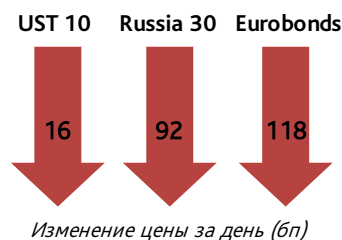


Навигатор долгового рынка

12 октября началось голосование Cbonds Awards 2011. Если Вы являетесь нашим читателем и находите аналитику «Траст» полезной, мы будем благодарны за Ваш голос в номинациях «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и «Лучшая макроаналитика». Голосование доступно по ссылке <http://www.cbonds.info/rus/vote/votes.php/params/id/85>

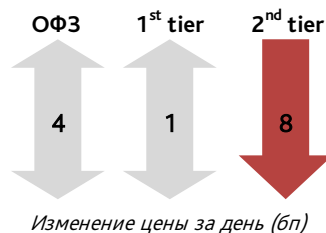
Глобальные рынки и еврооблигации

- На глобальных рынках выраженного вектора торгов по-прежнему нет: **высокая волатильность и пониженные обороты**
- Германия и Франция** договорились провести еще один саммит ЕС не позднее 26 октября; важных решений после воскресной встречи не будет; цель будущей недели – избежать «еврогеддона»
- Проект решений саммита ЕС: банки реструктурируют в случае нерыночной докапитализации; выделение средств EFSF на кредиты **Италии и Испании** истощит ресурсы фонда; механизм объединения EFSF и ESM непонятен
- Итоги торгов по еврооблигациям:** сильное снижение котировок на негативе из Европы; **Russia 30** полностью ликвидировал рост с начала недели
- Открытие торгов по еврооблигациям:** отложенные решения по долговому кризису в ЕС обусловят сохранение нисходящего тренда в евробондах; сегодня в преддверии судьбоносных для ЕС выходных состоится заседание Еврогруппы
- S&P:** **Франция** лишится наивысшего рейтинга при любом из двух стресс-сценариев; рейтинги **Португалии, Испании и Италии** потеряют еще одну-две ступени



Рублевые облигации и денежный рынок

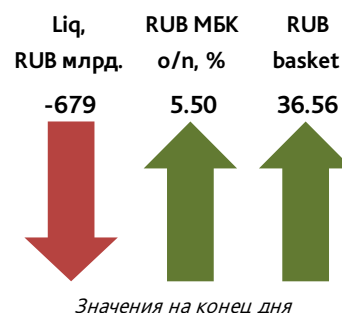
- Смена настроений на внешних рынках вызвала продажи в среднем сегменте ОФЗ; в корпоративном секторе наиболее активными вновь были выпуски **Башнефти**
- Доступ банков к ликвидности госструктур: важные уточнения по составу участников; **АКБ Пересвет** и **Первобанк** полностью соответствуют требованиям для участия в аукционах **Фонда ЖКХ**
- Очередной существенный отток **ликвидности** по итогам уплаты НДС; новый локальный минимум по чистой ликвидной позиции банков по операциям с ЦБ соответствует значениям сентября 2009
- ЦБ РФ** сообщил о продаже USD4 млрд. с начала октября; исходя из ценовых уровней бивалютной корзины и числа сдвигов границ 5-рублевого коридора, а также ранее озвученных регулятором накопленных интервенциях в USD1.18 млрд. 4 октября, с начала месяца ЦБ продал внутри коридора USD2.2 млрд.



Кредитные комментарии

- Банк Москвы** опубликовал отчетность за 1П 2011 по МСФО, не продемонстрировав весь масштаб проблем; нейтрально смотрим на бонды банка
- Банк «Ренессанс Кредит»** выбывает из борьбы за покупку российской «дочки» **Barclays Bank**; актив купит Игорь Ким, но для **Банка «Восточный»** это нейтрально; евробонд **RenCap 13** находится под давлением и только в октябре потерял 6 п.п.
- МДМ Банк** нарастил показатели рентабельности в 1П 2011, но кредитный портфель снижается, как и операционная эффективность бизнеса; бумаги банка неинтересны
- Месяц назад **Михайловский ГОК** предоставил гарантии по еврооблигациям **Металлоинвеста**; права на досрочный выкуп не возникло; на текущих уровнях доходности бонд компании неинтересен
- Промсвязьбанк** привлек кредит объемом USD350 млн. по LIBOR+1.9%; низкая стоимость привлечения средств позитивна для банка и нейтральна для бондов
- Лукойл** готовится к продаже убыточного **Одесского НПЗ**; предварительная оценка USD0.5-1.0 млрд.; на фоне операционного денежного потока в USD15 млрд. и инвестиций в USD10 млрд. влияния на кредитное качество сделка не окажет

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 19 октября Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур
- 12 октября ЕЦБ: денежно-кредитная политика в стиле post-Lehman
- 12 октября Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию
- 6 октября Стратегия долговых рынков: октябрь 2011 г.
- 27 сентября Банковская система в августе: кредитный бум

Контакты и ссылки






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

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

- 11:40 Выступление главы ЕЦБ Ж.-К. Трише
- 16:00 Заседание Еврогруппы в преддверии саммита ЕС 23 октября
- 19:00 Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD4.25-5 млрд.
- 21:00 Выступление главы ФРБ Миннеаполиса Н. Кочерлакоты
- 21:20 Выступление главы ФРБ Далласа Р. Фишера

Ключевые индикаторы

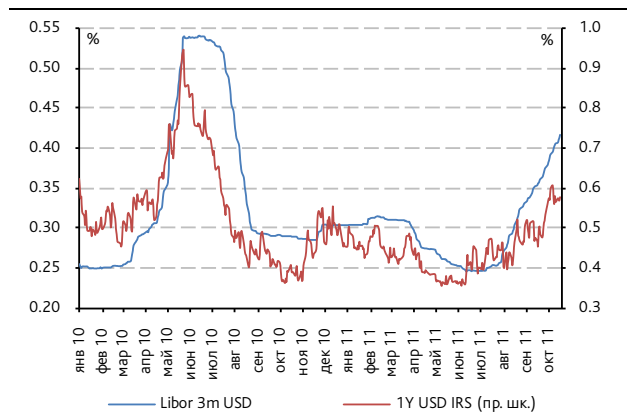
EMBI+ spread	▲	297	+11
UST10	◄►	2.19	+0.02
Russia 30-UST 10	▲	243	+12
EUR/USD	▲	1.3775	+0.2%
Oil (Brent)	▲	109.8	+1.1%
VIX	▲	34.78	+0.34

На глобальных рынках выраженного вектора торгов по-прежнему нет: высокая волатильность и пониженные обороты

Четких настроений в основных глобальных активах ни «за» покупки, ни «против» по-прежнему не чувствуется. Ключевым фактором напряженности остается ситуация в еврозоне, где все также отсутствует единогласное решение участников по стабилизации ситуации, хотя бы на короткий период, в то время как европейские финансовые институты сохраняют ярко выраженную потребность в короткой ликвидности. О последнем свидетельствует продолжающаяся восходящая динамика ставок money market: 3-месячный долларový LIBOR вырос уже до 0.416% по итогам вчерашнего дня (см. диаграмму 1).

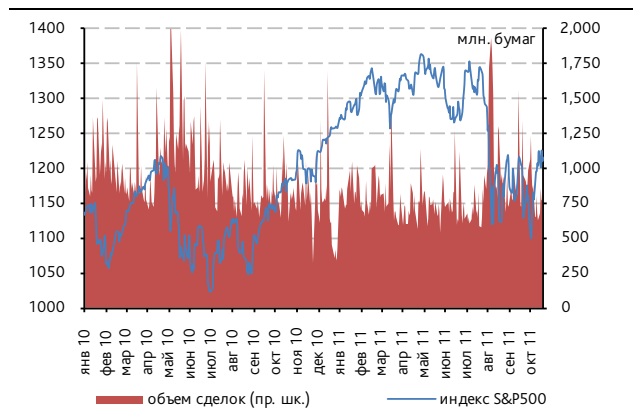
Несмотря на то что широкий индекс американского рынка акций **S&P 500** заметно отошел от последних минимумов, объем сделок по бумагам, входящим в расчет индекса, остается пониженным (см. диаграмму 2). По нашему мнению, до снижения наблюдаемой в последние недели волатильности ждать возвращения объемов на рынок не стоит. Последнее относится ко всем классам глобальных активов, несмотря на то что снизившуюся активность мы продемонстрировали на примере рынка акций.

ДИАГРАММА 1. КОРОТКИЕ ДОЛЛАРОВЫЕ СТАВКИ: РЫНОК МБК И ПРОЦЕНТНЫЕ СВОПЫ



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. S&P 500: ДИНАМИКА ИНДЕКСА И ОБОРОТ ТОРГОВ ПО БУМАГАМ, ВХОДЯЩИМ В СПИСОК ЕГО РАСЧЕТА



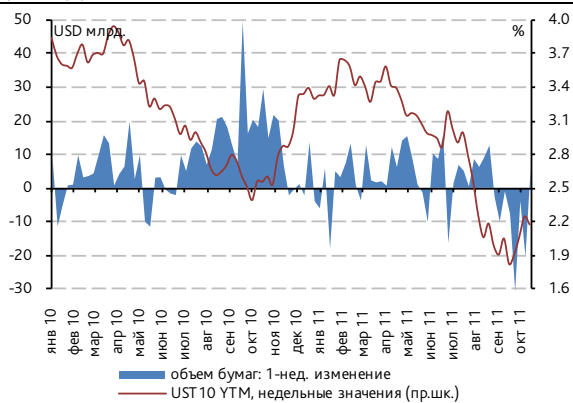
Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Еженедельные данные по балансу ФРС, опубликованные вчера и охватывающие период 13-19 октября, показали рост спроса со стороны нерезидентов на суверенные долговые бумаги Минфина США (казначейские облигации и векселя). Остатки на депозитарных счетах данной категории покупателей выросли впервые за 8 недель на USD5.6 млрд. по среднечасовому показателю за неделю (см. диаграмму 3).

Как мы понимаем, текущие уровни доходностей на рынке UST (2.20% по **UST10**) в сложившихся рыночных условиях рассматриваются как привлекательные для покупок. Мы в свою очередь также полагаем, что игра на возврат к недавно достигнутым казначейскими облигациями США уровням по доходности (1.80% по **UST10**) от текущих уровней является разумной.

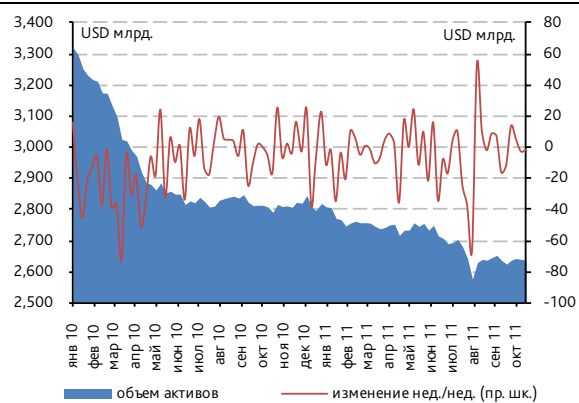
Несмотря на присутствие покупок в рисковом активах в последние дни, существенного оттока средств из фондов, инвестирующих в консервативные активы, не наблюдается (см. диаграмму 4). Так, еженедельные данные по динамике активов американских взаимных фондов денежного рынка, публикуемые ассоциацией инвестиционных институтов США ICI, за неделю 13-19 октября показали их незначительное снижение на USD2.0 млрд. С начала октября активы американских взаимных фондов, инвестирующих в инструменты money market, практически не изменились, показав прирост в USD0.1 млрд. Соответственно участники рынка пока не видят оснований для предъявления спроса на риск и выхода из защитных активов.

ДИАГРАММА 3. 1-НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST И US T-BILLS НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ В ФРС И СХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2010 – ОКТЯБРЬ 2011



Источник: Board of Governors of Federal Reserve System, Reuters, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. ОБЪЕМ АКТИВОВ ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА США, ЯНВАРЬ 2010 – ОКТЯБРЬ 2011



Источник: Investment Company Institute (ICI), НБ «Траст»

Германия и Франция договорились провести еще один саммит ЕС не позднее 26 октября; важных решений после воскресной встречи не будет; цель будущей недели – избежать «еврогеддона»

Глобальные рынки накануне находились под давлением очередного проявления слабой договороспособности европейских политиков: Германия и Франция были вынуждены официально объявить о том, что саммит ЕС 23 октября не принесет прорыва в урегулировании долгового кризиса в регионе. Согласно совместному заявлению лидеров двух стран, на следующей неделе (самое позднее 26 октября) состоится еще один саммит ЕС, на котором и будут приняты решения по EFSF, докапитализации банков и повышению степени экономической интеграции и управления в Европе.

Отдельной темой, как ожидается, станет увеличение доли списаний по греческим госбумагам со стороны частного сектора с текущих 21%. Напомним, Германия лоббирует увеличение этой доли до 50-60%, в то время как Франция опасается неприемлемого удара по своей банковской системе при реализации данного сценария.

Мы считаем, что в случае отсутствия существенных договоренностей по долговой проблематике на втором саммите ЕС рынки могут на следующей неделе вновь войти в фазу падения и крайне высокой волатильности. Предпосылок именно для такого развития событий более чем достаточно, учитывая полярные мнения Берлина и Парижа по вопросу EFSF и объему списаний греческого госдолга частным сектором.

Проект решений саммита ЕС: банки реструктурируют в случае нерыночной докапитализации; выделение средств EFSF на кредиты Италии и Испании истощит ресурсы фонда; механизм объединения EFSF и ESM непонятен

Ведущие информагентства и деловые западные СМИ (Bloomberg, FT и WSJ) накануне смогли получить доступ к проектам решений саммита ЕС по вопросу докапитализации банков и увеличения мощи EFSF. В частности, банки, которые будут вынуждены воспользоваться средствами национального правительства или EFSF, должны будут пройти обязательную процедуру реструктуризации. Это может подогреть опасения рынка, что банки скорее пойдут на продажу активов, чем согласятся с такими условиями «поддержки».

В свою очередь EFSF, согласно проекту, сможет предоставлять странам еврозоны «упредительные» кредиты на сумму 2-10% от ВВП страны. Если учесть, что часть общего объема фонда (EUR440 млрд.) уже зарезервирована на поддержку Ирландии и Португалии (совокупно EUR44 млрд.), то в случае выделения максимального кредита Испании и Италии в распоряжении EFSF останется лишь около EUR125 млрд., что никак не вписывается в концепцию «сильного» ответа на долговой кризис. Каких-либо способов наращивания экономической мощи EFSF через левверидж или использование его средств для гарантирования долга проблемных стран в планах не содержится.

Отметим, что Bloomberg сообщило любопытную подробность касательно временного по сути EFSF и его будущего постоянного преемника – Европейского стабилизационного механизма (ESM, European Stability Mechanism), объем которого должен составить EUR500 млрд. Еврочиновники рассматривают идею не замещать один фонд другим, а совместить их, доведя тем самым общую сумму почти до EUR1 трлн. Подчеркнем, нам не совсем ясен механизм этой операции, учитывая, что Германия категорически не согласна и далее наращивать свое финансовое участие в спасении «периферии».

Итоги торгов по еврооблигациям: сильное снижение котировок на негативе из Европы; Russia 30 полностью ликвидировал рост с начала недели

Негатив из Европы в четверг привел к массивным продажам в российских евробондах, проходивших на фоне крайне высокой активности. Торговый оборот в целом по рынку в три раза превысил среднегодовой уровень и достиг USD218 млн., из которых около 80% пришлось на суверенные бумаги.

В нефтегазовом секторе основная активность сосредоточилась на среднем участке кривой Газпрома, где снижение котировок составило 1-1.6 п.п. Долгосрочные выпуски газового монополиста потеряли около 2 п.п. Во втором эшелоне основные продажи прошли по бумагам Вымпелкома и металлургических компаний: снижение котировок составило в среднем 1-1.3 п.п. В банковском секторе на аналогичную величину подешевели длинные еврооблигации Сбербанка. Евробонды ВТБ потеряли 0.6-1 п.п.

Суверенные российские евробонды также показали ярко выраженную отрицательную динамику. Индикативный выпуск **Russia 30** по итогам торгов потерял около «фигуры», опустившись до минимальной за неделю отметки в 116.46% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** расширился на 12 бп до 243 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: отложенные решения по долговому кризису в ЕС обусловят сохранение нисходящего тренда в евробондах; сегодня в преддверии судьбоносных для ЕС выходных состоится заседание Еврогруппы

Внешний фон пятницы представляется смешанным. Решение лидеров Германии и Франции отложить принятие важных решений до будущей среды разочаровало рынки, однако участники все еще надеются на достижение компромисса. Азиатские фондовые площадки находятся в незначительном минусе (**Nikkei 225** снижается на символические 0.01%), однако фьючерс на **S&P 500** растет (+0.4%). Между тем стоимость барреля Brent, немного восстановившаяся накануне, практически не изменилась с момента закрытия основных торгов в России и сейчас находится на отметке USD109.5.

Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся сегодня с небольшого снижения котировок, однако активность инвесторов наверняка будет невысокой. Тем не менее новый всплеск продаж не исключен при поступлении очередных разочаровывающих сообщений из Европы.

Из важнейших событий дня отметим, прежде всего, заседание Еврогруппы, которое в субботу перейдет во встречу министров финансов уже всех 27 стран Евросоюза. Завершится неделя саммитом ЕС, который, как оказалось, станет лишь площадкой для дискуссий и не принесет важных решений. Сегодня стоит также обратить внимание на выступления главы ЕЦБ Ж.-К. Трише и нескольких представителей ФРС.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Алексей Тодоров

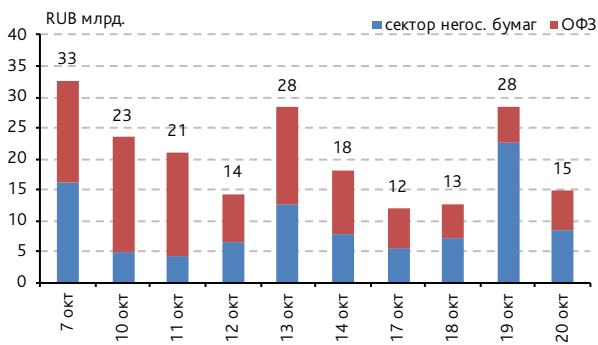
+7 495 647-23-62

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	41.4%
от 1 до 1.5 лет	8.4%
от 1.5 до 2 лет	3.2%
от 2 до 3 лет	11.0%
от 3 до 5 лет	31.2%
> 5 лет	4.8%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.21%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	8.10%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.46%	6.5
Банки	8.17%	1.5
Корп 1 эшелон	7.87%	2.5
Корп 2 эшелон	8.97%	2.0

Смена настроений на внешних рынках вызвала продажи в среднем сегменте ОФЗ; в корпоративном секторе наиболее активными вновь были выпуски Башнефти

Произошедшая на внешних рынках смена конъюнктуры, вызванная очередным откладыванием решений по долговому кризису в ЕС, привела в четверг к продажам на рынке рублевых облигаций. Между тем торговая активность была невысока: оборот в целом по рынку составил RUB15 млрд., на сектор госбумаг пришлось RUB6 млрд.

Под основным давлением оказался средний сегмент кривой ОФЗ (дюрация 2.5-4.5 года). Так, на 30-40 бп подешевели выпуски **ОФЗ 25077** и **ОФЗ 25079**. Кроме того, **ОФЗ 26204** и **ОФЗ 26206** потеряли 20-50 бп.

Выпуски Башнефти продолжили в четверг занимать верхние строчки в списке наиболее активно торгуемых бумаг. Причиной, напомним, послужило решение Башнефти о выкупе с рынка всех трех обращающихся рублевых выпусков по цене 105% от номинала. Тем не менее существенные колебания были отмечены лишь в выпуске **БашНефть-1**, поднявшемся в цене на 20 бп. Еще раз обратим внимание на нашу рекомендацию держателям публичного долга эмитента воспользоваться его предложением и предъявить бумаги к оферте.

Доступ банков к ликвидности госструктур: важные уточнения по составу участников; АКБ Пересвет и Первобанк полностью соответствуют требованиям для участия в аукционах Фонда ЖКХ

19 октября мы опубликовали специальный обзор «Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур». Среди источников ликвидности, доступных кредитным организациям на аукционной основе, были рассмотрены аукционы по размещению временно свободных средств государственной корпорацией «Фонд содействия реформированию жилищно-коммунального хозяйства». Одним из важнейших критериев доступа кредитных организаций к данному источнику фондирования является величина собственных средств на последнюю отчетную дату, а именно не менее RUB5 млрд.

Немалая часть российских банков не публикует на сайте ЦБ РФ форму 134 «Расчет собственных средств (капитала)», которая основывается на требованиях Положения ЦБ РФ от 10.02.2003 № 215-П «О методике определения собственных средств (капитала) кредитных организаций» с актуальными изменениями и дополнениями. В этой связи при расчете капитала мы в большинстве случаев руководствовались данными формы 101 «Оборотная ведомость по счетам бухгалтерского учета кредитной организации», а также исходили из определения капитала в соответствии с методологией составления отчетности по форме 0409806 Указания ЦБ РФ № 2089-У «О порядке составления кредитными организациями годового отчета». Именно по этой причине мы исключили из числа потенциальных участников аукционов Фонда ЖКХ два банка – Пересвет и Первобанк.

Исходя из данных формы 134, мы опровергаем наше заключение о несоответствии банков АКБ «Пересвет» (ЗАО) и ОАО «Первобанк» предъявляемому Фондом ЖКХ требованию о величине капитала не менее RUB5 млрд. По состоянию на 01.09.2011 и 01.10.2011, объем собственных средств АКБ «Пересвет» составляет RUB6.02 млрд. и RUB6.22 млрд. Для ОАО «Первобанк» эти величины составляют соответственно RUB5.55 млрд. и RUB5.36 млрд. Таким образом, обе кредитные организации полностью соответствуют критериям для участия в аукционах Фонда.

Считаем нужным добавить, что в числе критериев, которым банки должны соответствовать для размещения временно свободной ликвидности Фонда ЖКХ, отсутствует требование к участию в Системе страхования вкладов (ССВ).

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

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



Денежный рынок

События денежного рынка

25 окт	Аукцион Минфина по размещению средств ФБ (RUB80 млрд., 84 дня)
25 окт	Уплата акцизов и НДС за сентябрь
26 окт	Возврат Минфину RUB64.8 млрд. бюджетных средств с депозитов
26 окт	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB10 млрд.
28 окт	Уплата налога на прибыль за сентябрь
2 ноя	Возврат Минфину RUB97.2 млрд. бюджетных средств с депозитов

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.25	5.00	5.50	5.25/5.75
2-й круг	5.00/5.50	5.25	5.75	5.50/6.00

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.25	5.25-5.50	5.25-5.75

Очередной существенный отток ликвидности по итогам уплаты НДС; новый локальный минимум по чистой ликвидной позиции банков по операциям с ЦБ соответствует значениям сентября 2009

Судя по существенному оттоку ликвидности из системы по итогам вчерашнего дня (который являлся завершающим днем уплаты НДС), наше предположение о том, что большая часть расчетов по налогу прошла накануне, видимо, не совсем корректно. Суммарные остатки на корсчетах и депозитах по итогам четверга уменьшились на RUB123.9 млрд. до RUB809.4 млрд. притом, что сумма налога к уплате, по нашим оценкам, составляла RUB200-220 млрд. Чистая ликвидная позиция банков сократилась до -RUB678.8 млрд., снизившись на RUB171.1 млрд. относительно уровня среды. Этот новый локальный минимум показателя соответствует уровням сентября 2009 г.

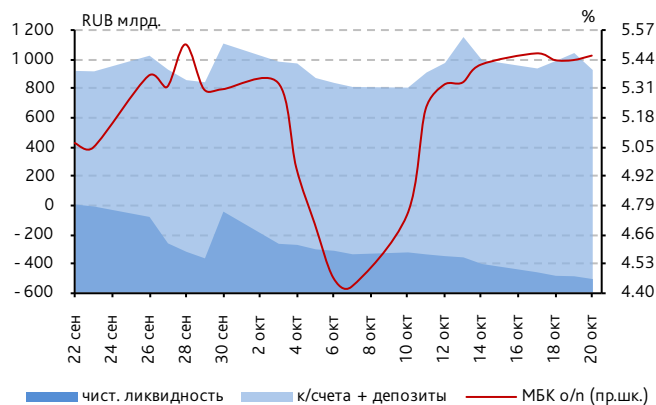
Тем не менее мы не увидели существенного роста спроса на однодневное аукционное РЕПО с ЦБ: банки вчера взяли RUB263.2 млрд. против RUB217.2 млрд. в среду. Выраженного роста ставок междилерского РЕПО, как наиболее доступного для банков источника ликвидности в рамках money market, также практически не последовало. Средняя ставка по вчерашним сделкам срочностью 1 день под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона составила 5.35-5.50% против 5.35-5.45% днем ранее.

Рынок межбанковских кредитов, тем не менее реагировал острее: однодневное привлечение для банков первого круга в течение дня обходилось в 5.25-5.50%, а к вечеру диапазон ставок расширился до 5.25-5.75%. По информации участников рынка, уже после второй сессии аукционного РЕПО с ЦБ, около 16:00 МСК, в первом круге был краткосрочный «выброс» ставок до 6.0%.

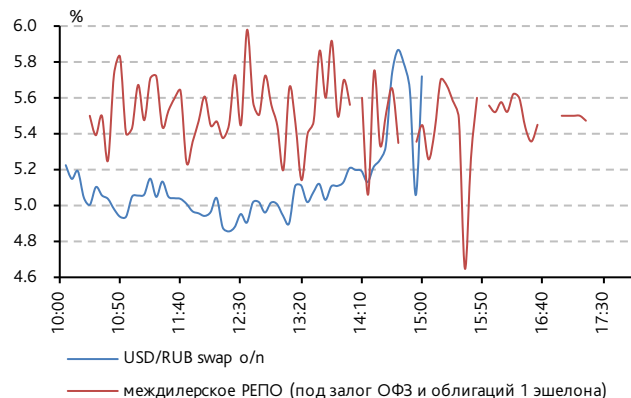



Роман Дзугаев
 +7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



 Кредитные комментарии

Банк Москвы опубликовал отчетность за 1П 2011 по МСФО, не продемонстрировав весь масштаб проблем; нейтрально смотрим на бонды банка

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Банк Москвы опубликовал отчетность по МСФО за 1П 2011 г., которая не раскрывает в полной мере бедственное положение банка: объем просроченных кредитов существенно меньше озвученной ранее «дыры», в результате чего начисление резервов не привело к снижению уровня достаточности капитала до критических значений и позволило показать положительный объем чистой прибыли по итогам всего 1П 2011 г. Выделим наиболее интересные моменты отчетности:

- **Доля просроченных кредитов** свыше 90 дней увеличилась в кредитном портфеле только на 1.3 п.п. до 5.5%, а доля реструктурированных кредитов составила 3.8% при сохранении величины кредитного портфеля до отчислений в резервы практически на прежнем уровне.

Заметим, что нет и разрыва между полученными и начисленными процентными доходами по кредитам в отчете о прибылях и убытках и в отчете о движении денежных средств.

- **Объем кредитов связанным сторонам** не отражает озвученные ранее величины. Любопытно, что по итогам 1П 2010 г., т.е. еще при старом составе менеджмента, объем кредитов связанным компаниям не превысил и RUB37 млрд. займов. По итогам 1П 2011 г. данная величина составила RUB71 млрд., в которую, как мы понимаем, входит кредит на сумму RUB33.4 млрд. В Юсуфову (погашен в сентябре 2011 г.). Впрочем заметим, что концентрация кредитного портфеля по-прежнему велика: на 10 клиентов пришлось около 37% от всего ссудного портфеля в 1П 2011 г.
- **Резервы** покрывают объем отраженных проблемных займов более чем в 4 раза. В 1П 2011 г. Банк Москвы сформировал только RUB2.8 млрд. резервов, что позволило ему сохранить уровень достаточности капитала на приемлемом уровне и сохранить положительное значение чистой прибыли в размере RUB0.3 млрд. по итогам 1П 2011 г.
- **Отток средств клиентов** был компенсирован привлечением бюджетных средств: за 1П 2011 г. со счетов и депозитов частных и корпоративных клиентов ушло порядка RUB73 млрд. За это же период банк привлек около RUB62.1 млрд. бюджетных средств, в том числе на депозитных аукционах Минфина.

Согласно данным РСБУ за 9М 2011 г., у банка сохраняются в пассивах средства Минфина в размере RUB60 млрд. При этом, учитывая последовательное снижение объема капитала на протяжении 9М 2011 г. по РСБУ и снижение рейтинга, Банк Москвы не располагает на сегодняшний момент дальнейшим потенциалом наращивания данного источника фондирования из-за отсутствия лимита.

- **Показатель достаточности капитала** снизился до 8.6% при минимально допустимом значении в 8.0%. В результате, банк не нарушил ковенанты по оптовому долгу.

В конце 3К 2011 г. Банку Москвы был предоставлен кредит от АСВ в размере RUB295 млрд. на 10 лет по льготной ставке, который позволит отразить доход по МСФО по итогам 9М 2011 г. и покрыть отчисления в резервы, не нарушив показатели достаточности капитала. Данные средства были инвестированы в специальный выпуск ОФЗ, который, как мы понимаем, не предназначен для торговли, но может быть использован в качестве залога для привлечения средств.

Мы нейтрально смотрим на бумаги банка на внутреннем и внешнем рынках. На данный момент еврооблигации банка торгуются с премией к выпускам ВТБ на уровне не более 85-40 бп, что, на наш взгляд, не предполагает дальнейшего сужения премии.

Банк Москвы	Ba2/NR/BBB-
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	647.3
NPLs (+90 дней)	5.5%
H1	2.8%

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАНКА МОСКВЫ

МСФО, RUB млрд.	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	31.3	39.7	11.9
Чистые комиссионные доходы	5.5	5.5	2.9
Операционные доходы до резервов	45.3	39.7	15.2
Операционные расходы	-14.3	-17.1	-8.5
Отчисления в резервы	-30.8	-105.0	-2.8
Чистая прибыль	0.7	-68.2	0.3
Денежные средства	76.0	73.0	48.6
Ценные бумаги	132.5	148.8	110.2
Кредитный портфель, гросс	577.8	645.5	647.3
Резервы	-43.3	-148.0	-149.7
Кредитный портфель, нетто	534.5	497.6	497.6
Средства кредитных организаций	137.8	145.2	69.9
Средства клиентов, в т.ч. частных клиентов	428.0 177.5	543.1 181.6	532.3 161.5
Долговые ценные бумаги размещенные	78.1	102.2	96.7
Субординированный долг	14.1	14.1	13.9
Собственный капитал	86.6	40.3	40.1
Активы	825.1	854.2	761.4
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	0.9%	-107.6%	1.7%
Доходность активов (ROAA)	0.1%	-8.1%	0.1%
Расходы/доходы	31.6%	43.1%	55.7%
Чистая процентная маржа (NIM)	4.3%	4.8%	2.8%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	3.9%	4.2%	5.5%
Резервы/кредиты	7.5%	22.9%	23.1%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	12.8%	5.4%	5.4%
Достаточность капитала (TCAR)	18.9%	8.7%	8.6%

Источник: данные банка, НБ «Траст»



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

Банк «Ренессанс Кредит» выбывает из борьбы за покупку российской «дочки» Barclays Bank; актив по цене 0.8-0.85x к капиталу купит Игорь Ким, но для Банка «Восточный» это нейтрально; евробонд RenCap 13 находится под давлением и только в октябре потерял 6 п.п.

По данным газеты «Коммерсант», банковский бизнес Barclays Bank в России покупает Игорь Ким с дисконтом в 15-20% от капитала банка, который превышает RUB5.0 млрд. Банк «Ренессанс Кредит», последние дни рассматривавшийся и нами, и деловыми СМИ, как самый вероятный покупатель Барклайс банка выбыл из борьбы. Отсутствие позитивного итога переговоров между Ренессансом и Барклайс подтвердил газете предправления Ренессанс Кредита.

КОММЕНТАРИЙ

Неожиданная развязка в истории борьбы за достаточно крупный актив, которым является Барклайс Банк, расценивается нами как событие с небольшим позитивным оттенком для Ренессанс Кредита и как нейтральное для КБ «Восточный», до недавнего времени прочно ассоциировавшегося со своим ключевым бенефициаром Игорем Кимом.

Мы считаем, что в текущих нестабильных экономических условиях M&A сделки для розничного банка группы «Ренессанс Капитал» не слишком хороши, так как уменьшают подушку ликвидности, рождают не нужные сейчас риски трансформации двух бизнесов. Несмотря на то, что ценник, с которым Ренессанс намеревался приобрести Барклайс, составляя всего полкапитала, мы бы предпочли, чтобы почти USD100 млн. остались внутри либо в качестве ликвидных средств, либо в качестве денег, направленных на выдачу коротких кредитов. В последнем случае их можно было бы легко «вывести из оборота» в деньги. Проблема поддержания ликвидности – вопрос не последней значимости для банка, так как только облигаций, погашаемых либо имеющих оферты в течение ближайшего года, у него набирается на RUB7 млрд., а

Ренессанс Кредит	V3/V/V
МСФО, 1П 2011	
Кредиты, RUB млрд.	36.5
NIM	11.7%
NPLs (+90 дней)	5.4%

Банк Восточный	Moody's: B1
МСФО (управленческая), 1П 2011	
Кредиты, RUB млрд.	85.9
NIM	13%
NPLs (+90 дней)	9.3%

в течение 2013 г. гасится как евробонд на USD225 млн., так и приходится оферта по локальным бондам на RUB3 млрд.

Говоря о нейтральном влиянии новости на КБ «Восточный», мы исходим из того, что Ким покупает акции Барклайс Банка за свои деньги и, вероятно, не будет переключать их на баланс КБ «Восточный». Насколько мы можем судить из деловых СМИ, Ким преимущественно отошел от дел в своем последнем проекте и сделает платформу Барклайс местом для консолидации новых мелких банковских игроков.

Еврооблигации **RenCap 13**, несмотря на свою короткую дюрацию (1.34 года), находятся под давлением и даже после отнесения их нами в категорию условно защитных активов для инвесторов с высоким аппетитом к риску в начале октября, потеряли в текущем месяце еще 6 п.п. Сейчас они торгуются с доходностью выше 18% (!) годовых и мы все-таки склонны еще раз порекомендовать их высокорисковым инвесторам в качестве инвестиции до погашения. На фоне евробонда короткие рублевые бумаги Ренессанс Кредита с доходностью 12-13% смотрятся бледно с точки зрения спекулятивных возможностей.



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

МДМ Банк нарастил показатели рентабельности в 1П 2011, но кредитный портфель продолжает снижаться, как и операционная эффективность бизнеса; бумаги банка неинтересны

КОММЕНТАРИЙ

МДМ Банк опубликовал финансовые результаты за 1П 2011 г. по МСФО, которые свидетельствуют о последовательном восстановлении показателей рентабельности банка. Впрочем, существенное давление на показатели рентабельности оказывают низкая операционная эффективность и снижение чистой процентной маржи. При этом кредитный портфель банка продолжает уменьшаться, а уровень сформированных резервов меньше величины проблемных займов.

По итогам 1П 2011 г. банк заработал RUB2.1 млрд. чистой прибыли, что сопоставимо с результатами банка за весь 2010 г. В результате ROAE банка выросла до 6.5%, что, впрочем, является довольно низким для отрасли уровнем.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МДМ БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	21.1	17.8	7.8
Операционные доходы до резервов	25.7	23.8	9.4
Операционные расходы	-11.1	-15.4	-6.7
Отчисления в резервы	-15.8	-5.1	-0.7
Чистая прибыль	-1.4	2.1	2.1
Денежные средства	64.7	63.3	53.5
Ценные бумаги	22.8	26.8	19.7
Кредитный портфель, гросс	280.8	265.5	257.7
Резервы	-44.1	-31.6	-27.6
Кредитный портфель, нетто	236.7	233.9	230.1
Средства кредитных организаций	69.8	47.1	40.6
Средства клиентов	194.6	225.3	195.4
Долговые ценные бумаги размещенные	61.1	33.0	34.4
Субординированный долг	12.4	10.4	9.1
Собственный капитал	61.6	63.8	65.9
Активы	402.8	383.4	348.5
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	-2.7%	3.3%	6.5%
Доходность активов (ROAA)	-0.4%	0.5%	1.2%
Расходы/доходы	43.1%	64.6%	71.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	5.8%	4.9%	4.7%
NPLs (свыше 90 дней) /кредиты	17.4%	14.4%	13.2%
Резервы/NPLs	0.9	0.8	0.8
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	18.9%	18.6%	20.2%
Достаточность капитала (TCAR)	21.3%	20.3%	21.8%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

МДМ	Ba2/B+/BB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	257.7
NIM	4.7%
NPLs (+90 дней)	13.2%

Кредитный портфель банка до отчислений в резервы продолжает снижаться: –10% за 1П 2011 г. до RUB257.7 млрд. Однако, его качество последовательно восстанавливается: доля NPLs снизилась на 1.2 п.п. до 13.2%.

На данный момент мы нейтрально смотрим на бумаги банка, поскольку они не отличаются высокой ликвидностью.

Основной вклад в рост рентабельности оказало существенное снижение объема отчислений в резервы: только RUB0.7 млрд. за 1П 2011 г. В то же время заметим, что уровень покрытия проблемных кредитов резервами составляет 0.8х, что, на наш взгляд, может привести к необходимости доначисления резервов в дальнейшем. Давление на прибыль также оказывает чрезмерно высокий показатель «Расходы/Доходы» (71.2% по итогам 1П 2011 г.) и снижение уровня чистой процентной маржи. По нашим оценкам, она снизилась до 4.7% с 4.9% в 2010 г.



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

Месяц назад Михайловский ГОК предоставил гарантии по еврооблигациям Metalloinvest; риски нарушения ковенантов несколько снизились, и права на досрочный выкуп не возникло; на текущих уровнях доходности бонд компании неинтересен

КОММЕНТАРИЙ

Вчера на рынке появились слухи о том, что Metalloinvest может нарушить ковенанты по еврооблигациям **Metalloinvest 16**, связанные с непредоставлением Михайловским ГОКом гарантий по выпуску евробондов. Вполне возможно, что опасения являются лишними подтверждениями пока невысокой информационной прозрачности Metalloinvestа и его короткой кредитной истории.

Суть дела в том, что в момент выпуска евробондов (июль 2011 г.) один из основных активов холдинга (ГОК) не фигурировал в качестве основного гаранта по долговым бумагам эмитента, и в проспекте еврооблигаций Metalloinvestа было прописано, что на решение этой проблемы отводится 50 дней. Срок истек 9 сентября, однако информации не появилось ни на лентах новостей, ни в деловых СМИ, ни на сайте компании.

Вчера мы уточнили у представителей самой компании, что trustee гарантии были направлены за день до крайнего срока предоставления гарантий (8.09.2011), и в этот же день документ был разослан держателям евробондов. Таким образом, права досрочного погашения еврооблигаций **Metalloinvest 16** по цене 101% от номинала не возникло, ковенант не был нарушен. На данный момент гарантии по выпуску предоставляют три основных актива Metalloinvestа: Лебединский и Михайловский ГОКи, а также Оскольский электрометаллургический комбинат.

Возникновение слухов о нарушении ковенантов доказывает, что даже при сопоставимом кредитном качестве пары Metalloinvest-Евраз еврооблигации Metalloinvestа должны предлагать премию к кривой евробондов Евраза, хотя бы за гораздо меньшую информационную прозрачность. На данный момент бумаги обеих компаний торгуются приблизительно на одном уровне, что выглядит слишком агрессивно для еврооблигаций Metalloinvestа. Мы нейтрально относимся к этим бумагам и склонны ожидать от них как минимум расширения спредов к прочим еврооблигациям металлургов. Более широко: на наш взгляд, на рынке в ближайшее время нет фундаментальных предпосылок для покупки кредитного риска «циклических» компаний достаточно длинной дюрации.

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

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



Металлоинвест	ВаЗ/NR/ВВ-
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	147
EBITDA margin	37%
Долг/EBITDA	1.8

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
18 окт	Номос-Банк-26о	5.00	8.00%	2*	8.16%
18 окт	ОТКРЫТИЕ ФК-1	5.0	9.00%	3	9.20%
7 окт	Платежные системы-1	0.4	8.25%	20	8.07%
4 окт	ВЭБ-10	15.0	8.50%	5*	8.68%
3 окт	АТЭК-2	0.3	11.00%	1	11.29%
29 сен	ВостЭкспресс-26о	2.0	10.50%	1*	10.77%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-Б	1.7	3.00%	32	3.03%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-А	3.3	9.00%	32	9.31%
14 сен	ЮниКредит Банк-1ИП	5.0	8.20%	5	8.37%
31 авг	ТрансФин-М-136о	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-126о	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-36о	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-16о	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.75%	3*	8.94%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
21 окт	СЗКК-3	5.0	11.15%	20
21 окт	СЗКК-4	5.0	11.15%	20
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	н.д.	5
27 окт	ФСК ЭЭС-15	10.0	н.д.	3*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
24 окт	Трансфин-М-04	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-05	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-06	0.5	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-07	0.5	11.00%	11.00%	0*
24 окт	Трансфин-М-08	0.4	11.00%	11.00%	0*
24 окт	ХКФ Банк-5	4.0	8.15%	8.50%	2
25 окт	МБРР-3	3.0	7.25%	8.25%	2
28 окт	БашНефть-1	15.0	12.50%	12.50%	1*
28 окт	БашНефть-2	15.0	12.50%	12.50%	1*
28 окт	БашНефть-3	15.0	12.50%	12.50%	1*
28 окт	БИИ Банк-2	1.0	8.85%	8.85%	1*
3 ноя	ЕАБР 3	5.0	10.50%	7.50%	2*
3 ноя	Югинвестрегион	0.9	13.75%	8.90%	2*
11 ноя	Мечел-016о	5.0	12.50%	н.д.	1
16 ноя	ВнешПромБанк	1.5	9.00%	н.д.	1
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	н.д.	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	н.д.	8

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
21 окт	ПАВА-2	1.0
25 окт	АК БАРС Банк-3	3.0
26 окт	Иркутская Обл-315	0.3
27 окт	Газпром-08	5.0
27 окт	РФЦ Лизинг	0.0
31 окт	Ханты-МансийскийБанк-1	3.0
2 ноя	Протек	5.0
4 ноя	Терна-2	1.5
4 ноя	РФА Инвест-1	0.6
9 ноя	Зенит Банк-3	3.0
17 ноя	ПарнасМ-2	1.0
17 ноя	РосТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0
30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7
30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetalloInvest 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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
16 ноя	MDM 11E	EUR	300
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@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

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@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

Петр Макаров

+7 495 647-25-77

petr.makarov@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. 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 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 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.