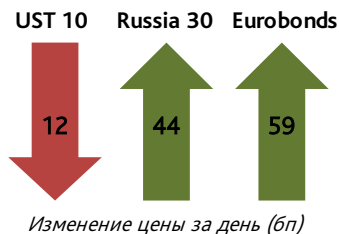


Навигатор долгового рынка

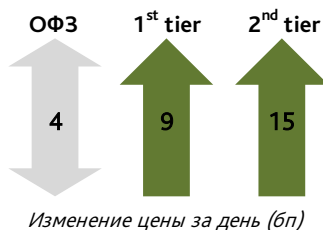
Глобальные рынки и еврооблигации

- ⌚ **ЕЦБ** сохранит ставку, но может вернуться к нетрадиционным мерам стимулирования ликвидности; ждем снижения прогнозов по росту ВВП еврозоны и жестких комментариев по программе выкупа госбумаг
- ⌚ Суд подтвердил право **ФРГ** на участие в bailout **Греции**, но дал больше полномочий парламенту в подобных вопросах; доходности госбумаг **Италии** и **Испании** снизились, а **Греции** – установили новые рекорды
- ⌚ **Итоги торгов по еврооблигациям:** улучшение внешнего фона подтолкнуло котировки вверх, но активность остается низкой; наибольший интерес был в бумагах Лукойла и Вымпелкома; сохраняем пессимистический прогноз на сентябрь
- ⌚ **Открытие торгов по еврооблигациям:** внешний фон нестабилен; ждем нейтрального открытия торгов; спикеры дня – Трише, Бернанке и Обама



Рублевые облигации и денежный рынок

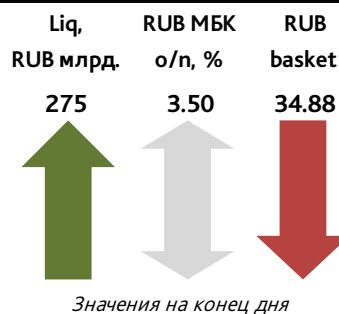
- ⌚ Улучшение внешнего фона и успешный аукцион **ОФЗ 26204** способствовали активизации покупок в **ОФЗ**, в корпоративных выпусках оживления рынка не произошло
- ⌚ Благоприятный фон на денежном рынке утратит актуальность с началом налогов; **бюджет** остается в плюсе – негативно для ставок **money market**



Кредитные комментарии

- ⌚ Отчетность **Альфа-Банка** за 1П 2011: снижение чистой процентной маржи не позволило получить больше прибыли, несмотря на рост кредитования; нейтрально относимся к бумагам банка
- ⌚ **Группа ГАЗ** намерена заместить RUB22 млрд. 5-летнего кредита от 18 банков на 9.5-летние рублевые бонды; думаем, что на первом этапе держателями бумаг станут банки-кредиторы, уйти в рынок данные бумаги могут хотя бы при 5-летнем пут-опционе и с доходностью не менее YTP 15%
- ⌚ **Мечел** подал заявку на IPO 25% дочерней **Мечел-Майнинг**, компания планирует выручить до USD1.5 млрд., эти деньги планируется потратить на новые M&A сделки и инвестиционную программу, снижения долговой нагрузки Мечела не произойдет
- ⌚ **Башнефть** опубликовала частичную отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка снизилась, но ее росту будут способствовать затраты на разработку месторождения им. Требса и Титова и щедрые дивиденды акционеру; облигации непривлекательны на нынешних уровнях доходности (более подробно см. в завтрашнем «Навигаторе долгового рынка»)
- ⌚ **Fitch** подтвердил рейтинг **ВЭБа** на уровне «BBB», установив стабильный прогноз; нейтрально для кредитного профиля банка и для котировок бумаг; наиболее ликвидный выпуск **ВЭБ-9** предлагает премию 60 бп к кривой ОФЗ

Индикаторы FX/ММ



Российская макроэкономика

- ⌚ **Банк России** в августе больше покупал валюты, чем продавал; границы плавающего 5-рублевого коридора остались прежними

Макроцифра

USD0.5 млрд. – **нетто-покупка валюты ЦБ**

Последние обзоры

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

Контакты и ссылки






☎ +7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

15:45	Пресс-релиз по итогам заседания ЕЦБ (16:30 – пресс-конференция Ж.-К. Трише)
16:30	Внешнеторговый баланс США за июль
16:30	Первичная и длящаяся безработица в США
18:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 2 сентября
21:00	Выступление главы ФРС Б. Бернанке перед Экономическим клубом в Миннесоте
03:00	Выступление президента США Б. Обамы перед обеими палатами Конгресса

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	256	-10
UST10	◀▶	2.02	+0.01
Russia 30 - UST 10	▼	203	-8
EUR/USD	▲	1.4097	+0.7%
Oil (Brent)	▲	115.8	+2.3%
VIX	▼	33.38	-3.62

ЕЦБ сохранит ставку, но может вернуться к нетрадиционным мерам стимулирования ликвидности; ждем снижения прогнозов по росту ВВП еврозоны и жестких комментариев по программе выкупа госбумаг

В четверг состоится очередное заседание Совета управляющих ЕЦБ. По нашим ожиданиям, регулятор, несмотря на заметное ухудшение перспектив экономического роста в регионе и очередное обострение долговых проблем, не будет снижать ставку с текущего уровня в 1.5%. Тем не менее мы ставим на смягчение тона регулятора в части инфляционных ожиданий (отказ от формулировки «высокая бдительность»), а также пересмотр в сторону снижения июньских прогнозов по экономическому росту на 2011 г.

Еще одной важной темой наверняка станет положение с банковской ликвидностью в еврозоне. Напомним, ситуация с ней начала ухудшаться еще в конце июля – начале августа, и, согласно высказываниям глав ведущих банков Европы, продолжает оставаться напряженной. Так, на повышенных уровнях остаются объемы 7-дневного кредитования банков со стороны ЕЦБ. Кроме того, согласно опубликованным накануне данным, итальянские банки заняли у ЕЦБ в августе EUR85 млрд. после того как в июле этот показатель подскочил почти вдвое – до EUR81 млрд. по сравнению с EUR41 млрд. в июне.

Мы полагаем, что в части улучшения ситуации с ликвидностью ЕЦБ может предпринять несколько шагов. В частности, регулятор может вернуться к практике долгосрочных механизмов рефинансирования (longer-term refinancing operation, LTRO), например, предоставив банковскому сектору неограниченные по сумме кредиты сроком на 12 месяцев. Напомним, в начале августа [ЕЦБ принял решение](#) провести дополнительный аукцион по 6-месячным кредитам без ограничения суммы в рамках LTRO, а также продлил практику предоставления 7-дневных кредитов банкам по фиксированной ставке и без ограничения суммы по крайней мере до конца текущего года. Еще одним способом исправить ситуацию с ликвидностью для ЕЦБ может стать снижение ставки по банковским депозитам на счетах в ЦБ с целью стимулировать межбанковский рынок.

Нам также было бы небезынтересно услышать комментарии главы регулятора Ж.-К. Трише по программе выкупа гособлигаций проблемных стран. Мы ждем достаточно жестких заявлений в адрес правительств стран еврозоны с целью побудить их как можно быстрее завершить реформу европейского стабфонда (EFSF), который мог бы заместить ЕЦБ на долговом рынке. Главе регулятора также наверняка придется ответить и на вопросы о возможной покупке кипрских госбумаг. Как сообщил накануне Reuters, минфин страны рассматривает возможность обратиться к ЕЦБ с просьбой начать выкуп гособлигаций Кипра с целью сбить доходности по ним.

Суд подтвердил право ФРГ на участие в bailout Греции, но дал больше полномочий парламенту в подобных вопросах; доходности госбумаг Италии и Испании снизились, а Греции – установили новые рекорды

Конституционный суд Германии накануне подтвердил законность участия страны в bailout Греции, что вызвало облегчение на долговом рынке еврозоны. Однако, с нашей точки зрения, подобная реакция рынков не совсем оправдана, учитывая вторую часть решения суда, а именно – обязать правительство получать согласие бюджетного комитета Бундестага (нижней палаты парламента) по вопросам предоставления финансовой поддержки другим странам. Это, во-первых, наверняка снизит скорость принятия, а значит, и эффективность, решений по данному вопросу. Кроме того, есть риск того, что данное решение побудит парламенты других стран еврозоны также потребовать повышения своего участия в подобных вопросах.

Тем временем в самой Греции ситуация продолжает стремительно ухудшаться. По информации Reuters, участвующие в переговорах с Афинами представители тройки международных кредиторов (Еврокомиссия, ЕЦБ и МВФ) буквально находятся на грани отчаяния, и уже устали от обсуждения одних и тех же проблем каждые три месяца. По

сведениям Reuters, тройка может потребовать от Греции компенсацию за невыполнения плановых показателей дефицита бюджета в 2011 г. в виде существенного расширения программы приватизации и ускоренного принятия структурных реформ. Сложившуюся ситуацию прекрасно отражает динамика 1-летних госбумаг Греции, доходность по которым накануне «взмыла» почти на 10 п.п. до 97%. Уверенный рост продолжает и доходность 2-летних обязательств Греции (+2.6 п.п. за день до 54.9%), а доходность по 10-летним бумагам в среду впервые превысила показатель в 20%.

Значительно лучше была и ситуация на долговых рынках Италии и Испании. Так, верхняя палата парламента Италии одобрила программу бюджетной экономии, а Испания приняла конституционную поправку, ограничивающую структурный дефицит бюджета страны нормами ЕС. Вкупе с положительным восприятием решения германского суда это привело к снижению доходности испанских 10-летних бумаг на 20 бп до 5%, а итальянских – на 15 бп до 5.26%.

Итоги торгов по еврооблигациям: улучшение внешнего фона подтолкнуло котировки вверх, но активность остается низкой; наибольший интерес был в бумагах Лукойла и Вымпелкома; считаем природу роста коррекционной и сохраняем пессимистический прогноз на сентябрь

Существенное улучшение внешнего фона и сопутствующий ему рост спроса на относительно более рискованные активы вызвал в среду положительную динамику на рынке российских еврооблигаций. Высокая активность сосредоточилась в бумагах Лукойла и Вымпелкома, однако общий по рынку торговый оборот был значительно меньше среднего за год значения.

В нефтегазовом секторе наибольшая активность (в противоположность предыдущим торговым сессиям) сконцентрировалась в бумагах Лукойла. Так, выпуски **Lukoil 17**, **Lukoil 19** и **Lukoil 20** поднялись в цене на 20-60 бп. Между тем рост котировок в долгосрочных бумагах ТНК-ВР и Газпрома не превысил 30 бп.

Во втором эшелоне участники рынка традиционно обратили внимание на евробонды Вымпелкома, подорожавшие на дальнем конце кривой на 50-100 бп. Выпуск другой телекоммуникационной компании, МТС, с погашением в 2020 г. поднялся в цене на 30 бп. Значительное увеличение стоимости наблюдалось также в еврооблигациях ТМК (+50-90 бп).

Среди квази-суверенных банков лучше остальных смотрелись длинные евробонды Сбербанка, подорожавшие на 60-70 бп, а также выпуски ВЭБа, прибавившие порядка 40 бп. Неплохо себя чувствовал и рублевый евробонд РСХБ: **RussAgrBank 16R** вырос в цене на 35 бп, чему, вероятно, способствовал среди прочего солидный рост стоимости нефти, благотворно сказывающийся на перспективах российской валюты. Из частных банков наиболее примечательная динамика наблюдалась на дальнем конце кривой Альфа-Банка: **AlfaBank 17N** и **AlfaBank 21** подорожали на 30-40 бп.

В суверенном сегменте вся активность сосредоточилась в индикативном выпуске **Russia 30**. По итогам торгов он подорожал на 44 бп до 119.83% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** продолжил сокращаться в среду, сузившись еще примерно на 10 бп до 203 бп.

Мы бы хотели обратить внимание на то, что даже в условиях заметно более благоприятного внешнего фона торговые обороты по российским евробондам в среду находились на достаточно низких уровнях (около USD50 млн. при среднегодовом значении в USD76 млн.). Кроме того, bid/ask спред по корпоративным еврооблигациям все еще находится на достаточно высоких значениях (около 80 бп против среднего уровня 50-70 бп с начала 2011 г.).

С нашей точки зрения, рост на зарубежных торговых площадках носил коррекционный характер и не был вызван существенными фундаментальными улучшениями в экономической ситуации. Мы сохраняем пессимистический взгляд на перспективы российских еврооблигаций по крайней мере до 20-х чисел сентября и предполагаем, что инвесторы не будут активно возвращаться на российский рынок публичного валютного долга даже в периоды (кратковременного) улучшения внешнего фона.

Открытие торгов по еврооблигациям: внешний фон нестабилен; ждем нейтрального открытия торгов; спикеры дня – Трише, Бернанке и Обама

Коррекционный стремительный рост, наблюдавшийся накануне на европейских и американских площадках, сегодня, вероятно, сойдет на нет. Это вызовет соответствующую реакцию в российских евробондах. Фондовые торги в Азии проходят разнонаправленно: **Nikkei 225** в плюсе лишь на 0.2%, а индексы материкового Китая снижаются на инфляционных опасениях. Фьючерс на индекс S&P 500 снижается на 0.2%. Цены на нефть имеют тенденцию к снижению и с утра в четверг находятся возле

отметки USD115.6 за баррель Brent, что лишь немногим больше значения на закрытии основных российских торгов в среду.

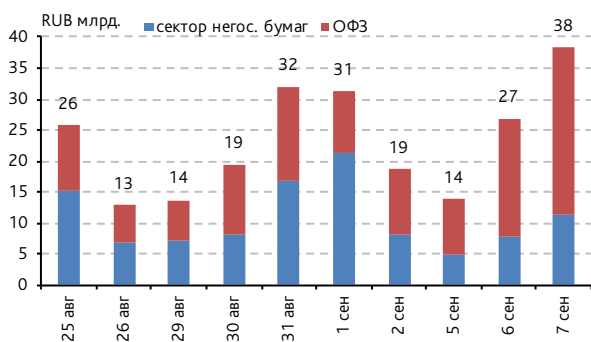
Четверг обещает быть крайне насыщенным экономическими событиями. Так, первую половину дня инвесторы проведут в ожидании сигналов из Франкфурта-на-Майне, где состоится заседание ЕЦБ и пресс-конференция главы регулятора Ж.-К. Трише, а затем переключат свое внимание на США, где в четверг состоится сразу два важных выступления. Глава ФРС Б. Бернанке будет говорить об экономике перед Экономическим клубом в Миннесоте. После публикации в среду очередной «Бежевой книги», констатирующей сохранение низких темпов роста экономики, инвесторы ждут от главы регулятора новых намеков на возможные формы QE3. Несколько часов спустя президент США Б. Обама представит Конгрессу свою программу по улучшению ситуации на ключевом для страны рынке труда.



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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	7.8%
от 1 до 1.5 лет	4.1%
от 1.5 до 2 лет	1.2%
от 2 до 3 лет	3.9%
от 3 до 5 лет	20.3%
> 5 лет	62.7%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.43%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.22%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.96%	6.5
Банки	7.58%	2.0
Корп 1 эшелон	7.18%	2.5
Корп 2 эшелон	7.78%	2.0

Улучшение внешнего фона и успешный аукцион ОФЗ 26204 способствовали активизации покупок в ОФЗ, в корпоративных выпусках оживления рынка не произошло

Улучшение ситуации на внешних рынках вчера способствовало успешности аукциона 7-летнего выпуска **ОФЗ 26204**: из предложенных RUB15 млрд. Минфин продал RUB14.8 млрд. при переспросе 1.2x. Отсечение заявок проходило по верхней границе озвученного накануне диапазона (7.95%), размещение состоялось со средневзвешенной доходностью 7.94%. На вторичном рынке по итогам дня выпуск подешевел на 8 бп (YTW 7.94%).

Удачное размещение длинного выпуска **ОФЗ 26204** способствовало росту активности в сегменте госбумаг, где совокупный объем сделок за день без учета РЕПО составил RUB27 млрд. Покупки шли по всему списку ликвидных бумаг в дюрации свыше 3.5 лет. В итоге **ОФЗ 25077**, **ОФЗ 25079** и **ОФЗ 26206** прибавили 20-30 бп. Умеренные обороты появились и в 10-летнем **ОФЗ 26205**, подорожавшем по итогам среды на 27 бп (YTW 8.01%), хотя в течение дня цена выпуска снижалась.

В корпоративных выпусках сопоставимого с ОФЗ оживления рынка не произошло. Тем не менее в первом эшелоне прошли покупки в длинном **ФСК ЕЭС-13** (+48 бп по цене, YTW 8.29%). Во втором эшелоне наиболее ликвидным выпуском был **АФК Система-4** с дюрацией менее 2 лет, прибавивший 79 бп (YTW 7.52%).



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

Денежный рынок

События денежного рынка

- 8 сен Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
- 14 сен Аукцион ОФЗ 26204 на RUB35 млрд.
- 14 сен Возврат с депозитов банков RUB9.15 млрд. Минфину
- 15 сен Аукцион ОБР-21 на RUB500 млрд. (расчеты на след. день)
- 15 сен Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды
- 15 сен Зачисление купона по ОФЗ 25076 на RUB4.3 млрд.

RUB МБК o/n intraday

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

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.00	3.50-3.75	3.35-3.65

Благоприятный фон на денежном рынке утратит актуальность с началом налогов; бюджет остается в плюсе – негативно для ставок money market

Бюджетные средства продолжают поступать в систему, постепенно наполняя балансы ЦБ, которые по состоянию на сегодняшнее утро прибавили RUB19.3 млрд. до RUB928 млрд. Аукцион **ОФЗ 26204**, на котором фактически было привлечено около 99% заявленного объема – RUB14.8 млрд., не сказался на ликвидности, поскольку был компенсирован за счет встречного зачисления на депозиты банков RUB10 млрд. (аукцион Минфина от 06.08.11) и RUB3.6 млрд. от выплаты купонов по ОФЗ. Итогом расчетов среды стало поступление на депозиты RUB36.4 млрд. (прирост до RUB363.5 млрд.), в том числе за счет изъятия с корсчетов RUB17.1 млрд. (снижение до RUB564.5 млрд.). При этом чистая ликвидная позиция выросла до RUB275.3 млрд.

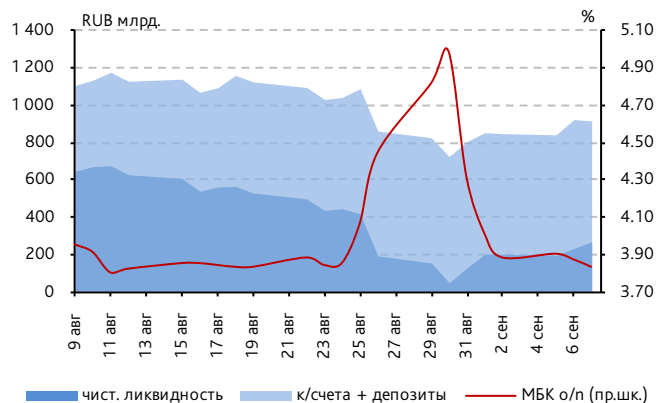
На фоне восстановления ликвидности ставки денежного рынка остаются приемлемыми. Так, МБК овернайт для банков 1-го круга днем стоит не выше 3.75%, а к вечеру ставки опускаются до 3.35-3.65%. Ставки междилерского РЕПО опустились до месячных минимумов – 4.51% под залог ОФЗ и 4.45% - под залог облигаций 1-го эшелона. Мы ожидаем, что тенденция пополнения запасов банковской системы за счет бюджетных средств, равно как и сопряженное с этим удешевление фондирования сохранит свою актуальность вплоть до середины месяца.

Со слов министра финансов Алексея Кудрина, по предварительным данным профицит бюджета по итогам августа вырос до RUB760.0 млрд. против RUB722.65 млрд. на конец июля. Из этого следует, что профицит в августе – предположительно порядка RUB40 млрд. превышает июльские цифры в RUB19.1 млрд. Для денежного рынка это означает, что стерилизационный эффект от бюджетной политики на ликвидность в минувшем месяце не ослаб, а это увеличивает вероятность всплеска после окончания налогов в конце сентября подобного тому, который мы наблюдали в июле.

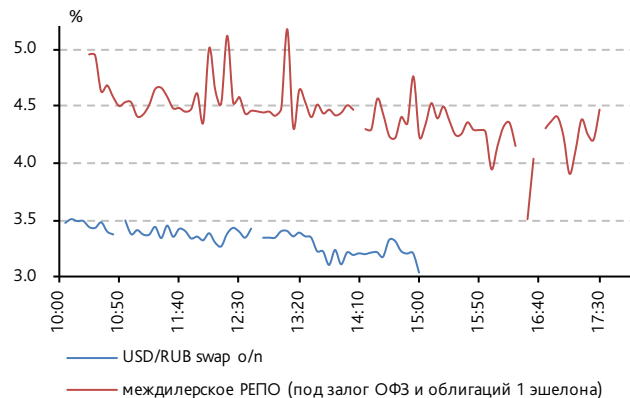



Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday




Кредитные комментарии
Отчетность Альфа-Банка за 1П 2011: снижение чистой процентной маржи не позволило получить больше прибыли, несмотря на рост кредитования; нейтрально относимся к бумагам банка

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Альфа-Банк опубликовал консолидированную отчетность за 1П 2011 г. по МСФО, которую мы оцениваем нейтрально. Значительный рост кредитного портфеля был отчасти продиктован валютной переоценкой, а снижение чистой процентной маржи и операционной эффективности не позволили банку улучшить показатели рентабельности. Сегодня банк планирует провести телеконференцию с инвесторами и аналитиками, в ходе которой мы, вероятно, услышим актуализированные прогнозы банка по развитию бизнеса во 2П 2011 г.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЛЬФА-БАНКА

МСФО, USD млрд.	2008	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	1.4	1.1	1.3	0.7
Чистые комиссионные доходы	0.3	0.3	0.3	0.2
Операционные доходы до резервов	2.2	1.5	1.9	0.9
Операционные расходы	-0.8	-0.7	-0.8	-0.5
Отчисления в резервы	-1.1	-0.7	-0.4	-0.1
Чистая прибыль	0.2	0.1	0.6	0.3
Денежные средства	3.9	2.0	3.2	2.6
Ценные бумаги	1.0	2.9	4.4	4.6
Кредитный портфель, гросс	19.2	15.0	18.2	21.4
Резервы	-1.2	-1.5	-1.4	-1.4
Кредитный портфель, нетто	18.0	13.4	16.8	20.0
Средства кредитных организаций	2.0	0.9	2.1	1.8
Средства клиентов, в т.ч. частных клиентов	12.6 6.1	13.7 6.9	16.8 8.1	18.8 9.2
Долговые ценные бумаги размещенные	2.4	1.6	4.1	4.9
Субординированный долг	0.5	1.7	1.4	1.5
Собственный капитал	2.2	2.7	3.1	3.5
Активы	27.1	21.6	28.5	31.5
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	11.5%	3.2%	19.1%	16.8%
Доходность активов (ROAA)	0.9%	0.3%	2.2%	1.8%
Расходы/Доходы	36.6%	51.3%	44.0%	54.9%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.4%	4.9%	5.5%	5.0%
NPLs (свыше 1 дня)/Кредиты	10.8%	21.2%	4.7%	4.7%
Резервы/NPLs (x)	0.6	0.5	1.6	1.4
Стоимость риска	5.5%	3.5%	2.2%	0.5%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	8.2%	13.1%	12.6%	н.д.
Достаточность капитала (TCAR)	9.2%	20.2%	18.2%	н.д.

Источник: данные банка, НБ «Траст»

В 1П 2011 г. **кредитный портфель** банка до отчислений в резервы увеличился на 17.9% до USD21.4 млрд. Однако данный прирост был отчасти продиктован валютной переоценкой (валютные кредиты составляют 30-40% от всех займов). Так, объем кредитов в рублевом эквиваленте прибавил менее 9% за 1П 2011 г.

Доля NPLs (свыше 1 дня) в портфеле осталась на прежнем уровне в 4.7%, хотя в абсолютном выражении объем просроченных займов вырос на 18.1% (+8.8% в рублевом эквиваленте). Качество розничных кредитов ухудшалось более быстрыми темпами, что привело к росту доли NPLs на 0.5 п.п. до 5.0% за 1П 2011 г. Уровень просроченных кредитов юридическим лицам сохранился в размере 4.7% от корпоративного заемного портфеля. Покрытие проблемных ссуд резервами находится на комфортном уровне в 1.4x, что при активном росте кредитного портфеля позволило банку снизить стоимость риска (0.5% в 1П 2011 г. против 2.2% в 2010 г.).

Чистая процентная маржа продолжила демонстрировать негативную динамику: сокращение, по нашим оценкам, составило 0.6 п.п. со 2П 2010 г. до 5.0% в 1П 2011 г. Стабилизации NIM не способствовал даже рост доли в кредитном портфеле более прибыльных кредитов розничным клиентам и компаниям МСБ (+1.7 п.п. до 15.6% в сумме). Снижение маржинальности бизнеса в совокупности

Альфа-Банк	Ва1/ВВ-/В-
МСФО, 1П 2011	
Кредиты, USD млрд.	21.4
NIM	5.1%
NPLs (+1 дней)	4.7%

с ростом операционных издержек не позволили банку нарастить показатели рентабельности (ROAE 16.8% против 19.1% в 2010 г.), несмотря на активную экспансию рынка кредитов. Впрочем, заметим, что уровень отдачи все еще находится на высоком для универсального банка уровне.

К основным рискам кредитного профиля банка мы по-прежнему относим высокий уровень концентрации отдельных клиентов в активной и пассивной частях баланса. Так, по итогам 1П 2011 г. на 10 крупнейших клиентов приходится 27.6% от кредитного портфеля и 29.1% клиентских средств. Отметим, что за 1П 2011 г. доля кредитов связанным сторонам снизилась на 0.4 п.п. до 7.4% в заемном портфеле, однако в фондировании доля средств связанных сторон увеличилась на 3.2 п.п. до 15.1% от клиентских средств.

Рублевый выпуск Альфы-Банка неликвиден. Мы также нейтрально смотрим на еврооблигации Альфа-Банка на данный момент. Впрочем, при восстановлении позитивного отношения инвесторов к развивающимся рынкам бумаги Альфа-Банка, как наиболее качественного представителя частных российских банков, способны продемонстрировать опережающую рынок динамику.



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

Группа ГАЗ намерена заместить RUB22 млрд. 5-летнего кредита от 18 банков на 9.5-летние рублевые бонды; думаем, что на первом этапе держателями бумаг станут банки-кредиторы, уйти в рынок данные бумаги могут хотя бы при 5-летнем пут-опционе и с доходностью не менее УТР 15%

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что в новой реструктуризации долгов ГАЗа заинтересованы, прежде всего, текущие банки-кредиторы компании и с высокой долей вероятности именно они станут держателями публичного долга компании. Замена кредитов облигациями дает им большую свободу и подразумевает, что с некоторыми оговорками облигационный долг может быть перепродан. Мы считаем, что размещение RUB22 млрд. облигаций ГАЗа на открытом рынке в текущих условиях невозможно даже теоретически, а уж тем более для ГАЗа невозможен выигрыш по ставке. Текущая ставка 5-летнего кредита предполагает 12.25% годовых и является обременительной для автопроизводителя, и нам сложно представить, чтобы даже с 3–5-летней офертой ГАЗ мог бы занять на публичном рынке ниже. Наконец, 9.5-летний срок – чрезмерно длинная дюрация, недоступная даже для качественных и низкорисковых заемщиков. Напомним, что бумаги такой срочности на рынке имеют считанное число имен, включая ВЭБ, и лишь недавно этот рубеж (10 лет без оферты) покорился ФСК, имеющей рейтинги инвестиционной категории.

Мы обращаем внимание, что операционные показатели ГАЗа в последнее время выглядят не очень сильно: компания не может похвастаться ни высокой рентабельностью по EBITDA, ни умеренной долговой нагрузкой. Отчетность компании по МСФО за 2010 г. показывает, что прошлым году EBITDA margin составила порядка 7%, а долговая нагрузка эмитента по показателю «Чистый долг/EBITDA» превышает 5.6x. Несколько сглаживает тяжелое финансовое положение положительный операционный денежный поток в RUB4.5 млрд и невысокие инвестиции. Отрадно также, что совокупный долг компании не растет с момента реструктуризации и пока балансирует на отметке в RUB43 млрд. Правда, процентные платежи по долгу съедают всю величину EBITDA и значительно уменьшают свободные денежные потоки.

Мы думаем, что теоретическая возможность выхода облигаций ГАЗа на публичный рынок (хотя бы частично) все же существует. Другое дело, что без оферты хотя бы в 5 лет сделать это будет сверхсложно. Но даже в этом случае потенциального инвестора можно будет заинтересовать эффективной доходностью никак не ниже 15% годовых.



Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Группа ГАЗ	NR
<i>МСФО, 2010</i>	
Выручка, RUB млрд	96.7
EBITDA margin	7.0%
Долг/EBITDA	6.4

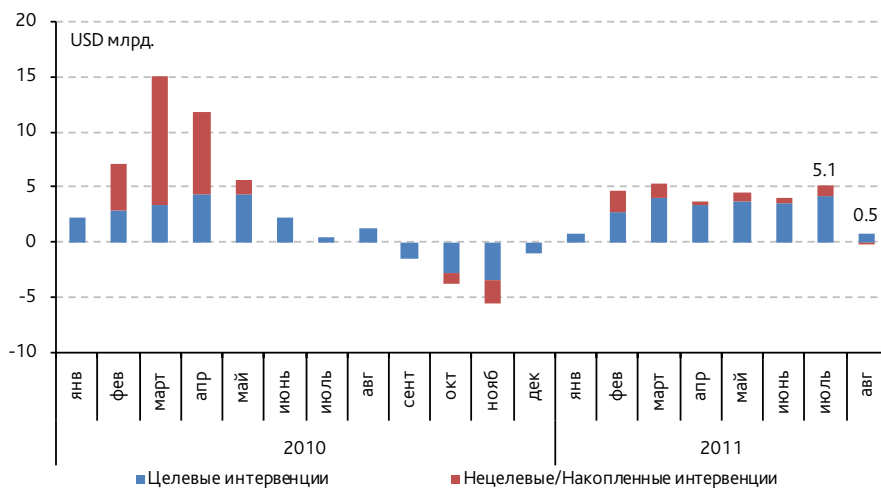
Российская макроэкономика

Банк России в августе больше покупал валюты, чем продавал; границы плавающего 5-рублевого коридора остались прежними

В августе 2011 г. ЦБ и покупал, и продавал иностранную валюту. Величина нетто-покупки валюты составила в долларовом эквиваленте USD0.49 млрд. (USD1.2 млрд. покупок за вычетом USD0.71 млрд. продаж), из которых USD261 млн. и EUR160 млн.

КОММЕНТАРИЙ

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ИНТЕРВЕНЦИЙ БАНКА РОССИИ, 2010-2011



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

Благодаря высокой цене на нефть и сохранению сильных позиций платежного баланса по текущему счету, до августа ЦБ был чистым покупателем иностранной валюты, приобретая с начала 2011 г. USD28.1 млрд. Купив порядка USD1.2 млрд., Банк России был вынужден перейти к продажам валюты (USD0.71 млрд.) в начале августа для противодействия спекулятивному ослаблению рубля по корзине выше RUB35.1 из-за резкого падения глобальных фондовых индексов. Немаловажно, что в структуре интервенций ЦБ (как покупок, так и продаж) по-прежнему преобладают целевые интервенции.

Напомним, что с 1 марта 2011 г. ЦБ сдвигает границы плавающего коридора на 5 копеек вниз/вверх каждый раз, когда суммарный объем интервенций, превышающих целевые покупки/продажи («накопленные» или «нецелевые» интервенции), достигает USD600 млн. На 1 августа граница целевого коридора предположительно находилась на уровне RUB32.15-37.15. Нецелевые покупки валюты в августе, по нашим расчетам, составили лишь USD200 млн., а продажи – USD400 млн. Из этого следует, что в августе Банк России едва ли сдвигал плавающий коридор. Такое положение вещей не противоречит динамике бивалютной корзины, стоимость которой за исключением всплесков в начале месяца преимущественно находилась в том диапазоне, где ЦБ вообще не проводит интервенций.



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
31 авг	ТрансФин-М-13бо	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-12бо	0.5	8.50%	3	8.68%
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	8.50%	5*	8.68%
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	12.50%	1*	13.08%
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-3бо	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-1бо	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-1бо	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-1бо	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-6бо	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-4бо	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-5бо	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-2бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-1бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-7бо	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-1бо	1.5	11.00%	3	11.30%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
20 сен	ВЭБ-лизинг-6	10.0	н.д.	3*

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

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
13 сен	МосЭнерго-1	5.0
14 сен	НК Альянс-1	3.0
15 сен	Запсибкомбанк-1	1.5
20 сен	СатурнНПО-2	2.0
20 сен	Русский Стандарт-7	5.0
22 сен	НОК-2	0.2
23 сен	МетроСтрой	1.5
27 сен	Разгуляй Фин.-2	2.0
29 сен	ОГК5-01	5.0
5 окт	КВАРТ	0.3
5 окт	ВТБ24-1	6.0
6 окт	ФСК ЕЭС-04	6.0
10 окт	Газпромбанк-3	10.0
11 окт	Красноярск-11	0.0
12 окт	ХКФ Банк-4	3.0
18 окт	МДМ Банк-05	3.0
18 окт	ПромТрактор-2	3.0
19 окт	Белгородская Обл-4	1.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынковsales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru**Руководитель дирекции****Дмитрий Игумнов**

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru**Макроэкономика и стратегия****Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Мария Помельникова**

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Торговые операции****Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru**Клиентские продажи****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Кредитный анализ****Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

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

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

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

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