских цен в США за июнь
16.30 МСК	Индекс деловой активности от ФРБ Нью-Йорка за июль
17.15 МСК	Индекс промышленного производства в США за июнь
17.55 МСК	Индекс потребительского доверия от Мичиганского университета за июль
19.00 МСК	Пресс-конференция Б. Обамы по вопросам повышения порога госдолга
21.00 МСК	Результаты стресс-тестов европейских банков

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	199	-8
UST10	▲	2.97	+0.07
Russia 30 - UST 10	▼	143	-10
EUR/USD	▼	1.4142	-0.3%
Oil (Brent)	▼	116.5	-2%
VIX	▲	20.8	+0.89

Дискуссии по госдолгу США болезненны для рынков; глава ФРС в Сенате говорил в том же ключе, что и в нижней палате Конгресса, но гарантированного нового этапа выкупа активов рынку не пообещал

В США день вчера вновь был перенасыщен эмоциями. В целом рынок полностью абстрагировался от результатов статистики по экономике, ожидая выступление Б. Бернанке с полугодовым докладом уже в Сенате (днем ранее глава ФРС выступал с этой же речью в Плате представителей) и развязки межпартийных дискуссий о повышении порога госдолга.

Б. Бернанке держал речь в верхней палате Конгресса в 18.00 МСК. Сюрпризов мы не ждали, однако они последовали. Mainstream остался таким же, что и день назад (готовность регулятора к поддержке экономики в случае существенного замедления роста), однако председатель, рассуждая о той пользе для экономики, которую принес выкуп активов, заявил, что «на текущем этапе мы ничего не предлагаем». Таким образом, у ФРС нет однозначного решения о том, состоится ли выкуп. Ничего неожиданного и страшного, на наш взгляд, в формулировке не было, но рынки, видимо, расценили ее как значительный повод усомниться в том, что обещанные (в понимании участников) в среду новые порции стимулов не будут предложены экономике.

К тому же обострилась ситуация и в дискуссиях по госдолгу: около 03.00 МСК Reuters сообщило, что президент США дал оппозиционной партии 36 часов на достижение с их стороны положительного решения в части повышения планки госдолга. Сегодня в 19.00 МСК Б. Обама проведет пресс-конференцию по нынешнему состоянию дискуссий по данному вопросу, так что спокойного окончания недели ждать не приходится. В свою очередь агентство Standard&Poor's заявило, что понизит рейтинг США даже в случае, если США после 2 августа будут занимать без одобренного Конгрессом повышения порога госдолга (14 поправка к Конституции США в целом позволяет осуществлять заимствования для обеспечения платежеспособности США как суверенного заемщика).

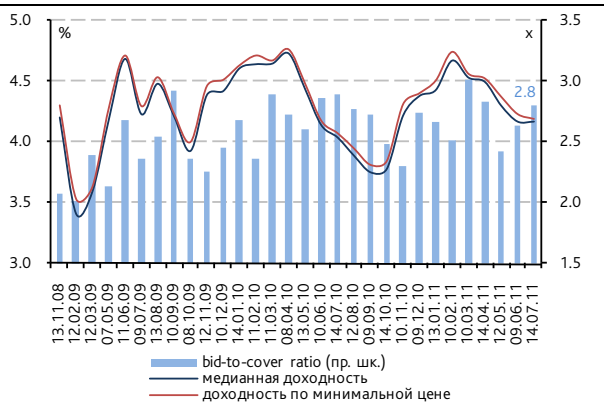
Аукцион UST30 – ожидаемо хороший спрос; цены на вторичном рынке UST определялись событийным фоном вокруг дискуссий по госдолгу и итогами выступления Б. Бернанке в Сенате

Как мы и ожидали, недостатка интереса участников к вчерашнему доразмещению **UST30** не наблюдалось – при предложении в USD13 млрд. очередь из желающих купить наиболее длинные бумаги Минфина США выстроилась на USD36.4 млрд. Переспрос составил 2.80x, что выше, чем на июньском и июльском аукционах.

Доля Indirect bids – косвенный индикатор спроса со стороны нерезидентских счетов – в ходе вчерашнего размещения составила 37.8%, что практически сопоставимо с июньской цифрой. Таким образом, мы считаем отсутствие снижения интереса со стороны зарубежных инвесторов на первичных размещениях еще одним подтверждением того, что сомнений в благополучном разрешении ситуации с повышением потолка госдолга у участников рынка все же немного.

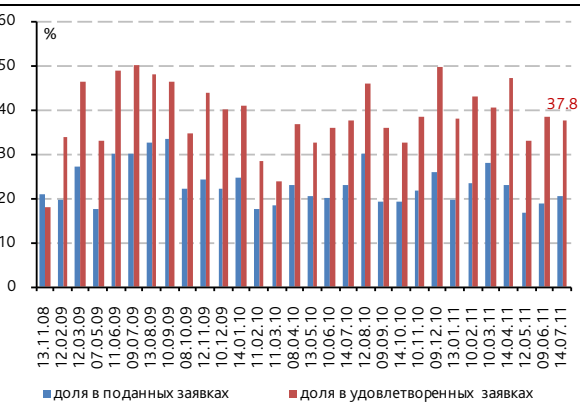
Медианная доходность размещения по всем удовлетворенным заявкам составила 4.17%; заявки участников выполнялись, начиная от 4.198% (доходности по минимальной цене). На вторичке, после обнародования итогов аукциона (21.00 МСК), доходность **UST30** в течение получаса снизилась с 4.217% до 4.185%, а затем пошла в рост. Уже на закрытие американской сессии (полночь по Москве) тридцатка торговалась с доходностью порядка 4.25%. На «тонком» же рынке во время азиатской сессии, когда активность участников в UST невысокая и ликвидность торгов заметно снижается, **UST30** подняли до 4.278% по доходности. Собственно, накануне открытия рынков АТР как раз и появились вести из США о том, что президент дал республиканской партии 24-36 часов для согласования решения о повышении порога госдолга на USD2 трлн.

ДИАГРАММА 1. ДОХОДНОСТИ И УРОВНИ ПЕРЕСПРОСА НА АУКЦИОНАХ UST30 ОКТЯБРЬ 2008 – ИЮЛЬ 2011



Источники: TreasuryDirect, Bloomberg

ДИАГРАММА 2. ДОЛЯ INDIRECT BIDS В ОБЩЕМ ОБЪЕМЕ ЗАЯВОК НА АУКЦИОНАХ UST30 ОКТЯБРЬ 2008 – ИЮЛЬ 2011



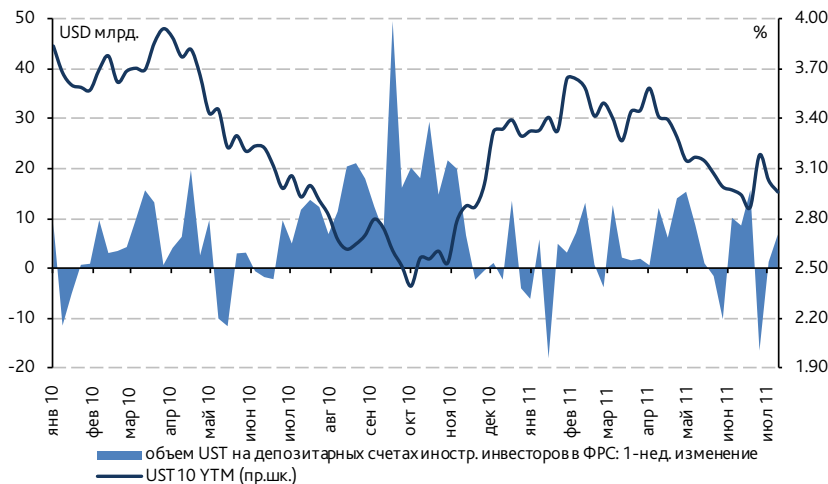
Источники: TreasuryDirect, Bloomberg

Полагаем, что возврат доходности **UST30** в область 4.20-4.25% состоится уже сегодня в ходе торгов на европейских и американском рынках и приходом традиционной ликвидности на рынок **UST**, в сравнении с активностью на нем в период азиатских торгов.

ФРС опубликовал вчера еженедельные данные по балансу ФРС – вложения нерезидентов в UST вновь растут

Вчера ФРС обнародовал традиционные еженедельные данные по состоянию баланса. Объем **UST** на депозитарных счетах иностранных инвесторов в ФРС (зарубежные центробанки и прочие институциональные участники, не являющиеся резидентами США) за 7-13 июля вырос на **USD6.82 млрд.** – в терминах среднедневного значения за рассматриваемый недельный отрезок. Это существенно выше, чем неделю назад (**USD1.32 млрд.**).

ДИАГРАММА 3. НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ, ОТКРЫТЫХ В ФРС, И ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2010 – ИЮЛЬ 2011



Источники: Board of Governors of Federal Reserve System, Reuters, НБ Траст

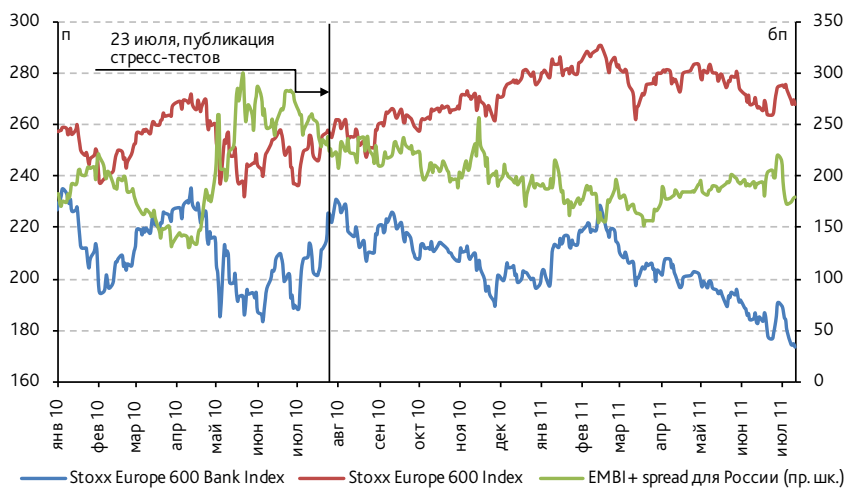
Отметим, что прошлый заметный рост доходностей **UST** в последнюю неделю июня (до 3.18% в терминах **UST10**) сопровождался заметным сокращением остатков **UST** на нерезидентских депсчетах – на **USD16.5 млрд.** за неделю к 29 июня относительно предшествующего недельного промежутка.

Положительные изменения объема UST на депозитарных счетах иностранных инвесторов в ФРС в последние две недели отражают ситуацию возросшего спроса на защитные активы вследствие европейских долговых сюжетов и в целом не предвещают роста доходностей казначейских облигаций. Сегодня Комиссия по срочной биржевой торговле США (U.S. CFTC) опубликует традиционный еженедельный отчет по позициям различных категорий участников срочного рынка. Соответственно, нас интересуют позиции в производных инструментах, базовым активом которых являются UST.

Публикация стресс-тестов европейских банков станет ключевым событием пятницы; самое важное – данные по объему суверенных бумаг

Европейские долговые проблемы вполне правомерно отошли пока на второй план на фоне событий вокруг повышения потолка госдолга в США. Однако все говорит в пользу того, что в пятницу ситуация может измениться. В 21.00 МСК Европейское банковское управление (EBA) опубликует долгожданные итоги стресс-тестов 91 крупнейшего банка региона. С нашей точки зрения, самым важным элементом в данных тестах станет отчет об объемах находящихся на балансах банков гособлигаций различных стран, включая государства группы PIIGS. Напомним, в прошлом году европейские регуляторы не включали данный параметр в стресс-тесты, а их рассмотрение в этот раз натолкнулось на жесткую критику со стороны самих банков.

ДИАГРАММА 4. ДИНАМИКА АКЦИЙ ЕВРОПЕЙСКИХ БАНКОВ И СПРЕДА EMBI+ ДЛЯ РОССИИ, 2010-2011



Источники: Bloomberg

Стоит отметить, что публикация прошлогодних стресс-тестов (23 июля 2010 г.) отразилась на настроениях инвесторов в отношении европейских банков с небольшим лагом (см. Диаграмму 1). Индекс Stoxx Europe 600 для банковского сектора демонстрировал восходящую динамику еще какое-то время после выхода стресс-тестов, однако затем устремился вниз. В то же время спред EMBI+ для России продолжал сужаться. Вероятно, участников рынка тогда успокаивал тот факт, что долговым кризисом была поражена только Греция. Однако, учитывая наблюдающийся уже с середины февраля текущего года устойчивый тренд на снижение индекса Stoxx Europe 600 Bank, а также включение в нынешние стресс-тесты данных по суверенным бумагам, их публикация может вызвать более сильную волну негатива на рынке и привести к оттоку средств из рискованных активов, включая еврооблигации стран EM.

Доходности госбумаг Италии резко выросли в ходе аукционов; темпы роста являются неустойчивыми – критической может стать планка в 7%

Проведенные в четверг аукционы по итальянским долгосрочным бумагам преподнесли рынку неприятные сюрпризы. Доходность по 5-летним облигациям подскочила сразу на 1 п.п. с момента предыдущего размещения в июне текущего года и достигла максимального за 3 года значения – 4.93%. Не менее драматичной оказалась и ситуация с 15-летними бумагами. Здесь доходность поднялась на 60 бп и достигла исторического максимума – 5.90%.

«Подбодренные» ситуацией на долговом рынке итальянские сенаторы в четверг одобрили программу бюджетной экономии почти на EUR50 млрд. В пятницу законопроект будет рассмотрен в нижней палате парламента, и, учитывая недавние заявления оппозиционных политиков, у нас нет оснований не верить в его одобрение.

Тем не менее особого оптимизма в связи с данным решением испытывать не приходится: основная часть экономии приходится на 2013-2014 гг., в то время как на бюджетах двух ближайших лет данный законопроект почти не скажется. А мы уже не раз убеждались, сколь важную роль в долговом кризисе играет фактор времени – рынки хотят от властей срочных решений с немедленным эффектом.

Вторичный долговой рынок Италии завершил четверг небольшим ростом доходностей. Показатель для 10-летних гособлигаций поднялся почти на 10 бп до 5.65%. Любопытно, что премьер-министр Ирландии, страны уже хорошо знакомой с различными фазами долгового кризиса, отметил, что «точкой невозврата» для государств еврозоны является доходность в 7% – после преодоления этого рубежа обращение за финпомощью к ЕС и МВФ становится неизбежным.

С нашей точки зрения, говорить о том, что доходности итальянских бумаг достигли неустойчивого уровня пока преждевременно. Однако темпы их роста уже сейчас совершенно точно можно считать неустойчивыми.

Итоги торгов по еврооблигациям: смешанная динамика в корпоративном сегменте; котировки суверенных бумаг подросли

Российский рынок еврооблигаций в четверг продемонстрировал смешанные итоги. Давление на котировки продолжали оказывать поступающие из США и Европы негативные новости. В то же время поддержку настроениям инвесторов оказывали как надежды на запуск QE3, так и сильные отчетности JPMorgan и Google.

В нефтегазовом секторе в минус по итогам дня ушли длинные евробонды Газпрома (около -100 бп), в то же время среднесрочные выпуски подорожали в пределах 20 бп. Неплохо также смотрелись еврооблигации Новатэка, поднявшиеся в цене на 10-15 бп. Во втором эшелоне наибольшая активность была зарегистрирована в евробондах ВымпелКома. Выпуски **VimpelCom 16, 16N, 17 и 22** подорожали на 20-40 бп. В то же время под давлением оказались еврооблигации **Evrax 18** и **Russian Railways 17** (-15-30 бп). Из квази-суверенных банков «выстрелили» бумаги ВЭБа – евробонды **VEB 20** и **VEB 25** подорожали на 55-70 бп. Снижение котировок было отмечено нами по выпуску **RussAgrBank 21** (-30 бп), а также по долгосрочным бумагам ВТБ (-20-50 бп).

В суверенном сегменте динамика была исключительно положительной. Индикативный евробонд **Russia 30** подорожал на 15 бп до 117.88% от номинала. Рублевый суверенный евробонд **Russia 18R** прибавил чуть больше – 20 бп. Спред **Russia 30-UST10** сузился за день сразу на 10 бп – до 143 бп.

Российский долговой рынок: нестабильный внешний фон не даст рынку вырасти; в фокусе – переговоры по госдолгу в США, стресс-тесты в ЕС

Внешний фон пятницы выглядит достаточно противоречивым. «Спускового крючка», который мог бы запустить распродажи на рынках, пока нет. Однако и на рост котировок на российском долговом рынке рассчитывать вряд ли стоит – опасения за судьбу переговоров о поднятии потолка госдолга США и предстоящая публикация стресс-тестов европейских банков будут держать инвесторов в напряжении.

Азиатские фондовые индексы движутся разнонаправлено, а фьючерс на S&P 500 торгуется в небольшом плюсе(+0.1%). Баррель Brent торгуется возле отметки USD116, что почти на USD2 ниже уровня закрытия основных торгов в России. Мы ждем небольшого снижения котировок на открытии торгов на российском долговом рынке.

Металлоинвест (Ba3/NR/BB-) разместил евробонды; премия к кривой Евраз (B1/B+/BB-) выглядит интересно

Вчера состоялось размещение дебютного евробонда Металлоинвеста. Итоговые условия выпуска таковы – 5-летние бумаги совокупным объемом USD750 млн. имеют доходность 6.5%. Изначально планировалось разместить USD1 млрд. или даже до USD1.5 млрд. Зато ставка купона в итоге соответствует нижней границе объявленного изначально диапазона 6.5-7.0%. По-видимому, эмитент склонился в пользу низкой доходности, нежели большого объема.

Мы считаем выпуск интересным к покупке. Премия к кривой Евраз составила около 50 бп, по нашему мнению фундаментально премии быть не должно. Обе компании имеют довольно сильные позиции в сталелитейном секторе с небольшим преимуществом Евраз. Однако существенным плюсом для Металлоинвеста является гораздо более сильное положение ее железорудного сегмента – в текущих условиях горнодобывающий сектор генерирует основную прибыль практически у всех металлургических компаний. В условиях, когда цены на сырьевых рынках растут, ситуация для Металлоинвеста складывается более благоприятно, однако это же может стать причиной для большей просадки в случае смены тренда на негативный.

И Евраз, и Металлоинвест до сих пор не до конца оправились от проблем с долгом. У Евраза выше общий левиредж, однако совсем нет проблем в краткосрочном плане. Металлоинвесту же, наоборот, предстоит рефинансировать в ближайшие два года существенную часть кредитного портфеля. Учитывая открытость рынков капитала в текущих условиях, мы считаем, что холдингу Алишера Усманова это под силу.

Таким образом, наш общий вывод – риски Металлоинвеста и Евраза разные, но в целом сопоставимы по своему влиянию. Мы считаем, что предложенная премия – адекватна и в то же время даст заработать инвесторам уже в ближайшие месяцы.

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Сергей Гончаров

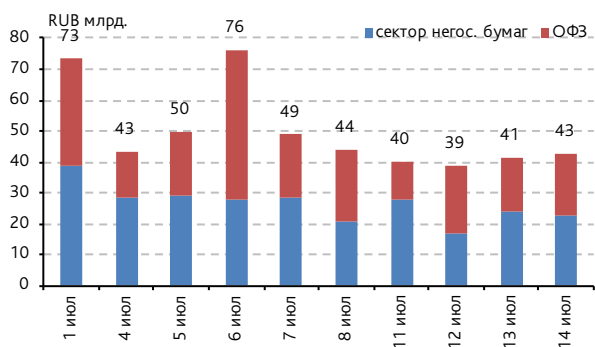
+7 495 786-35-31

sergey.goncharov@trust.ru



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	6.3%
от 1 до 1.5 лет	7.3%
от 1.5 до 2 лет	6.0%
от 2 до 3 лет	14.3%
от 3 до 5 лет	46.0%
> 5 лет	20.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.12%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	6.81%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.85%	7.0
Банки	6.59%	1.5
Корп 1 эшелон	6.55%	2.5
Корп 2 эшелон	7.22%	2.0

Покупки на рублевом рынке в четверг; возвращение спроса в ОФЗ средней и длинной дюрации

Покупки в ОФЗ в четверг продолжились – из ликвидных выпусков наибольший рост отмечен в 7-летнем **ОФЗ 26204** (+21 бп по средневзвешенной цене). В ОФЗ с дюрацией 3.5-5 лет ликвидные выпуски прибавляли 5-13 бп. В первом эшелоне пришли покупки в **ФСК ЕЭС-10** (+11 бп по средневзвешенной цене), продолжила покупаться **Алроса-21** (+10 бп).

ММК (ВаЗ/WR/BB+) успешно разместила биржевые бонды; бумаги не имеют потенциала курсового роста на вторичном рынке

Вчера состоялось размещение новых 3-летних биржевых облигаций ММК объемом RUB5 млрд. Изначально компания ориентировала инвесторов на купон в диапазоне 7.45-7.65% годовых (YTM 7.59-7.80%), однако в итоге купон был установлен на уровне 7.20% (YTM 7.33%). По заявлению менеджмента ММК, спрос на новый выпуск биржевых облигаций компании превысил RUB14.4 млрд., что почти в 3 раза превосходит объем предложения.

Размещение можно считать очень успешным для ММК, так как компании даже при общем негативном рыночном фоне удалось привлечь долг с премией кривой ОФЗ в размере менее 100 бп. Инвесторы в очередной раз проигнорировали риски значительного навеса нового долга на рублевом рынке, вызванного хронически отрицательным свободным денежным потоком компании.

По нашим оценкам, размещение прошло на рыночных условиях: имели место только 2 сделки объемом более RUB0.5 млрд., поэтому на вторичном рынке можно ожидать неплохой ликвидности. Однако потенциала курсового роста в этих бумагах ожидать вряд ли стоит.

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

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-28-89
dmitry.turmyshev@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

15 июл	Расчеты по аукциону ОБР-20 на RUB500 млрд. (размещено RUB4.2 млрд.)
15 июл	Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды (до RUB250 млрд.)
20 июл	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)
20 июл	Уплата 1/3 НДС за 2К 2011
25 июл	Уплата акцизов и НДС за июнь
27 июл	Возврат Минфину RUB78.9 млрд. с депозитов банков (аукцион 09.02.2011)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/3.75	3.50	3.75	3.60/3.70
2-й круг	3.65/4.15	3.50	4.25	3.65/4.15

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.00	3.55-3.60	3.30-3.50

Ликвидная позиция немного сжалась из-за уплаты страховых взносов; ставки денежного рынка на это не отреагировали

В банковском секторе в четверг наблюдался небольшой отток ликвидности: объем чистой ликвидной позиции сократился на RUB34.8 млрд. (до RUB810.8 млрд.). При этом объем депозитов снизился сразу на RUB77.8 млрд. до RUB644.1 млрд., а средства на корсчетах выросли на RUB38.8 млрд. до RUB662.9 млрд. Вероятно, уход ликвидности с рынка был связан с частично уже прошедшими платежами по страховым взносам.

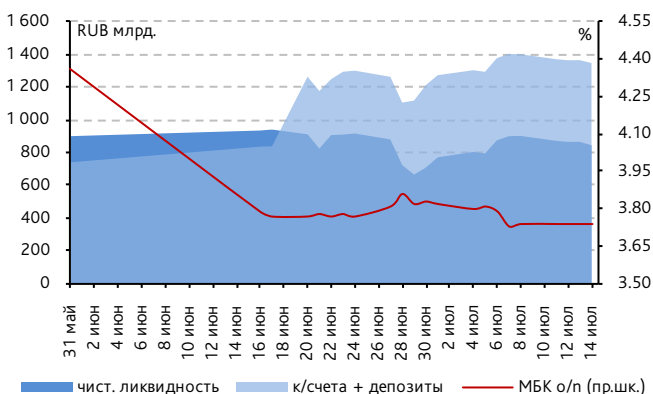
Состоявшийся накануне аукцион **ОБР-20**, как мы и предполагали, не вызвал большого интереса со стороны участников рынка. Из предложенных к размещению RUB500 млрд. рынок абсорбировал лишь RUB47.9 млрд. Доходность по цене отсечения составила 3.69%.

Ситуация на денежном рынке накануне оставалась спокойной, несмотря на начавшуюся уплату страховых взносов и небольшое сжатие ликвидности. Итоговое значение ставки МБК овернайт для банков первого круга составило 3.3-3.5%, что немного ниже уровней среды. Средневзвешенная ставка однодневного междиллерского РЕПО под залог ОФЗ по итогам дня не изменилась (4.09%), однако тот же показатель под залог облигаций 1 эшелона снизился до 3.95% с 3.98% на закрытие среды. Сегодня последний день расчетов по страховым взносам – влияние этой ситуации на ликвидность мы увидим в начале дня в понедельник.

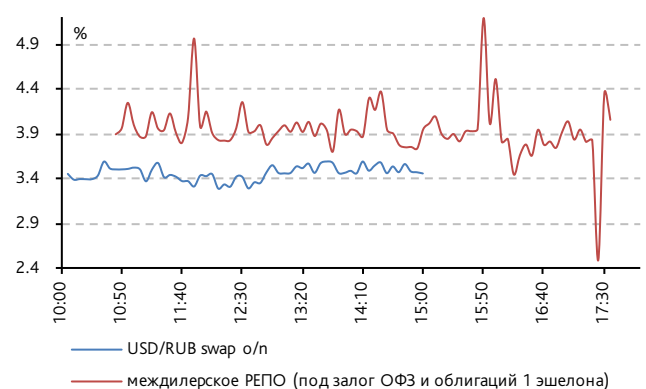


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Абсолют Банк, являясь непрофильным активом группы, должен предлагать премию по новому выпуску бондов

Абсолют Банк планирует разместить 5-летние облигации 5-й серии объемом RUB1.8 млрд. Индикативный купон находится в диапазоне 8.25-8.75%, или УТР 8.42-8.94% к 3-летней оферте. Книга будет открыта с 20 по 29 июля 2011 г., а техническое размещение бумаг состоится 3 августа.

КОММЕНТАРИЙ

Основными факторами устойчивости кредитного профиля банка мы считаем крепкую структуру акционеров: группа КВС владеет 95% акций, а международному фонду IFC принадлежит 5%. Два года назад бельгийской группе была предоставлена финансовая помощь от Евросоюза, в соответствии с условиями которой основной бизнес банка должен быть сконцентрирован в европейских странах. Согласно стратегии развития российские активы не являются профильным бизнесом, и не исключена их продажа.

Впрочем, напомним, что разговоры о вероятной продаже Абсолют Банка ведутся еще с конца 2009 г., но едва ли возможно ожидать реализации сделки в краткосрочной перспективе. Российский банк был куплен в преддверии кризиса за очень высокую цену (3.8x к капиталу), и мы склонны полагать, что продажа актива в его текущем состоянии (убыток RUB0.2 млрд. за 2010 г.) не предполагает привлекательную цену сделки для акционеров.

По заявлениям менеджмента, группа не стремится продать Абсолют Банк в кратчайшие сроки любой ценой, а основной упор в развитии банка сделан на увеличении эффективности деятельности, что вполне логично. Для достижения этой цели банк планирует продать часть менее успешных региональных подразделений – утверждено закрытие 7 из 20 филиалов в 2011 г. Пока уровень операционной эффективности находится на едва ли приемлемом уровне: показатель Расходы/Доходы достиг 87.6% в 2010 г.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АБСОЛЮТ БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2007	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	3.4	8.2	7.5	4.8
Чистые комиссионные доходы	0.4	0.4	0.4	0.6
Операционные доходы до резервов	4.3	8.8	8.7	5.7
Операционные расходы	-2.7	-5.4	-4.7	-5.0
Отчисления в резервы	-0.5	-2.6	-8.6	-0.9
Чистая прибыль	0.8	0.4	-5.0	-0.2
Денежные средства	10.4	17.9	10.5	14.9
Ценные бумаги	8.7	0.3	4.7	5.6
Кредитный портфель, гросс	93.3	143.3	103.3	81.7
Резервы	-1.7	-4.3	-12.4	-11.0
Кредитный портфель, нетто	91.5	139.0	90.9	70.7
Средства кредитных организаций	54.4	100.7	55.1	48.8
Средства клиентов, в т.ч.	29.4	34.2	47.7	37.9
частых клиентов	15.0	15.7	32.2	20.3
Долговые ценные бумаги размещенные	22.8	11.1	6.2	1.6
Субординированный долг	5.6	6.7	6.9	7.0
Собственный капитал	7.4	17.6	13.3	13.0
Активы	130.1	172.4	130.0	109.4
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	13.6%	3.3%	-32.3%	-1.5%
Доходность активов (ROAA)	0.9%	0.3%	-3.3%	-0.2%
Расходы/Доходы	62.7%	61.9%	53.6%	87.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	3.9%	6.0%	5.3%	4.2%
NPLs* /Кредиты	н.д.	1.4%	12.7%	15.4%
Резервы/Кредиты	1.9%	3.0%	12.0%	13.5%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	6.4%	11.2%	11.1%	13.8%
Достаточность капитала (TCAR)	9.6%	15.4%	16.7%	20.7%

*NPLs с выше 1 дня по РСБУ
Источник: данные банка, НБ «Траст»

Абсолют	ВаЗ/NR/BB+
<i>МСФО, 2010</i>	
Кредиты, RUB млрд.	81.7
NIM	4.2%
Tier 1	13.8%

Материнская группа предоставляет необходимый объем фондирования – свыше половины всех заемных средств по итогам 2010 г. по МСФО (банковские займы и субординированный долг). Однако объем привлеченных средств клиентов последовательно сокращается (-21% до уровня RUB37.9 млрд. за 2010 г.), как и величина кредитного портфеля (-21% до уровня RUB81.7 млрд.). Отметим, что в 2011 г. объем займов корпоративным и частным клиентам продолжил снижаться (-8-9% за 5 месяцев по РСБУ). Тем не менее пик уровня просроченных кредитов (свыше 1 дня по РСБУ) пройден: их доля снизилась на 4.5 п.п. с начала 2011 г. до 10.6% в кредитном портфеле на 1 июня 2011 г.

Снижение масштабов кредитования обусловило аккумуляцию существенного объема ликвидных средств и поддержание высокого уровня достаточности капитала. Так, на начало 2011 г. по данным МСФО денежные средства составили 14% от активов, а показатель Tier 1 достиг 13.8%.

Мы считаем, что вероятная смена собственников предполагает риск для долговых инвесторов, тем более на горизонте 3-5 лет. Абстрагируясь от возможной смены акционеров, ориентиры по доходности нового выпуска выглядят вполне интересно даже по нижней границе: премия к чуть более коротким **ОТП-Банк-1** и **Кредит Европа Банк БО-1** составляет около 20-40 бп, отражая последовательное снижение рыночной доли Абсолют Банка на рынке кредитования. Однако, учитывая неопределенность относительно дальнейшей структуры акционеров, инвесторам, на наш взгляд, стоит претендовать на большую премию, не ограничиваясь дополнительными 50 бп.



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

Татнефть, по словам чиновников, может не получить льготы после ввода системы 60/66; на наш взгляд, полный отказ государства помочь компании маловероятен

Ведомости сообщают о том, что в результате обсуждений в правительстве Татнефть может не получить льготы после перехода на новую налоговую систему «60/66». Напомним, что компания может столкнуться с проблемами в связи с запуском НПЗ ТАНЕКО. Срок окупаемости только первой очереди может возрасти до 15 лет, кроме того, для Татнефти остро стоит вопрос о финансировании второй очереди. По оценкам гендиректора компании, выпадающие доходы до 2016 г. составят RUB34 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Новость, безусловно, негативна для Татнефти. Добыча компании уже несколько лет стагнирует в связи с истощением основного месторождения – Ромашкинского. Поэтому строительство НПЗ ТАНЕКО – это единственный источник долгосрочного роста нефтяной компании.

Поддержка проекта государством всегда была позитивным фактором для кредитоспособности Татнефти. Затраты на строительство, которые уже составили около RUB200 млрд. (что примерно равно чистому операционному денежному потоку за последние 4 года) – колоссальны, а потому изменение правил игры в отношении только одной компании выглядело бы странным. Особенно если учесть, что поддержку Башнефти отменять не планируется. Мы сомневаемся в том, что государство совсем откажется помогать Татнефти, ведь первая очередь завода уже построена.

Рублевый бонд **Татнефть БО-1** фактически никак не отреагировал на новость. Это характерно в целом для эмитентов первого эшелона, спреда которых не меняются уже долгое время. В связи с этим мы не ждем реакции и в дальнейшем, по крайней мере, если новость не подтвердится окончательно и официально.



Сергей Гончаров
+7 495 786-35-31
sergey.goncharov@trust.ru

Татнефть	Ва2/WR/BB
<i>МСФО, 2010</i>	
Выручка, RUB млрд.	468
EBITDA margin	17%
Долг/EBITDA	1.4

Дирекция анализа долговых рынков

research.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

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

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Кредитный анализ

Сергей Гончаров
+7 495 786-35-31
sergey.goncharov@trust.ru

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

Кирилл Коваленко
+7 495 647-25-97
kirill.kovalenko@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 прямо оговоренного разрешения Банка.

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

Каждый аналитик 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.