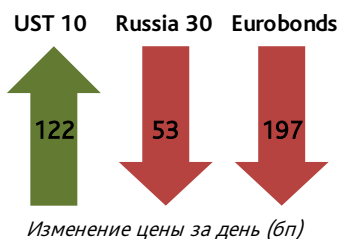


## Навигатор долгового рынка

Агентство Cbonds проводит ежегодное голосование Cbonds Awards 2011. Вы можете поддержать «Траст» 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>

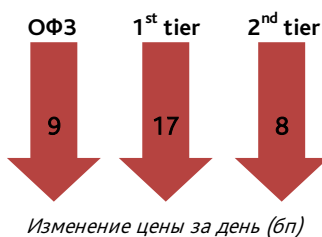
### Глобальные рынки и еврооблигации

- ➊ Решение Греции провести референдум обрушило рынки и вывело спреды госбумаг Франции и Италии к германским Bunds на исторические максимумы; в случае «падения» Италии спасти еврозону смогут лишь крайние меры ЕЦБ
- ➋ Кабмин Греции одобрил решение о проведении референдума; полагаем, что Грецию продолжат финансировать по крайней мере до января 2012; демарш Афин снизит для Китая привлекательность участия в SPIV
- ➌ Итоги торгов по еврооблигациям: очередная порция негатива из Европы увела рынок вниз на высоких оборотах; Russia 30 потеряла «полфигуры»
- ➍ Открытие торгов по еврооблигациям: снижение продолжится, но будет менее заметным; участники рынка ждут заявлений Бернанке и итогов экстренных переговоров по Греции
- ➎ Не ждем положительных новостей для рынков по итогам заседания ФРС; публикуемые по его итогам обновленные макроэкономические прогнозы будут скорректированы в сторону ухудшения



### Рублевые облигации и денежный рынок

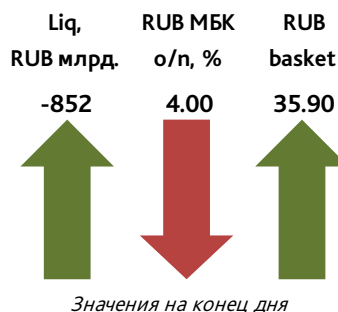
- ➊ По итогам вторника кривая ОФЗ сместилась вверх на 10-15 бп на дюрации от двух лет; Минфин решил на аукцион, заменив ОФЗ 26205 на 6-летний ОФЗ 26206 – с учетом подорожания нефти относительно вчерашнего закрытия торгов по ОФЗ ожидаем увидеть спрос со стороны участников
- ➋ РСХБ открыл книгу на покупку RUB10 млрд. облигаций; предложенная премия к вторичному рынку выглядит интересно
- ➌ Ликвидность выросла; неудовлетворенный спрос на аукционе Минфина вновь встряхнул рынок МБК; предложение на аукционах Минфина в ноябре будет эквивалентно возвращаемым с депозитов средствам бюджета; ЦБ дал более объективный прогноз оттока капитала на 2011



### Кредитные комментарии

- ➊ РЖД планирует удвоить совокупный долг в ближайшие 3 года; предложение рублевых облигаций вырастет; очевидно, могут быть и новые евробонды; кредитное качество практически не ухудшится, однако стоимость фондирования на глобальных рынках может чуть подрасти
- ➋ Темирбанк опубликовал промежуточные финансовые результаты за 9М 2011; кредитный портфель продемонстрировал рост, но динамика качества кредитов по-прежнему под давлением; нейтрально смотрим на бонды банка
- ➌ Telenor нашла доказательства притворности сделки Altimo с О. Киселевым по продаже 5% привилегированных акций Vimpelcom Ltd.; разрыв акционерного соглашения между Telenor и Altimo может затянуться; лишнее подтверждение эскалации акционерного конфликта в Vimpelcom; вероятно негативная реакция в евробондах компании

### Индикаторы FX/MM



### Последние обзоры

- 1 ноября Совкомфлот: история с цикличным оттенком
- 27 октября Банковская система в сентябре: прибыль под давлением
- 26 октября Металлургические компании «второй лиги»: в условиях рыночной волатильности
- 19 октября Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур
- 12 октября ЕЦБ: денежно-кредитная политика в стиле post-Lehman

### Контакты и ссылки






 +7 495 789 36 09  
 [research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

**Глобальные рынки и еврооблигации**

**Статистика и события**

13:00	Индекс деловой активности PMI в промышленности в еврозоне за октябрь
18:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 28 октября
19:30	Экстренная встреча лидеров Германии, Франции, глав ЕК, Еврогруппы и МВФ
20:30	Пресс-релиз по итогам заседания ФРС
22:15	Пресс-конференция Б. Бернанке по итогам двухдневного заседания ФРС
23:30	Переговоры европейских лидеров с премьер-министром Греции по референдуму

**Ключевые индикаторы**

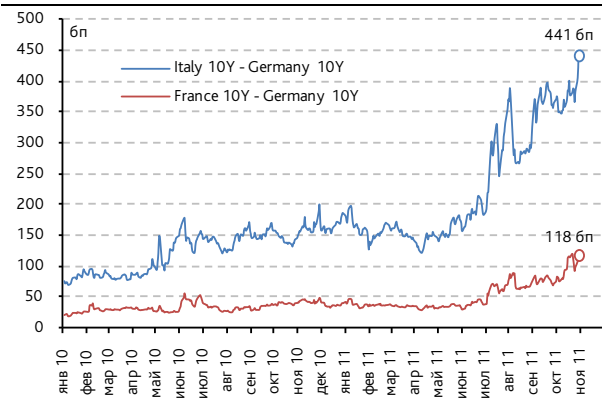
EMBI+ spread	▲	288	+18
UST10	▼	2.01	-0.14
Russia 30–UST 10	▲	233	+37
EUR/USD	▼	1.3694	-1.2%
Oil (Brent)	▼	109	-0.2%
VIX	▲	34.77	+4.81

**Решение Греции провести референдум обрушило рынки и вывело спреды госбумаг Франции и Италии к германским Bunds на исторические максимумы; в случае «падения» Италии спасти еврозону смогут лишь крайние меры ЕЦБ**

Решение премьер-министра Греции провести референдум по согласованному на последнем саммите ЕС новому антикризисному плану вызвало очередную волну массового исхода их рискованных активов. Так, американские биржи завершили работу во вторник падением на 2.5-2.9%, а европейские рухнули на 5-5.4%.

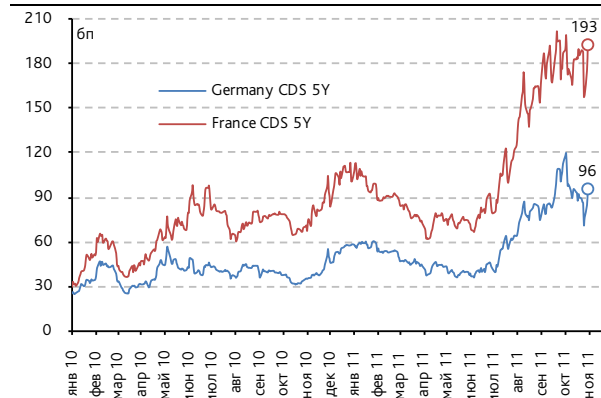
Наиболее пострадавшим, ожидаемо, оказался долговой рынок Европы – он поставил во вторник сразу несколько рекордов. До исторического максимума расширился спред 10-летних госбумаг Франции к германским Bunds с аналогичным сроком погашения. Показатель прибавил за день 11 бп и достиг 118 бп (см. диаграмму 1). Еще более тревожной выглядит ситуация с 10-летними гособлигациями Италии. Их доходность накануне достигла 6.2%, что (исходя из опыта bailout Ирландии и Португалии) является критическим уровнем. Спред 10-летних госбумаг Италии к Bunds расширился до рекордных 441 бп, подскочив за день сразу на 36 бп.

ДИАГРАММА 1. СПРЕДЫ 10-ЛЕТНИХ ИТАЛЬЯНСКИХ И ФРАНЦУЗСКИХ ГОСОБЛИГАЦИЙ К BUNDS, 2010-2011



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. 5-ЛЕТНИЕ CDS ГЕРМАНИИ И ФРАНЦИИ, 2010-2011



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Очередное резкое обострение проблем «периферии» ударило и в самый центр Европы: 5-летний CDS по Германии за вторник вырос на 11 бп до 96 бп, ликвидировав тем самым сразу почти половину октябрьского сокращения (см. диаграмму 2). Аналогичный показатель для Франции подскочил на 17 бп, выйдя на уровень начала октября.

Мы полагаем, что долговые проблемы Италии могут стать центральной темой ноября, а греческая «сага» станет прекрасным катализатором для их существенного обострения. Дополнительным фактором послужит политическая нестабильность в стране и возможные сложности с проведением через парламент пока еще не до конца согласованного плана экономических реформ.

Стоит отметить, что если долговой кризис полностью захватит Италию в свою орбиту, у Европы может быть только одно спасение – баланс ЕЦБ. Новый глава регулятора М. Драги должен будет прийти на помощь своей исторической родине и принять крайне болезненное для Германии и для Северной Европы в целом решение монетизировать «периферийный» госдолг. Тем не менее, мы надеемся, что Евросоюзу удастся избежать столь драматического развития событий и рассчитываем на действенность давления на первопричину проблем, Грецию, которое наверняка будет оказано в ходе сегодняшней встречи в Каннах.

**Кабмин Греции одобрил решение о проведении референдума; полагаем, что Грецию продолжат финансировать по крайней мере до января 2012; демарш Афин снизит для Китая привлекательность участия в SPIV**

Из самой Греции между тем продолжают приходить все новые подробности в отношении планируемого референдума. Кабинет министров страны утром в среду поддержал решение премьер-министра провести плебесцит, несмотря на явное недовольство отдельных министров (никто из членов правительства не был предупрежден о решении главы кабинета, даже министр финансов).

Сегодня же европейские лидеры, потрясенные решением премьер-министра Греции не меньше его министров, проведут экстренные консультации в Каннах, в преддверии саммита G20, открывающегося в пятницу. Встреча обещает быть представительной и отражает поистине критическую ситуацию, сложившуюся в Европе.

Наши общие опасения в отношении итогов референдума мы уже описывали. Отметим еще несколько соображений. Проведение референдума может угрожать выделению Греции шестого транша финпомощи (ожидалось в середине ноября). Об этом, в частности, заявили власти Нидерландов, указав на вероятные проблемы со стороны МВФ. Мы полагаем, что финансирование Греции все же будет продолжено по крайней мере до проведения референдума. Дальнейшая судьба страны будет зависеть сразу от того, каким именно образом будет сформулирован вопрос, и как на него ответят греки.

Отметим также немаловажную деталь, относящуюся к планируемому «левериджу» европейского стабфонда, EFSF. Учтывая решение Греции провести референдум, принятое без каких-либо согласований с партнерами по ЕС и фактически поставившее еврозону перед угрозой неконтролируемого распада, у властей Китая будет куда меньше стимулов вкладывать свои резервы в планируемый специальный инвестфонд при EFSF – SPIV.

**Итоги торгов по еврооблигациям: очередная порция негатива из Европы увела рынок вниз на высоких оборотах; Russia 30 потеряла «полфигуры»**

Торги вторника на российском рынке еврооблигаций завершились резким снижением котировок на фоне резкого обострения ситуация в Европе, вызванного решением Греции провести референдум по вопросу нового пакета антикризисных мер. Объем торгов почти в 1.5 раза превысил среднегодовой уровень и составил USD129 млн., причем повышенная активность сосредоточилась в основном в суверенном сегменте (оборот – USD86 млн.).

В нефтегазовом секторе существенные распродажи прошли в длинных выпусках Газпрома, потерявших 2.3-2.4 п.п. Котировки на дальнем конце кривой Лукойла снизились на 1-1.4 п.п. Бумаги Транснефти подешевели на 0.7-0.9 п.п. Во втором эшелоне наибольшие потери, ожидаемо, понесли долгосрочные евробонды Вымпелкома, сбросившие 2.1-3 п.п. Выпуски Евраза потеряли 2.2-2.6 п.п. В банках максимальный урон был нанесен еврооблигациям Альфа-Банка: бумаги эмитента снизились в цене на 2.1-2.5 п.п. Евробонды Сбербанка потеряли 0.8-1.4 п.п.

Суверенные бумаги понесли потери в пределах 20-60 бп. Индикативный выпуск **Russia 30** подешевел на 53 бп до 118.19% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** расширился почти на 40 бп до 233 бп.

**Открытие торгов по еврооблигациям: снижение продолжится, но будет менее заметным; участники рынка ждут заявлений Бернанке и итогов экстренных переговоров по Греции**

Внешний фон среды (по крайней мере до позднего вечера) будет мало чем отличаться от вторника. Новая греческая проблема – референдум – продолжает оказывать давление на рынки и какая-либо ясность вряд ли появится раньше утра четверга, когда станут известны итоги экстренных переговоров европейских лидеров с премьер-министром Греции, которые состоятся в Каннах в преддверии саммита G20.

Азиатские фондовые площадки снижаются с утра в среду (**Nikkei 225** падает на 2%), хотя фьючерс на S&P 500 торгуется в плюсе на 0.4%. Относительную поддержку российскому рынку может оказать рынок нефти. Котировки барреля Brent находятся у отметки USD109.3, что более чем на USD2 больше уровня закрытия основных торгов в России накануне. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с продолжения негативной динамики, однако снижение котировок будет менее заметным.

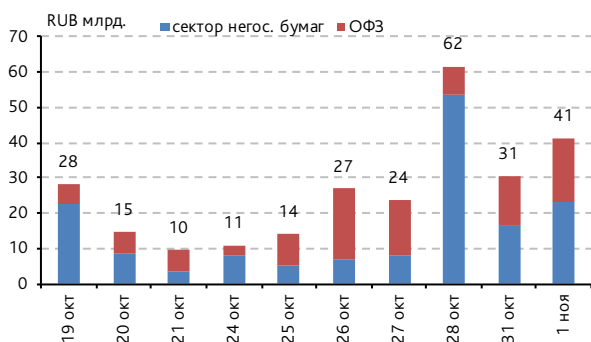
Главным событием среды должны были стать итоги двухдневного заседания ФРС и пресс-конференция главы американского регулятора Б. Бернанке. Однако встреча в Каннах наверняка обратит на себя не меньше внимание, учитывая крайне нервную реакцию рынков на происходящее в Европе.



Алексей Тодоров  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto: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	9.8%
от 1 до 1.5 лет	5.2%
от 1.5 до 2 лет	8.6%
от 2 до 3 лет	9.3%
от 3 до 5 лет	37.6%
> 5 лет	29.5%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.14%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.83%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.02%	6.5
Банки	7.85%	1.5
Корп 1 эшелон	7.64%	2.5
Корп 2 эшелон	8.57%	2.0

**По итогам вторника кривая ОФЗ сместилась вверх на 10-15 бп на дюрации от двух лет; Минфин решился на аукцион, заменив ОФЗ 26205 на 6-летний ОФЗ 26206 – с учетом подорожания нефти относительно вчерашнего закрытия торгов по ОФЗ ожидаем увидеть спрос со стороны участников**

Рынок рублевого долга вчера в полной мере реагировал на ухудшение внешней конъюнктуры: продажи прошли вдоль всей суверенной кривой и в ряде ликвидных имен первого эшелона. В итоге кривая ОФЗ на дюрации свыше 2 лет сдвинулась вверх на 10-15 бп. Основные продажи прошли в наиболее длинных выпусках: 7-летнем **ОФЗ 26204** (YTM 8.20%) и 10-летнем **ОФЗ 26205** (YTM 8.25%), обе бумаги подешевели на 67-90 бп.

Несмотря на ухудшение ситуации, вчера днем Минфин подтвердил проведение сегодняшнего аукциона госбумаг, заменив выпуск **ОФЗ 26205** обращающимся с июня текущего года 6-летним **ОФЗ 26206** на сумму RUB10 млрд. Ориентир по доходности озвучен ведомством в диапазоне 8.10-8.20%. Средневзвешенная цена выпуска по итогам вчерашних торгов в основном и переговорном режимах при весьма неплохой ликвидности сложилась на уровне 97.32% от номинала (YTM 8.16%), доходность по сделкам без учета переговорных транзакций составила 8.23%.

Отметим, что относительно вчерашнего закрытия торгов с ОФЗ к текущему моменту нефть торгуется на USD2 выше, что сегодня дает шансы торгам начаться на более высоких уровнях. Соответственно верхняя граница ориентира Минфина вполне может стать привлекательнее. Хотя выраженного интереса к покупкам в среднем и длинном сегментах рублевой кривой в последние пару дней не наблюдалось, мы полагаем, что спрос на сегодняшнем размещении будет.

В корпоративных бумагах обратили на себя внимание продажи в ряде средних и длинных выпусков качественных имен: на 60 бп подешевел **РусГидро-1** (YTW 8.77%), 85 бп составили ценовые потери **ФСК ЕЭС-19** (YTW 8.68%), **ФСК ЕЭС-13** с дюрацией 6.6 лет понес максимальные потери в 1.8 п.п. (YTW 8.98%).

**РСХБ открыл книгу на покупку RUB10 млрд. облигаций; предложенная премия к вторичному рынку выглядит интересно**

Вчера РСХБ открыл книгу на покупку 15-й серии бондов на RUB10 млрд. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 8.4-8.8% или YTP 8.58-8.99% к 2-летней оферте. Инвесторы смогут принять участие в размещении 3 ноября 2011 г, а технический выпуск бумаг назначен на 8 ноября текущего года.

Предложение обеспечивает премию к кривой ОФЗ в размере 130-170 бп, что, на наш взгляд, может заинтересовать инвесторов. На данный момент наиболее ликвидные выпуски банка торгуются с премией не выше 120 бп к суверенной кривой, поэтому новое предложение выглядит довольно привлекательно, особенно ближе к верхней границе озвученных ориентиров.

**Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)



Денежный рынок

События денежного рынка

2 ноя	Поступление средств ФБ с аукциона Минфина (RUB55 млрд., 49 дней)
2 ноя	Возврат Минфину RUB97.2 млрд. бюджетных средств с депозитов
2 ноя	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд.
9 ноя	Возврат Минфину RUB201.1 млрд. бюджетных средств с депозитов
9 ноя	Погашение ОФЗ 25063 (RUB30 млрд.)
9 ноя	Выплата купонов ОФЗ совокупным объемом RUB3.5 млрд.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.75	4.00	5.50	3.75/4.25
2-й круг	5.50/6.50	4.75	5.75	4.50/5.00

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.75	5.00-5.25	3.75-4.25

**Ликвидность выросла; неудовлетворенный спрос на аукционе Минфина вновь встряхнул рынок МБК; предложение на аукционах Минфина в ноябре будет эквивалентно возвращаемым с депозитов средствам бюджета; ЦБ дал более объективный прогноз оттока капитала на 2011**

Ликвидность по итогам вторника продолжила увеличиваться, несмотря на меньшие заимствования банков в рамках инструментов рефинансирования ЦБ и, соответственно, необходимость частичного возврата большего объема раннего привлечения за счет иных источников. Суммарные остатки на корсчетах и депозитах выросли до RUB828.0 млрд. (+RUB24.7 млрд. относительно понедельника).

В рамках же однодневного аукционного РЕПО с регулятором банки привлекли RUB310.5 млрд., что на RUB63.1 млрд. меньше объема заимствований в первый день недели. Собственно меньшим был и спрос на недельном аукционе РЕПО: участники взяли RUB163.8 млрд. (которые поступят завтра) при том, что возврату с прошлого аукциона подлежит на RUB42.5 млрд. больше. Объем чистой ликвидной позиции банков по операциям с ЦБ вырос на RUB79.7 млрд. до -RUB852.3 млрд.

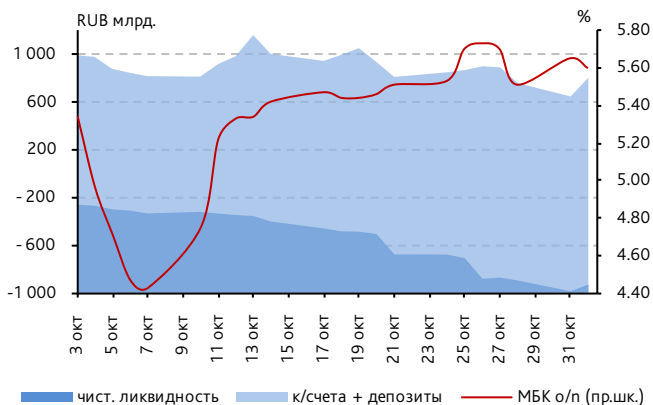
Неудовлетворенный спрос на вчерашнем аукционе Минфина (переспрос на полностью размещенные RUB55 млрд. составил 1.7x) традиционно вылился на рынок МБК, где внутри дня сделки по привлечению в овернайт для банков первого круга шли по 5.0-5.25%, снизившись к вечеру до 3.75-4.25%. Во второй половине дня Минфин частично ответил на один из ключевых вопросов для участников рынка, заявив о продолжении в ноябре размещения бюджетных средств на депозиты банков в объеме, эквивалентном возвращаемым. Пока остается непонятным, насколько длинными будут новые депозиты, и не придется ли срок их возврата на декабрь. Отметим, что в ноябре банки должны вернуть с депозитов RUB481 млрд. бюджетных средств (с учетом сегодняшнего возврата) и RUB210 млрд. в декабре.

Вчера же ЦБ уточнил прогнозные макроэкономические показатели в рамках «Основных направлений денежно-кредитной политики на 2012-2014 гг.». Обновленный прогноз оттока частного капитала по итогам 2011 г. пересмотрен регулятором с USD36 млрд. до USD70 млрд., что полностью соответствует нашему видению, озвученному в «Стратегии долговых рынков: октябрь 2011». Давление данного фактора на внутреннюю ликвидность, таким образом, будет сопоставимо с величиной ЗК 2011 г., по итогам которого отток капитала составил USD18.7 млрд.

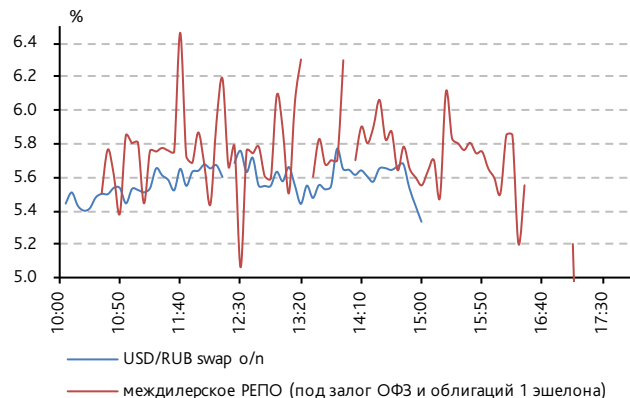



**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday




**Кредитные комментарии**

**РЖД планирует удвоить совокупный долг в ближайшие 3 года; предложение рублевых облигаций вырастет; очевидно, могут быть и новые евробонды; кредитное качество практически не ухудшится, однако стоимость фондирования на глобальных рынках может чуть подрасти**

Как сообщают сегодняшние Ведомости, РЖД в своем финансовом плане на ближайшие три года планирует существенно увеличить объем новых заимствований и довести совокупный долг с RUB304 до RUB600 млрд. к 2014 г.

## КОММЕНТАРИЙ

Важно, что, согласно озвученному плану, монополия потратит на инвестиционную программу в 2012-2014 гг. около RUB1.1-1.2 трлн., т.е. в среднем RUB400 млрд. в год. Этот объем выглядит гораздо более скромным, чем озвученный ранее ориентир – порядка RUB2.4 трлн. до конца 2015 г.

РЖД ранее отмечала, что подобный объем инвестиций не может быть покрыт из собственных средств, поэтому в ближайшие три года ей будут необходимы дополнительные государственные вливания в размере около RUB405 млрд. Для этих целей РЖД предлагала Минфину выпустить особые инфраструктурные облигации на требуемый монополии объем, однако ведомство резко высказалось против этой идеи. Именно поэтому РЖД рассматривает вариант финансирования инвестпрограммы за счет привлечения нового долга.

Следствием финансирования капвложений, в том числе и за счет заемных средств, станет увеличение совокупного долга РЖД практически до RUB600 млрд. Для сравнения, в конце 2010 г. он составлял около RUB360 млрд., а Ведомости, со ссылкой на опубликованный документ, озвучивают текущий объем долга в RUB304 млрд.

Согласно озвученному плану, в 2012 г. компания займет чуть более RUB100 млрд., в 2013 г. – около RUB71 млрд. и в 2014 г. – RUB120 млрд. При сохранении годовых темпов роста операционных показателей на уровне 10-15% долговая нагрузка РЖД, по нашим оценкам, увеличится максимум до 1.0x в терминах «Долг/ЕБИТДА», что можно считать очень консервативным уровнем для государственной монополии. Однако подобный сценарий может и не реализоваться: РЖД в ближайшие годы планирует продать несколько сравнительно крупных дочерних компаний (25% Трансконтейнера и 75% ПГК – и это лишь часть запланированных к продаже активов), поэтому совокупная рентабельность РЖД по ЕБИТДА может постепенно снижаться из-за продажи привлекательных и высокорентабельных активов. Таким образом, консолидированная ЕБИТДА может расти гораздо более медленными темпами, чем 10-15%. Но даже в этом случае заимствования приведут к увеличению долговой нагрузки в среднесрочной перспективе лишь до уровня 1.4-1.5x. На наш взгляд, это не должно стать поводом для беспокойства у долговых инвесторов, равно как и не должно заставить рейтинговые агентства снизить рейтинги монополии.

Успешная продажа ПГК за RUB125 млрд. решит проблему финансирования инвестиционной программы РЖД до конца текущего года, поэтому нового предложения долговых инструментов со стороны монополии вряд ли стоит ждать раньше середины 1К 2012 г. Другое дело, что новое предложение от компании в 2012-2014 гг. может технически повлиять на увеличение стоимости заимствований для компаний. Мы не думаем, что это представляет проблему для рублевого рынка, учитывая не слишком огромный объем обращающихся бумаг и легкость открытия дополнительных лимитов на кредитный риск РЖД. А вот иностранные инвесторы могут отреагировать более чувствительно, хотя, с другой стороны, текущее присутствие РЖД на евробондах практически номинальное. И это может сгладить эффект от нового предложения.

Мы нейтрально относимся к долговым инструментам РЖД как на рынке еврооблигаций, так и на внутреннем рублевом рынке. Евробонды, номинированные в USD, предлагают премию к суверенной кривой в размере около 80 бп, поэтому их движение будет обусловлено общерыночными настроениями. Кроме того, мы пока скептически относимся к игре «в длину» Рублевые облигации можно рассматривать как более доходную альтернативу ОФЗ, однако в нынешней рыночной ситуации мы воздержимся от рекомендации покупок бумаг с дюрацией более 2 лет.

**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**Леонид Игнатьев**  
+7 495 647-23-60  
[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)



РЖД	Baa1/BBB/BBB
<i>МСФО, 2010</i>	
Выручка, RUB млрд.	1,334
ЕБИТDA margin	34%
Долг/ЕБИТDA	0.8

**Темирбанк опубликовал промежуточные финансовые результаты за 9М 2011; кредитный портфель продемонстрировал рост, но динамика качества кредитов по-прежнему под давлением; нейтрально смотрим на бонды банка**

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Темирбанк опубликовал сокращенную версию неаудированной отчетности за 9М 2011 г. Согласно данным отчетности, банк в 3К 2011 г. восстановил позитивную динамику кредитного портфеля.

В 3К 2011 г. нетто-кредитный портфель банка увеличился на 2.8% до KZT171.6 млрд. Согласно данным АФН, ссудный портфель до отчислений в резервы рос быстрее: +4.9% до KZT217.0 млрд. за период. Заметим, что крупнейшие банки Казахстана увеличивали объем ссудного портфеля менее быстрыми темпами: +0.7-3.3% (без учета проводивших реструктуризацию банков).

Впрочем, ухудшение качества кредитного портфеля привело к необходимости доначисления резервов. Так, банк начислил около KZT1.3 млрд. в 3К 2011 г. в фонд на обесценение кредитов, что негативно повлияло на рентабельность банка в совокупности с очень низким показателем чистой процентной маржи (2.8% по итогам 9М 2011 г.). Стоит отметить, что, по данным финансового регулятора, объем провизий по кредитам вырос в 3К 2011 г. на KZT7.9 млрд., составив 54% от ссудного портфеля.

К сожалению, последняя форма отчетности о качестве кредитов по банкам, раскрываемая АФН, доступна только по состоянию на 01.09.2011 г. Согласно ее данным, объем всех неработающих кредитов Темирбанка продолжил расти и составил 56.9% от всех займов на начало сентября 2011 г. (53.0% в начале текущего года), хотя доля просроченных свыше 90 дней кредитов несколько снизилась (-0.4 п.п. до 46.3% с 1П 2011 г.). Впрочем, учитывая негативную динамику качества кредитов большинства банков, мы не склонны ожидать стремительного снижения доли проблемных активов до конца года без реализации более активных мер по списанию и продаже просроченных активов.

Мы нейтрально смотрим на еврооблигации Темирбанка из-за их низкой ликвидности: на данный момент они котируются с крайне широкими bid/ask спредами (выше 9 п.п.) при небольших объемах предложения.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТЕМИРБАНКА

МСФО, KZT млрд.	2009	2010	1П 11	9М 11
Чистые процентные доходы	4.9	3.9	2.9	5.8
Чистые комиссионные доходы	1.4	1.5	0.8	1.4
Операционные доходы до резервов	-14.1	6.0	4.4	8.2
Операционные расходы	-9.3	-8.8	-4.4	-6.6
Резервы	-75.1	-19.6	1.2	-0.1
Доходы от реструктуризации	0.0	93.8	0.0	0.0
Чистая прибыль	-95.5	80.9	0.5	0.6
Денежные средства	8.5	26.7	22.7	25.7
Ценные бумаги	12.8	32.0	39.1	38.5
Кредитный портфель, нетто	197.3	166.9	166.9	171.6
Средства кредитных организаций	72.9	10.6	10.3	10.4
Средства клиентов	48.0	130.5	133.9	139.8
Долговые ценные бумаги размещенные, в т.ч.	154.9	46.7	46.1	46.5
еврооблигации	120.0	8.8	9.1	9.9
Собственный капитал	-50.5	55.6	56.1	57.2
Активы	226.5	244.0	247.0	254.4
<b>Показатели</b>				
Доходность собственного капитала (ROAE)	н.д.	н.д.	1.8%	1.5%
Доходность активов (ROAA)	-36.6%	34.4%	0.4%	0.3%
Расходы/доходы	-65.8%	145.2%	99.7%	80.8%
Чистая процентная маржа (NIM)	2.0%	1.9%	2.9%	2.8%
NPLs/кредиты*	59.7%	48.7%	46.7%	46.3%**
Достаточность капитала (К 1-1)*	-46.9%	8.1%	8.1%	7.7%

\* по данным АФН

\*\* данные на 01.09.2011

Источник: данные банка, НБ «Траст»



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

Темирбанк	WR/B/WR
<i>МСФО, АФН, 9М 2011</i>	
Кредиты-нетто, KZT млрд.	171.6
NIM	2.8%
К-1	7.7%

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.00	8.80%	3*	8.99%
31 окт	РТК-1	0.3	9.00%	2	8.63%
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*	8.94%
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	8.50%	5	8.68%
21 окт	СЗКК-4	5.0	11.15%	20	11.46%
21 окт	СЗКК-3	5.0	11.15%	20	11.46%
18 окт	Номос-Банк-26о	5.0	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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*
3 ноя	КредитЕвропа-26о	5.0	10.75-11%	3
3 ноя	ОТП Банк-36о	4.0	10.0-10.5%	1*
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.40-8.80%	2*
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.20-8.50%	3*
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.25-9.75%	4
10 ноя	Теле2-СанктПетербург-7	6.0	10.25-10.75%	10
11 ноя	РусСтандарт-16о	5.0	10.5-11.0%	1.5*
15 ноя	НЛМК-76о	10.0	8.00-8.50%	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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%	0.00%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	н.д.	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	н.д.	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-26о	1.5	16.50%	н.д.	2
30 ноя	ВнешПромБанк-16о	3.0	9.30%	н.д.	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	н.д.	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	н.д.	5
7 дек	СКБ-Банк-46о	2.0	9.80%	н.д.	2
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	н.д.	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	н.д.	2

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0
9 дек	ОГКЗ	3.0
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгуляй-096о	2.0
18 дек	Москва-50	15.0

\* срок до ближайшей оферты, лет

## Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
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	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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
11 янв	Brazil 12	USD	1250

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

[dmitry.igumnov@trust.ru](mailto:dmitry.igumnov@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

Петр Макаров

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

## Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto: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.