

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>

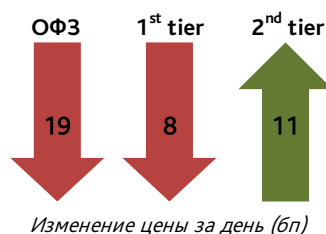
Глобальные рынки и еврооблигации

- Участники рынка в четверг «подкупили» подешевевшие рискованные активы; опасения о распаде еврозоны, активно обсуждаемом в СМИ, обосновательны с позиции дальнейшей жизнеспособности финансовой системы
- Итоги торгов по еврооблигациям:** некоторое восстановление спроса на рискованные активы обошло стороной российские еврооблигации
- Открытие торгов по еврооблигациям:** внешний фон не располагает к покупкам, несмотря на то, что рискованные активы удержали достигнутые вчера на конец дня ценовые уровни
- Газпромбанк** разместил CHF350 млн. еврооблигаций в швейцарских франках на два года с YTM 4.375% вслед за ВТБ, что свидетельствует о росте спроса со стороны эмитентов на данный источник привлечения средств



Рублевые облигации и денежный рынок

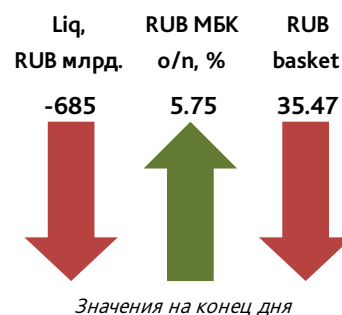
- Основная активность в корпоративных бумагах пришлась **ФСК ЕЭС-15**, удержавшийся выше номинала; продажи вдоль всей кривой **ОФЗ**
- Банки активизировали привлечение ликвидности у **ЦБ**, в числе возможных причин – динамика внутреннего валютного рынка и опережающие расчеты по налогам
- НЛМК** успешно разместил рублевые облигации объемом RUB10 млрд., не предложив оферты; финальный купон был установлен на уровне 8.95% (YTM 9.15%), т.е. с премией к кривой ОФЗ в размере 150 бп; при более стабильных условиях на рынках справедливым уровнем спреда бондов НЛМК к кривой ОФЗ считаем не более 100 бп



Кредитные комментарии

- Норникель** опубликовал ожидаемо хорошую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка пока незначительна; после buy-back долговая нагрузка останется невысокой; к облигациям компании относимся нейтрально
- Вокруг **Аэрофлота** активизировался негативный новостной фон; операционные показатели компании могут снизиться из-за вступления России в ВТО; уровень долга к концу года может значительно возрасти из-за проблем с деконсолидацией терминала D; облигации перекуплены
- Абсолют Банк** раскрыл частичные итоги деятельности за 9М 2011: банк восстановил позитивную динамику кредитного портфеля, а его качество улучшилось; нейтрально смотрим на облигации
- Рейтинг **БТА Банка** отозван **S&P** по просьбе банка; предварительно агентство изменило прогноз со «стабильного» на «негативный», подтвердив его на прежнем уровне «В-»; еврооблигации банка неинтересны в условиях сохраняющейся неопределенности относительно дальнейшего развития банка
- По данным **CBonds**, **Россельхозбанк** рассмотрел вопрос об увеличении капитала на RUB40 млрд. в 2011 г; новость ожидаема и позитивна для уровня достаточности капитала банка
- S&P** подтвердило кредитный рейтинг **КазМунайГаза** на уровне «BBB-» со «стабильным» прогнозом, подтвердив крайне высокую вероятность получения компанией госпомощи в стрессовом сценарии

Индикаторы FX/ММ



Последние обзоры

- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.
- 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

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

18:55	Индекс потребит. доверия Мичиганского университета за ноябрь предварительно
22:15	Речь вице-президента ФРС Дж. Йеллен на банковской конференции в Чикаго
23:45	Выступление главы ФРБ Сан-Франциско Дж. Уильямса в МВФ

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	278	-5
UST10	▲	2.06	+0.06
Russia 30–UST 10	▼	226	-1
EUR/USD	▲	1.3601	+0.4%
Oil (Brent)	▲	113.4	+1.1%
VIX	▼	32.81	-3.35

Участники рынка в четверг «подкупали» подешевевшие рисковые активы; опасения о распаде еврозоны, активно обсуждаемом в СМИ, обосновательны с позиции дальнейшей жизнеспособности финансовой системы

Вчера рынки несколько успокоились, и участники «подкупали» подешевевшие глобальные рисковые активы – после 21:00 МСК Brent достигала USD114/барр., подорожав более чем на USD2.5 относительно минимума дня, отмеченного в полдень. Бенчмарковые десятилетки Италии на конец дня торговались с доходностью около 6.90% против 7.20% на вечер среды, правда, с сегодняшнего утра здесь вновь заметны продажи. Некоторая встряска последовала в связи с ошибочным сообщением агентства S&P о снижении суверенного рейтинга Франции. С учетом того что положение дел в экономике страны и ее банковском секторе вполне соответствуют подобному действию, рынки восприняли сообщение агентства серьезно.

Некоторому урегулированию ситуации способствовали два «заряда» оптимизма, ключевым из которых мы считаем заявление главы Еврогруппы Ж.-К. Юнкера о невозможности исключения стран из состава еврозоны, а также слова главы EFSF К. Реглинга о готовности предоставления помощи странам-членам, как только они этого попросят. Последнее явно относилось к Италии. Мы в свою очередь несколько не сомневаемся в том, что целостность еврозоны в ближайшие месяцы будет нарушена, даже несмотря на отсутствие юридических механизмов выхода стран из ее состава.

Следует четко понимать, что эмитированные проблемными экономиками долги стали объектом инвестирования глобального инвестиционного сообщества, и в условиях отсутствия каких-либо ограничений в движении капитала между развитыми экономиками и самыми различными рынками потенциальные проблемы инвесторов в эти обязательства долга, с учетом объемов рынков, создают огромный риск для мировой финансовой стабильности. Поэтому мы убеждены, что за проблемными экономиками PIIGS продолжат «присматривать» в составе еврозоны и всеми силами способствовать стабилизации ситуации с их госфинансами и долговой нагрузкой на протяжении ближайших лет.

Вторым фактором оптимизма стало решение о назначении нового главы исполнительной власти Греции. Им стал Л. Пападемос, имеющий значительный опыт работы в ЕЦБ и, пожалуй, являющийся наилучшей кандидатурой на этот пост в текущих условиях.

Итоги торгов по еврооблигациям: некоторое восстановление спроса на рисковые активы обошло стороной российские еврооблигации

Некоторое восстановление спроса на риск на мировых рынках вчера справедливо затронуло, в первую очередь, глобальные активы, ликвидные по определению, к категории которых российские евробонды относятся слабо. Суверенный выпуск **Russia 30** и рублевый **Russia 18** вновь продавались с потерей 10–30 бп от уровней среды: выпуски завершали день на уровнях 118.3% и 102.9% от номинала соответственно.

В длинных ликвидных корпоративных бумагах продажи были более существенными: обойденные вниманием участников рынка позавчера по итогам четверга длинные выпуски Газпрома (**Gazprom 34** и **37**) подешевели на 60–80 бп, а **Gazprom 19** и **20** снова обвалились на 70–90 бп. Аналогичная динамика присутствовала и в банковских выпусках: **RusAgroBank 18** и **21**, а также **VTB 20** потеряли 50–60 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: внешний фон не располагает к покупкам, несмотря на то, что рискованные активы удержали достигнутые вчера на конец дня ценовые уровни

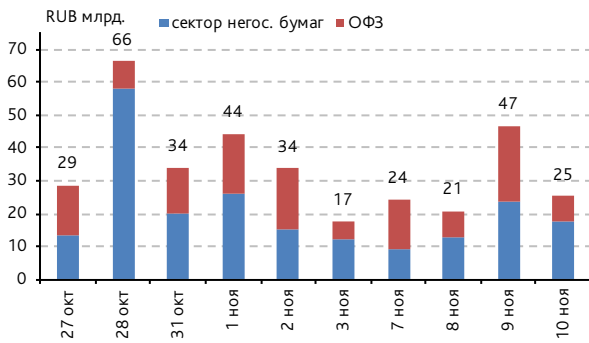
Рискованные активы (commodities, валюты) остаются в пределах достигнутых в ходе американской торговой сессии уровней, и каких-либо изменений внешнего фона в пользу покупок в российских еврооблигациях сегодня мы констатировать не готовы. Несмотря на практически полное отсутствие статистики сегодня, фон для повышенной волатильности в глобальных активах на сегодняшних торгах остается.



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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	35.5%
от 1 до 1.5 лет	6.9%
от 1.5 до 2 лет	2.1%
от 2 до 3 лет	22.2%
от 3 до 5 лет	18.5%
> 5 лет	14.8%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.03%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.89%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.31%	6.5
Банки	8.00%	1.5
Корп 1 эшелон	7.77%	2.5
Корп 2 эшелон	8.67%	2.0

Основная активность в корпоративных бумагах пришла ФСК ЕЭС-15, удержавшийся выше номинала; продажи вдоль всей кривой ОФЗ

На рублевом рынке основной оборот вчера пришелся на выпуск **ФСК ЕЭС-15** (YTW 8.84%), который подешевел на 45 бп, но сумел остаться выше номинала (100.25%). В ОФЗ продажи шли вдоль всей кривой, в том числе и на коротком конце. Из ликвидных бумаг наиболее существенно подешевели **ОФЗ 26204** (YTM 8.32%) и **ОФЗ 25077** (YTM 8.10%): снижение в выпусках составило 40-70 бп в терминах средневзвешенных цен.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

15 ноя	Уплата страховых взносов за октябрь
16 ноя	Возврат Минфину RUB50.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
16 ноя	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB10 млрд.
21 ноя	Уплата 1/3 НДС за 3К 2011
23 ноя	Возврат Минфину RUB95.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
23 ноя	Аукцион ОФЗ 26205 на RUB10 млрд.

RUB МБК о/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.75/5.25	4.50	5.75	5.50/6.00
2-й круг	5.00/5.50	4.75	5.75	5.75/6.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.75-5.25	5.00-5.25	5.50-6.00

Банки активизировали привлечение ликвидности у ЦБ, в числе возможных причин – динамика внутреннего валютного рынка и опережающие расчеты по налогам

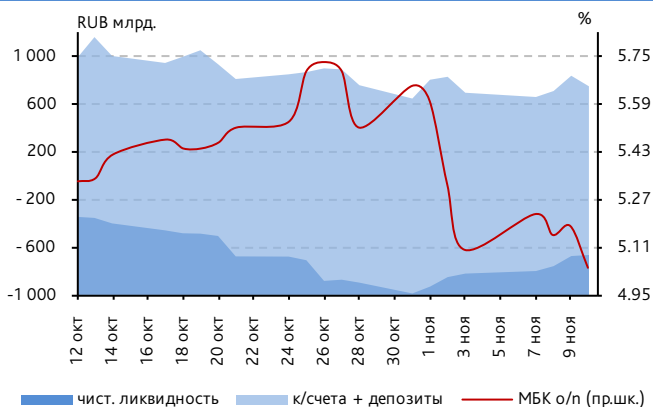
Вчера банки резко активизировали привлечение в рамках аукционного РЕПО с ЦБ, заняв в ходе двух сессий RUB435.1 млрд. однодневной ликвидности, что на RUB275.4 млрд. выше объема привлечения в среду. Мы склонны связывать данный всплеск спроса с движениями на внутреннем валютном рынке, хотя и не исключаем возможности опережающих расчетов по налогам. Суммарные остатки на корсчетах и депозитах на сегодняшнее утро подросли на сопоставимую величину (на RUB257.3 млрд. до RUB1005.6 млрд.), а чистая ликвидная позиция практически не изменилась, составив -RUB685.1 млрд., снизившись на RUB18.1 млрд. относительно среды.

Существенный спрос на рублевую ликвидность вчера обусловил повышенный уровень ставок на МБК: первый круг внутри дня занимал в овернайт под 5.0–5.25%, а на конец дня стоимость привлечения выросла до 5.5–6.0% против 3.75–4.25% в среду. Стоимость фондирования на рынке междилерского РЕПО не изменилась.

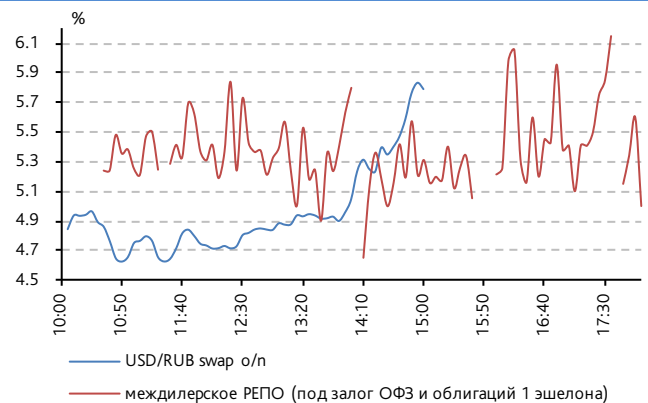


Роман Дзугаев
 +7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов о/n intraday



Кредитные комментарии

Норникель опубликовал ожидаемо хорошую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка пока незначительна; после buy-back долговая нагрузка останется невысокой; к облигациям компании относимся нейтрально

Вчера один из лидеров российской цветной металлургии – Норильский Никель – опубликовал промежуточную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели Норникеля продемонстрировали ожидаемый рост в 1П 2011 г.: выручка увеличилась на 24% и достигла USD7.3 млрд. Увеличение этого показателя связано преимущественно с позитивной динамикой цен на металлы, производимых компанией: никель подорожал на 20%, медь – на 32%, палладий – более чем на 60%. EBITDA увеличилась за год на 11% до USD3.7 млрд., что привело к некоторому снижению рентабельности по этому показателю до 51% (57% по итогам 1П 2010 г.). Давление на рентабельность в 2011 г. оказывали увеличившиеся таможенные пошлины на никель и медь.

Несколько негативной в 1П 2011 г. была динамика чистого операционного денежного потока, который уменьшился почти на 30%, однако его объема было достаточно для покрытия необходимых инвестиционных затрат.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НОРИЛЬСКОГО НИКЕЛЯ

МСФО, USD млрд.	1П 10	2010	1П 11	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	5.9	12.8	7.3	7%	24%
ЕВITDA	3.4	7.4	3.7	-8%	11%
Чистая прибыль	2.3	3.1	1.8	144%	-22%
Чистый операционный денежный поток	2.4	5.5	1.8	-42%	-27%
Капвложения, М&А и дивиденды	0.7	2.1	1.0	608%	47%
Свободный денежный поток	1.7	3.8	0.7	-64%	-58%
Совокупный долг, в т.ч.	3.3	2.8	2.4	-16%	-28%
краткосрочный долг	1.8	1.3	1.6	25%	-11%
Денежные средства и эквиваленты	2.3	5.4	3.2	-41%	39%
Активы	22.7	23.9	23.0	-4%	1%
Показатели					
ЕВITDA margin (%)	57%	58%	51%		
ЕВITDA/проценты (x)	65	79	60		
Долг/ЕВITDA* (x)	0.5	0.4	0.3		
Чистый долг/ЕВITDA* (x)	0.2	< 0	< 0		
Долг/Собственный капитал (x)	0.2	0.2	0.1		

* значение EBITDA за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

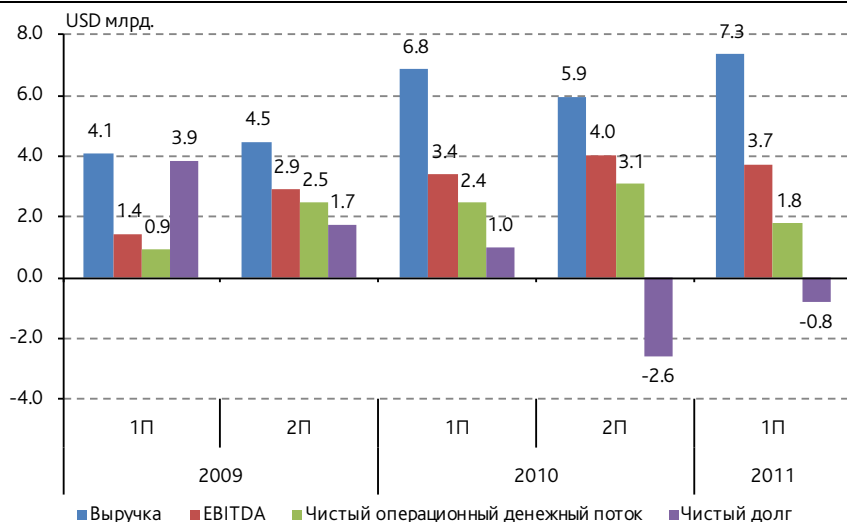
Ликвидная позиция Норильского никеля остается сравнительно крепкой: его чистый долг отрицателен, а объем денежных средств в два раза превышает величину краткосрочного долга. Главным вопросом относительно кредитного качества компании остается величина привлеченных денежных средств для финансирования обратного выкупа акций. Учитывая, что в августе Норникель выплатил дивиденды в размере около USD1.1 млрд., а на buy-back он должен был потратить USD4.5 млрд., можно оценить его нетто-привлечение нового долга в размере порядка USD2.4–2.6 млрд. Этот объем средств формально увеличит совокупный долг компании приблизительно в два раза, однако долговая нагрузка Норникеля останется невысокой.

Отметим, что рейтинговые агентства считают кредитное качество Норильского никеля исключительно крепким, а долговую политику – консервативной. Основной причиной понижения рейтинга от Fitch стало увеличение напряженности акционерного конфликта, разрешения которого агентство не ожидает в краткосрочной перспективе.

Рублевые облигации Норникеля традиционно практически не реагируют на корпоративные события вокруг компании, поэтому какой-либо реакции на опубликованные данные не приходится ждать и сейчас. При нынешних уровнях доходности, предлагающих около 40–50 бп премии к кривой ОФЗ мы нейтрально относимся к долговым бумагам компании.

Норникель	Ваа2/BBB-/BB+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	7.3
ЕВITDA margin	51%
Долг/ЕВITDA	0.3

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НОРНИКЕЛЯ



Источник: данные компании, НБ «Траст»



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

Вокруг Аэрофлота активизировался негативный новостной фон; операционные показатели компании могут снизиться из-за вступления России в ВТО; уровень долга к концу года может значительно возрасти из-за проблем с деконсолидацией терминала D; облигации перекуплены

Вчера стало известно, что рабочая группа ВТО одобрила протокол о присоединении России к организации. Кроме этого, Коммерсант вчера сообщил, что Аэрофлот может не успеть до конца года деконсолидировать терминал D.

КОММЕНТАРИЙ

В 2011 г. на фоне благоприятной рыночной конъюнктуры Аэрофлот демонстрировал положительную динамику операционных показателей и снижал долговую нагрузку. Однако из-за последних новостей завершение 2011 г., а также кратко- и среднесрочная перспектива могут оказаться для компании очень непростым.

Во-первых, членство России в ВТО означает для компании потерю роялти (плата за пролеты международных перевозчиков по территории России). По нашим оценкам, роялти за 2010 г. составляет около 30% EBITDA компании. Если Аэрофлот лишится такой значительной части доходов, то уровень долга может возрасти до 4.0x по показателю «Долг/EBITDA». При этом вступление России в ВТО остается техническим вопросом. Ожидается, что страна завершит внутренние ратификационные процедуры в июне 2012 г.

Во-вторых, у Аэрофлота возникли неожиданные проблемы с передачей терминала D аэропорту Шереметьево. Долг терминала D, который сейчас числится на балансе Аэрофлота, по данным Коммерсанта, составляет более USD900 млн. Еще в мае была достигнута договоренность о передаче терминала аэропорту, однако сейчас стало известно, что сделка может осуществиться только в следующем году. Для Аэрофлота этот вопрос критичен, поскольку у компании к концу года, скорее всего, появится новая задолженность 6 приобретаемых российских компаний на сумму порядка USD800 млн. В результате долговая нагрузка компании может серьезно возрасти, что, вероятнее всего, вызовет беспокойство кредиторов и соответствующее увеличение ставок (по новым кредитам и/или лизинговым обязательствам).

Мы упрощенно смоделировали различные сценарии, как выглядела бы отчетность Аэрофлота по МСФО за 1П 2011 г., если бы уже реализовались те новости, о которых мы упомянули выше:

- Факт – это актуальные финансовые показатели Аэрофлота по данным МСФО на конец июня 2011 г.
- Сценарий 1 – результаты за 1П 2011 г. при увеличении долга приобретаемых авиакомпаний на USD800 млн.

Аэрофлот	Fitch: BB+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	2.3
EBITDA margin	13%
Долг/EBITDA	2.9

- Сценарий 2 – результаты за 1П 2011 г. при отсутствии роялти, но без учета долга новых «дочек».
- Сценарий 3 – результаты за 1П 2011 г. при увеличении долга на USD800 млн. и отсутствии роялти

ТАБЛИЦА. ВОЗМОЖНОЕ ВЛИЯНИЕ НЕГАТИВНЫХ СЦЕНАРИЕВ НА ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЭРОФЛОТА

	Факт	Сценарий 1	Сценарий 2	Сценарий 3
EBITDA margin	13%	13%	10%	10%
EBITDA/проценты (x)	5.4	3.9	3.8	2.8
Чистый долг/EBITDA (x)	1.7	2.8	2.5	4.0

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Очевидно, что при любом из сценариев последствия для компании будут негативны. Лишь деконсолидация терминала D могла бы фактически компенсировать последнюю M&A активность перевозчика. А вполне вероятная потеря роялти вызвала бы увеличение показателя «Чистый долг/EBITDA» до 2.8–4.0x (для «Долг/EBITDA» – еще выше), что, на наш взгляд, сделало бы неизбежным понижение рейтинга от Fitch.

Рублевые облигации компании неликвидны. Последние сделки предполагали спред к кривой РЖД порядка 100 бп. Учитывая гораздо более низкий уровень самостоятельной кредитоспособности Аэрофлота по сравнению с РЖД и возможное влияние негативных факторов, описанных выше, мы считаем облигации авиаперевозчика непривлекательными.

Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

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



Абсолют Банк раскрыл частичные итоги деятельности за 9М 2011: банк восстановил позитивную динамику кредитного портфеля, а его качество улучшилось; нейтрально смотрим на облигации

Вчера группа KBC опубликовала финансовые результаты за 9М 2011 г. по МСФО, раскрыв некоторые показатели российского подразделения Абсолют Банка.

КОММЕНТАРИЙ

Динамику озвученных показателей мы оцениваем умеренно позитивно: Абсолют Банк приступил к последовательному росту кредитного портфеля при улучшении его качества и восстановлению показателей рентабельности (убытки по итогам 2010 г.). Так, в 3К 2011 г. банк заработал около EUR17 млн. (RUB0.7 млрд.) чистой прибыли против EUR14 млн. (RUB0.6 млрд.) в прошлом квартале.

Согласно данным отчетности, за 3К 2011 г. банк увеличил кредитный портфель на 3.5% до EUR2.0 млрд. благодаря активному кредитованию корпоративных клиентов и росту ипотечного заемного портфеля. Заметим, что прирост объема займов в рублевом эквиваленте был более внушительным из-за ослабления национальной валюты осенью: +7.8% до RUB87.7 млрд. По данным РСБУ, доля кредитов, номинированных в рублях, превышает 70% от всех займов. Примечательно, что Абсолют Банк продолжает активно снижать величину проблемных займов на балансе. Доля просроченных свыше 90 дней кредитов уменьшилась в портфеле за квартал на 2.1 п.п. до 11.4%. Улучшение качества активов позволяет банку восстанавливать резервы, что положительно влияет на прибыль (по итогам 9М 2011 г. стоимость риска составила –2.9%).

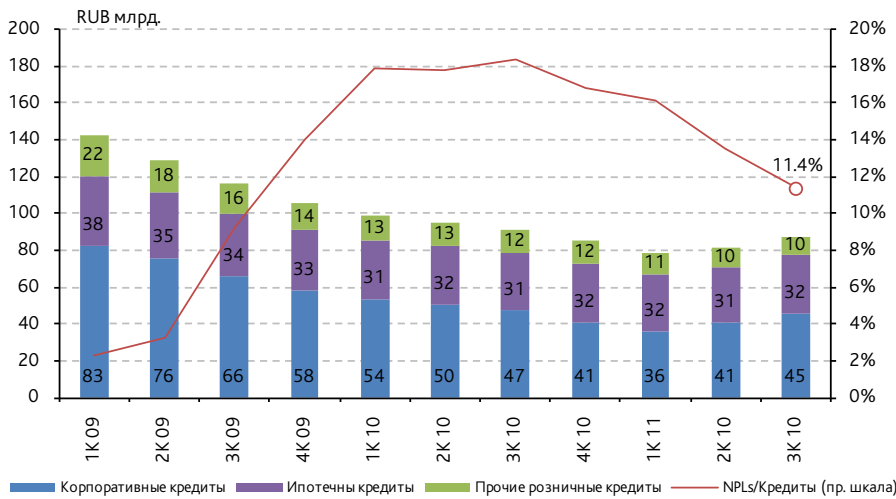
Впрочем заметим, что объем сформированных резервов не полностью покрывает величину NPLs (на 74% по итогам 9М 2011 г.). Как мы понимаем, это отчасти связано с существенной долей кредитов, обеспеченных залогами (ипотечные займы и автокредиты составляют около 40% от кредитного портфеля). Тем не менее в случае ухудшения операционных условий банку могут потребоваться дополнительные средства для формирования резервов на обесценение займов и покрытие убытков.

Основным источником финансирования роста бизнеса выступил приток клиентских средств, также банк разместил RUB1.8 млрд. облигаций на внутреннем рынке. Согласно данным РСБУ, за 3К 2011 г. Абсолют Банк увеличил объем розничных депозитов на 4.6% до RUB12.2 млрд. Впрочем, прирост средств корпоративных клиентов и банков был более значимым и в относительном, и в абсолютном выражениях (+7.1% до RUB64.2 млрд. в совокупности). К сожалению, невозможно

Абсолют Банк	Ва3/NR/BB+
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	87.7
NIM (1П 2010)	5.2%
NPLs (+90 дней)	11.4%

сказать, был ли он профинансирован за счет средств материнского банка и связанных сторон, но мы по-прежнему отмечаем, что исторически зависимость Абсолют Банка от средств материнской группы крайне высока, что предполагает повышенные кредитные риски для инвесторов на фоне неопределенности структуры акционеров в долгосрочной перспективе. Напомним, что ранее KBC Group заявляла о намерениях уйти с российского рынка банковских услуг.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ АБСОЛЮТ БАНКА*



* данные отчетности KBC Group публикуются в EUR, значение курса EUR/RUB фиксировалось на конец квартала по данным ЦБ
 Источник: данные банка, НБ «Траст»

Мы нейтрально смотрим на облигации Абсолют Банка. Единственный выпуск обращающихся бондов на данный момент котируется существенно ниже номинала с доходностью YTP 10.04-11.25% к оферте через 2.5 года и не предполагает, на наш взгляд, роста котировок на вторичном рынке, учитывая доходности размещающихся выпусков.



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

Рейтинг БТА Банка отозван S&P по просьбе банка; предварительно агентство изменило прогноз со «стабильного» на «негативный», подтвердив его на прежнем уровне «В-»; еврооблигации банка неинтересны в условиях сохраняющейся неопределенности относительно дальнейшего развития банка

Вчера S&P пересмотрело прогноз по рейтингу БТА Банка со «стабильного» на «негативный», подтвердив кредитную оценку банка на прежнем уровне «В-», после чего рейтинг был отозван по просьбе банка. В качестве основных предпосылок изменения прогноза аналитики агентства отмечают слабые показатели прибыльности, качества активов и капитализации банка. Рейтинг банка включал в себя умеренный потенциал поддержки банка со стороны государства.

КОММЕНТАРИЙ

Мы воспринимаем данную новость умеренно негативно для кредитного профиля банка и его еврооблигаций. Факт отзыва рейтинга по инициативе эмитента, в большинстве случаев, воспринимается инвесторами, как неблагоприятный, хотя не исключаем, что действие продиктовано желанием банка сократить расходы. Тем не менее мы не исключаем негативной реакции котировок бумаг БТА Банка, которые, как правило, остро реагируют на новостной фон вокруг банка, но отмечаем, что реакция будет ограничена относительно невысокой ликвидностью в бумагах на данный момент.

Изменение прогноза по рейтингу банка мы считаем вполне оправданным ввиду негативной динамики основных финансовых показателей в 1П 2011 г. (см. «Навигатор долгового рынка» от 24.10.2011 и 19.08.2011). Мы не исключаем, что другие агентства также могут применить негативные рейтинговые действия в отношении БТА банка из-за слабого уровня его самостоятельной устойчивости. Напомним, что Moody's сохраняет «развивающийся» прогноз по рейтингу «В3», а Fitch – «стабильный» по рейтингу «В2».

БТА Банк	В3/WR/В-
МСФО, 1П 2011	
Кредиты, KZT трлн.	2.3
NPLs (+90 дней)	47.5%
K1-1	13.1%

Более того мы по-прежнему считаем высокими кредитные риски банка из-за сохранения неопределенности относительно дальнейших намерений регуляторов по восстановлению деятельности банка и по выходу государства из структуры акционеров. Мы нейтрально смотрим на еврооблигации банка. Так, на данный момент еврооблигации **ВТА 18** торгуются с широкими bid/ask спредами (выше 3–4 п.п.) и предлагают доходность около YTM 33-37%.



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.50%	1*	7.64%
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	8.22%	3	8.04%
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4	9.20%
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.33%	3*	8.50%
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.5	3.00%	0*	3.00%
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.75%	2*	8.94%
3 ноя	ОТП Банк-360	4.0	10.50%	1*	10.75%
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	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-260	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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
11 ноя	РусСтандарт-160	5.0	11.00%	1*
15 ноя	НЛМК-760	10.0	8.75-9.00%	3
15 ноя	Банк Зенит-360	3.0	н.д.	1*
16 ноя	Росбанк-360	10.0	8.47-8.95%	1.5*
17 ноя	Росбанк-560	5.0	8.47-8.95%	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
11 ноя	Мечел-0160	5.0	12.50%	8.10%	1
16 ноя	ВнешПромБанк-1	1.5	9.00%	10.50%	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-260	1.5	16.50%	н.д.	2
30 ноя	ВнешПромБанк-160	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-460	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
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	н.д.	7
8 дек	Формат	1.0	17.00%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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-0960	2.0
18 дек	Москва-50	15.0
21 дек	Золото Селигдара-2	0.5
22 дек	Томск-2	0.2
22 дек	ХМАО-6	2.0
25 дек	Иркутская Обл-317	0.3

* 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.
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
14 янв	UMS 12	USD	1500
23 янв	Colombia 12	USD	900

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 управления торговли****Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru**Макроэкономика и стратегия****Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Руководитель управления продаж****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Управление продаж****Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Кредитный анализ****Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@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 ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.