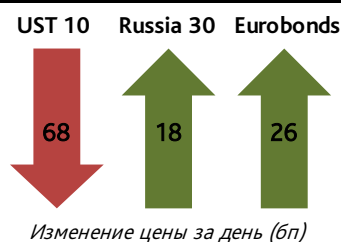


Навигатор долгового рынка

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>

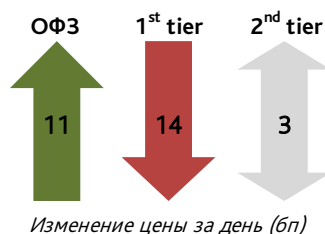
Глобальные рынки и еврооблигации

- Италия осталась без премьер-министра; Германия озадачена масштабными покупками суверенных долгов со стороны ЕЦБ без согласования с центробанком страны; рейтинговые агентства вновь обратили внимание на самую проблемную экономику ЕС за пределами еврозоны – Венгрию
- Итоги торгов по еврооблигациям: в пятницу наблюдалась невысокая торговая активность без направленной ценовой динамики
- Открытие торгов по еврооблигациям: состояние аппетита к риску не поменялось относительно пятницы, тем не менее внутри дня покупки в российских еврообондах возможны



Рублевые облигации и денежный рынок

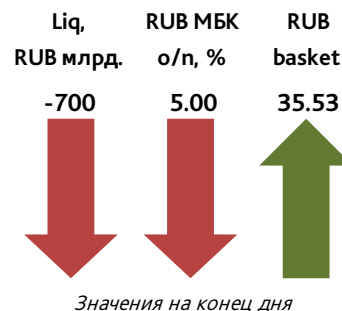
- В пятницу покупки вернулись в средние и длинные ОФЗ; в корпоративном сегменте отмечаем активность в новых выпусках
- ЦБ прогнозирует пиковые ухудшения с ликвидностью на первую половину декабря, в преддверии ноябрьских налоговых расчетов в ставках money market чувствуется напряженность; часть выплат по страховым взносам могла пройти в конце прошлой недели



Кредитные комментарии

- Новатэк опубликовал хорошую отчетность за 9М 2011, хотя финансовые результаты в 3К 2011 оказались несколько хуже, чем во 2К; компания генерирует свободный денежный поток, а уровень долга стабилен; облигации компании неинтересны
- Снижение цен на алюминий негативно сказалось на операционных показателях Русала; долговая нагрузка снижается; облигации компании – одни из самых доходных среди бумаг эмитентов металлургической отрасли
- ТКС Банк и Ренессанс Кредит озвучили финансовые результаты за 9М 2011 по МСФО; облигации могут быть интересной инвестицией до погашения, не ожидаем роста котировок бумаг в текущих рыночных условиях
- Процесс выхода Казахстана из капитала реструктурированных БТА Банка, Альянс Банка и Темирбанка затягивается; сохранение доли государства в структуре акционеров умеренно позитивно для держателей долга банков, но высокие кредитные риски эмитентов делают инвестиции в бумаги банков неинтересными
- СЕО Алросы сообщил о падении прогноза выручки компании на USD500 млн. в 2011 (-10%); неазиатские клиенты резко сократили спрос на алмазы из-за кризиса в Европе; пока кредитной угрозы нет, но показательным будет начало 2012; облигации Алросы считаем уязвимыми к происходящему в мировой экономике
- Сбербанк привлек USD1.2 млрд. синдицированного кредита по ставке LIBOR+150 бп. при полной стоимости в LIBOR+185 бп., что является новым ориентиром доходности при изменившихся рыночных условиях

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Прогноз оттока ликвидности, связанного с уплатой страховых взносов на обязательное страхование в ноябре 2011, оценивается на уровне RUB180-185 млрд.; с учетом сложившейся и прогнозируемой макроэкономической ситуации в России мы ожидаем значительное увеличение данного показателя в декабре

Макроцифра

RUB185 млрд. – страховые взносы в ноябре

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

14:00	Промышленное производство в еврозоне за сентябрь
14:00	Завершение аукциона по 5-летн. госбумагам Италии в объеме EUR1.5–3.0 млрд.
20:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD2.25–2.75 млрд.
20:30	Завершение аукциона по 3-мес. US T-bills в объеме USD29 млрд.
20:30	Завершение аукциона по 6-мес. US T-bills в объеме USD27 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	◀▶	278	0
UST10	▲	2.13	+0.08
Russia 30–UST 10	▼	215	-10
EUR/USD	▲	1.375	+1.1%
Oil (Brent)	▲	114.4	+0.8%
VIX	▼	30.04	-2.77

Италия осталась без премьер-министра; Германия озадачена масштабными покупками суверенных долгов со стороны ЕЦБ без согласования с центробанком страны; рейтинговые агентства вновь обратили внимание на самую проблемную экономику ЕС за пределами еврозоны – Венгрию

Пятница и выходные не привнесли в настроения участников рынка чего-то нового: большинство новостей и событий либо уже были отыграны на ожиданиях накануне, либо неоднократно проявлялись ранее, в связи с чем нового влияния на аппетит к риску не оказали.

Прежде всего, итальянский парламент в субботу одобрил пакет мер по стабилизации экономики страны, тем самым открыв дорогу к отставке премьер-министра С. Берлускони. Премьер, ранее обещавший уйти после одобрения законодательной властью вышеназванных мер, вечером того же дня действительно сложил с себя полномочия.

Напомним, что участники рынка на прошлой неделе ощущали активное присутствие ЕЦБ, поддерживавшего вторичный рынок итальянских суверенных долгов, в результате чего доходность 10-летних бумаг страны к концу пятницы удалось сбить до 6.50% с 7.20% на конец дня в среду. Здесь уместно обратить внимание на субботнюю речь министра экономики ФРГ, выразившего опасения относительно участия ЕЦБ в широкомасштабных покупках облигаций без согласования данной позиции с немецким центробанком. Ну а статус опубликованного московским бюро Reuters заявления главы ЦБ Словении на субботнем инвестфоруме Сбербанка о том, что «ЕЦБ будет скупать облигации столько, сколько нужно» в этой связи, мягко говоря, не очень понятен.

Немецкие монетарные власти, как следует из слов министра экономики страны, в деле поддержки вторичного рынка суверенных долгов проблемных экономик еврозоны уповают на скорейшее присоединения EFSF к этой деятельности. К тому же была затронута тема применения санкций к странам, нарушающим допустимые пределы бюджетного дефицита.

В отношении «первой» проблемной экономики единой Европы, Греции, отметим, что население достаточно оптимистично приняло назначение нового премьер-министра страны. Как сообщает Reuters, 68% населения положительно относятся к сформированному коалиционному правительству, а 75% благосклонны к кандидатуре нового премьера. Порадовало рынки и министерство финансов страны, которое планирует исполнить бюджет на 2012 г. с первичным профицитом в 1.2% ВВП. В начале текущей недели страна ждет миссию «тройки» ЕС-МВФ-ЕЦБ, которая будет решать вопрос о возобновлении внешнего финансирования.

Из тревожных факторов отметим «рейтинговый» ажиотаж вокруг наиболее проблемной экономики ЕС, не входящей в зону единой валюты – Венгрии. В пятницу вечером Fitch пересмотрело прогноз долгосрочного рейтинга на «негативный», подтвердив его на уровне «BBB-», а в субботу S&P поместило суверенный рейтинг страны, находящийся на аналогичном уровне, на пересмотр с возможностью понижения. Отметим, что в конце недели власти страны сообщили о покупках китайскими фондами и банками суверенных бумагах страны. Впрочем, какой-либо напряженности на рынках с утра в понедельник мы не видим.

Итоги торгов по еврооблигациям: в пятницу наблюдалась невысокая торговая активность без направленной ценовой динамики

Единого вектора торгов в российских евробондах в пятницу не сформировалось: в основных ликвидных выпусках ценовые изменения составляли максимум +/-30 бп. В основных суверенных выпусках **Russia 30** и рублевом **Russia 18** рост цен составил не более 15 бп, длинные выпуски Газпрома (**Gazprom 34** и **37**) практически остались на месте, прибавив не более 5 бп. Из ликвидных бумаг достаточно активно торговался **Lukoil 14** (+16 бп по цене).

Открытие торгов по еврооблигациям: состояние аппетита к риску не поменялось относительно пятницы, тем не менее внутри дня покупки в российских евробондах возможны

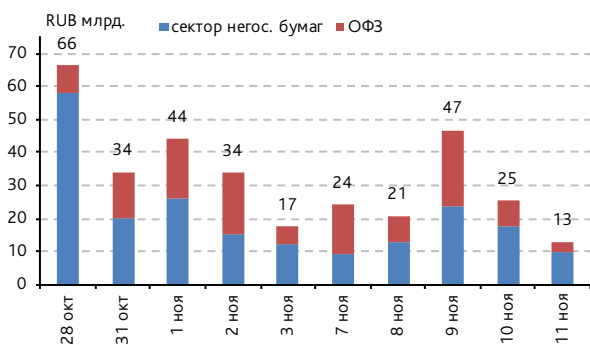
Покупки на азиатских фондовых площадках остаются, пожалуй, единственным фактором, иллюстрирующим наличие спроса на риск на глобальных рынках. Большинство остальных рискованных активов (commodities, валюты против доллара) остаются в пределах пятничных уровней. Все это, тем не менее не исключает возможности покупок в российских еврооблигациях внутри дня.



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	20.9%
от 1 до 1.5 лет	26.7%
от 1.5 до 2 лет	5.5%
от 2 до 3 лет	18.0%
от 3 до 5 лет	20.9%
> 5 лет	8.0%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.01%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.89%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.27%	6.5
Банки	8.02%	1.5
Корп 1 эшелон	7.84%	2.5
Корп 2 эшелон	8.68%	2.0

В пятницу покупки вернулись в средние и длинные ОФЗ; в корпоративном сегменте отмечаем активность в новых выпусках

В пятницу вернулись покупки в среднем и длинном сегментах кривой ОФЗ: **ОФЗ 25077** (YTM 8.01%) и **ОФЗ 26204** (YTM 8.27%) подорожали на 20–28 бп. Ликвидный рынок сохранился в **ФСК ЕЭС-15** (YTM 8.70%) – после просадки на «полфигуры» в четверг в пятницу выпуск подрос на 2/3 снижения прошлой сессии, завершив день при средневзвешенной цене около 100.60% от номинала.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

- 15 ноя Аукцион Минфина по размещению средств бюджета (RUB80 млрд., 42 дня)
- 15 ноя Уплата страховых взносов за октябрь (RUB180-185 млрд.)
- 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

RUB МБК o/n intraday

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

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.50	4.75-5.00	4.75-5.25

ЦБ прогнозирует пиковые ухудшения с ликвидностью на первую половину декабря, в преддверии ноябрьских налоговых расчетов в ставках money market чувствуется напряженность; часть выплат по страховым взносам могла пройти в конце прошлой недели

Суммарные остатки на корсчетах и депозитах по итогам пятницы изменились незначительно (-RUB19.8 млрд.), составив RUB985.8 млрд. Отрицательное изменение чистой ликвидной позиции сопоставимо с изменением остатков на счетах высоколиквидных активов банков в ЦБ (-RUB15.2 млрд.), итоговая величина составила -RUB700.3 млрд.

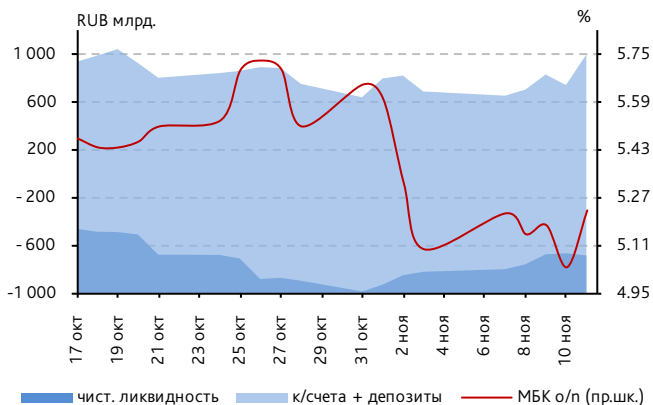
Ситуация в ставках money market, видимо, уже предвосхищает старт налоговых выплат. Однодневное привлечение на МБК в пятницу на конец дня для банков первого круга обходилось в 4.75-5.25%, но при этом подорожало междилерское РЕПО. В рамках последней сделки на 1 день под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона в среднем шли по 5.15-5.50%, что на 10-15 бп выше уровня четверга. Отток ликвидности в рамках завтрашней уплаты страховых выплат, по нашим оценкам, составит RUB180-185 млрд. Не исключаем, что часть из данного объема могла быть уплачена в конце прошлой недели.

В субботу зампред ЦБ С. Швецов сообщил о том, что регулятор прогнозирует пиковые проблемы с ликвидностью в первой половине декабря. Как мы понимаем, факторами этого выступают ослабленность системы по завершении ноябрьского налогового периода, а также, видимо, более запоздалая активизации бюджетных расходов в сравнении с нашими предположениями (подробнее см. «Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011»).

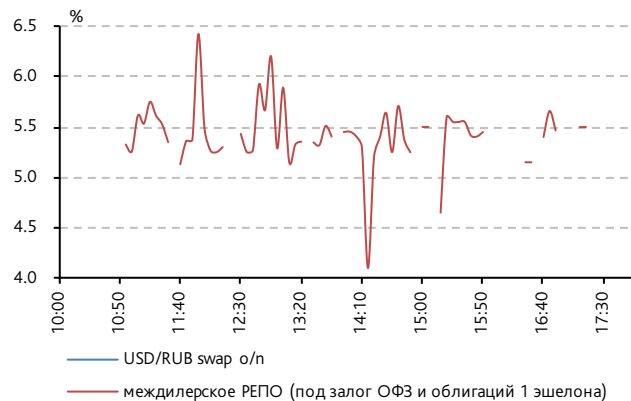


Роман Дзугаев
 +7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Новатэк опубликовал хорошую отчетность за 9М 2011, хотя финансовые результаты в 3К 2011 оказались несколько хуже, чем во 2К; компания генерирует свободный денежный поток, а уровень долга стабилен; облигации компании неинтересны

В пятницу Новатэк опубликовал отчетность за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

За 9М 2011 г. добыча газа и жидких углеводородов с учетом доли в зависимых обществах выросла в годовом выражении на 46% и 16% соответственно. На фоне значительного увеличения добычи, а также роста цен на газ и жидкие углеводороды выручка компании увеличилась на 51%, а EBITDA – на 63%. При этом нэтбэк от продаж рос более быстрыми темпами, нежели операционные затраты. За счет такого опережающего роста компании удалось увеличить показатель «EBITDA margin» на 4 п.п. до невероятного для российской нефтегазовой отрасли значения в 51 п.п.

В 3К 2011 г. из-за некоторого снижения среднего нэтбэка продаж наблюдалось незначительное падение выручки и EBITDA по сравнению с предыдущим кварталом. При этом чистая прибыль компании упала на 42% в основном из-за валютной переоценки, вызванной удешевлением рубля в течение 3К. Динамика операционных показателей в 4К 2011 г., скорее всего, будет положительной, поскольку в зимний период спрос на газ возрастает. Кроме того, мы не ожидаем серьезного падения курса рубля относительно значений конца 3К и соответственно отрицательной валютной переоценки, что, вероятно, позволит Новатэку улучшить показатели прибыли.

Чистый операционный денежный поток с легкостью покрывает капитальные вложения компании. Свободный денежный поток за 9М 2011 г. составил RUB19 млрд. Однако из-за приобретения 51% акций Сибнефтегаза в 1К 2011 г. в размере RUB21 млрд. и выплаты дивидендов в размере RUB8 млрд. чистый долг компании увеличился на RUB17 млрд. по сравнению с началом года. Мы считаем, что такое увеличение не угрожает кредитоспособности компании и легко компенсируется ростом операционных показателей.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НОВАТЭКА

МСФО, RUB млрд.	2009	9М 10	2010	9М 11	9М 11/9М 10*
Выручка	90	83	117	125	51%
ЕВITDA	39	39	58	64	63%
Чистая прибыль	26	28	40	41	47%
Чистый операц. денежный поток	34	31	45	46	50%
Капвложения и М&А	36	18	30	51	185%
Свободный денежный поток	17	13	20	19	44%
Совокупный долг, в т.ч.	38	34	72	96	33%
краткосрочный долг	14	10	25	17	-32%
Денежные средства и эквиваленты	11	12	10	17	65%
Активы	194	215	285	322	13%
Показатели					
ЕВITDA margin	44%	47%	49%	51%	
ЕВITDA/проценты	18.7	24.9	22.1	15.9	
Долг/ЕВITDA	1.0	0.6	1.3	1.2	
Чистый долг/ЕВITDA	0.7	0.4	1.1	1.0	
Долг/Собственный капитал	0.3	0.2	0.4	0.6	

* по балансовым показателям, сравнение с 2010
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Также из отчетности стали известны подробности сделки по приобретению французской Total 20% в проекте Ямал СПГ у Новатэка. Стороны заключили соглашение, согласно которому управление активом будет строиться на паритетной основе, и ни одна из сторон не будет иметь преимущества при голосовании на собрании акционеров. Кроме того, как мы и предполагали ранее, Total обеспечит значительную часть финансирования проекта. Как стало известно газете Ведомости, Total будет финансировать Ямальский проект через взносы в уставный капитал, а также через диспропорциональные акционерные займы. То есть, несмотря на то, что Total принадлежит меньшая доля в проекте, основная нагрузка по его финансированию ляжет, по всей видимости, на французскую компанию. Безусловно, это позитивная новость с точки зрения кредитоспособности Новатэка.

Новатэк	Ваа3/BBB-/BBB-
МСФО, 9М 2011	
Выручка, RUB млрд.	125
ЕВITDA margin	51%
Долг/ЕВITDA	1.2

Еврооблигации **Novatek 21** торгуются на кривой ТНК, а **Novatek 16** – ниже кривой Газпрома. Мы не видим потенциала роста стоимости этих выпусков относительно обозначенных ориентиров. Рублевый выпуск **Новатэк БО-1** неликвиден и торговых идей также не предполагает.



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

Снижение цен на алюминий негативно сказалось на операционных показателях Русала; долговая нагрузка снижается; облигации компании – одни из самых доходных среди бумаг эмитентов металлургической отрасли

Сегодня утром крупнейший производитель алюминия – Русал – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО по итогам 9Q2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

На операционные показатели Русала в 3К 2011 г. оказывала негативное влияние динамика цен на алюминий: средняя цена снизилась на 8% относительно 2К. Тем не менее выручка за квартал уменьшилась на 5% благодаря росту доли продаж продуктов с более высокой добавленной стоимостью. EBITDA также снизилась на 5%, что можно отнести к заслугам компании. В 3К ей удалось удержать себестоимость производства на уровне прошлого квартала, а операционные затраты снизить на 30%. Примечательно, что Русалу удалось несколько снизить затраты на электроэнергию (основная статья затрат при производстве алюминия) за счет уменьшения платы за мощность и платы за передачу электроэнергии. В результате рентабельность по EBITDA по итогам 9М 2011 г. сохранилась на уровне 24%, но несколько снизилась в 3К – до 22%.

Русал	NR
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	9.5
EBITDA margin	24%
Долг/EBITDA	3.9

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ЦЕН НА АЛЮМИНИЙ НА LME



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Чистый операционный денежный поток Русала в 3К 2011 г. несколько снизился относительно 2К, однако его объема было достаточно для финансирования инвестиционной программы. Свободный денежный поток составил чуть менее USD1 млрд., что позволило компании немного снизить объем совокупного долга.

3К 2011 г. был наиболее важен для кредитного портфеля Русала: компания завершила процесс его рефинансирования. Результаты имеют двоякое значение для кредиторов компании. С одной стороны, кредитные риски Русала существенно сократились: срочность портфеля увеличилась с двух до четырех лет, основные выплаты теперь приходятся на 2016 г. (более USD6 млрд.), тогда как в ближайшие 4 года годовой объем выплат не превысит USD1.5 млрд. Исходя из текущей динамики операционного денежного потока Русала, ему потребуется рефинансировать не более USD600-700 млн. ежегодно, что не должно стать для компании существенной проблемой. С другой стороны, жесткие условия по долговой нагрузке и графику рефинансирования, закрепленные в IOA, были отменены, что практически полностью развязывает руки компании в отношении дивидендных выплат и агрессивного роста. Как сообщают сегодняшние Ведомости со ссылкой на собственные источники, Русал сможет выплачивать дивиденды в размере не более 25% от чистой прибыли после

того, как соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» опустится до уровня 3.5х, а это вполне вероятно уже по итогам 2011 г.

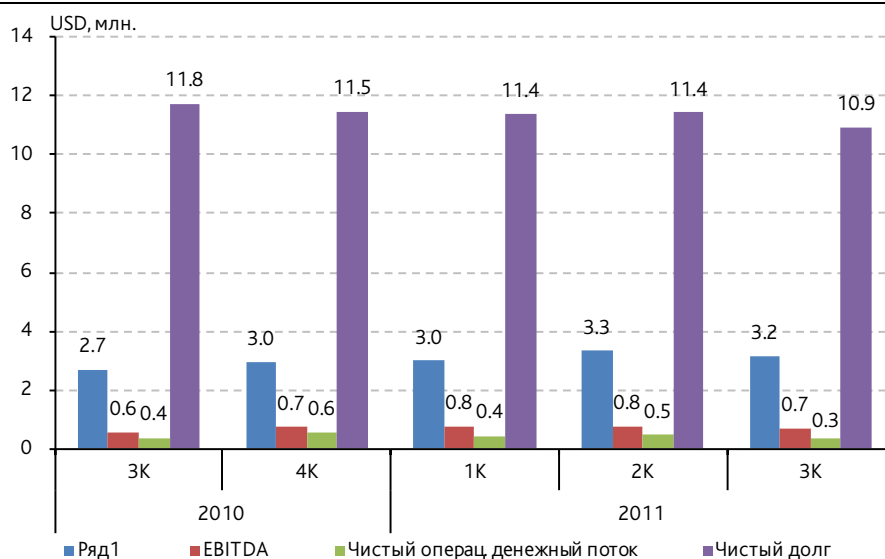
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РУСАЛА

МСФО, USD млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	8.0	11.0	9.5	-5%	18%
ЕБИТДА	1.9	2.7	2.2	-8%	15%
Чистая прибыль	1.4	2.9	1.2	-63%	-15%
Чистый операц. денежный поток	0.6	1.1	1.3	-27%	129%
Капвложения и М&А	0.3	0.8	0.4	46%	40%
Свободный денежный поток	-0.1	0.3	0.9	-50%	
Совокупный долг, в т.ч.	12.3	12.0	11.5	-2%	-7%
краткосрочный долг	1.3	1.4	1.6	1%	27%
Денежные средства и эквиваленты	0.5	0.5	0.5	66%	4%
Активы	25	27	26	-9%	4%
Показатели					
ЕБИТДА margin	24%	24%	24%		
ЕБИТДА/проценты	2.1	2.1	2.6		
Долг/ЕБИТДА*	5.7	4.5	3.9		
Чистый долг/ЕБИТДА*	5.5	4.3	3.7		
Долг/Собственный капитал	1.2	1.0	1.0		

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

Рублевые облигации Русала сейчас торгуются с доходностями более 10.5%, что является самым высоким уровнем среди бумаг эмитентов металлургической отрасли. Несмотря на сравнительно высокую долговую нагрузку компании, ее бонды могут быть интересны инвесторам, склонным к более рискованной позиции.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РУСАЛА



Источник: данные компании, НБ «Траст»



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

ТКС Банк и Ренессанс Кредит озвучили финансовые результаты за 9М 2011 по МСФО; облигации могут быть интересной инвестицией до погашения, не ожидаем роста котировок бумаг в текущих рыночных условиях

На прошлой неделе ТКС Банк разослал презентацию с финансовыми результатами банка за 9М 2011 г., а Банк Ренессанс Кредит опубликовал сокращенную версию неаудированной отчетности за этот же период по МСФО.

КОММЕНТАРИЙ

Финансовые итоги 3К 2011 г. обоих банков мы считаем умеренно позитивными: ТКС Банк и Ренессанс Кредит наращивали кредитные портфели опережающими рынок темпами, существенно увеличив показатели рентабельности при высоких показателях чистой процентной маржи и комфортных уровнях достаточности капиталом.

Так, объем кредитного портфеля ТКС Банка после отчислений в резервы увеличился за квартал на 19% до RUB20.5 млрд., а величина ссудного портфеля КБ Ренессанс выросла на 21% до RUB44.1 млрд. При этом, по сведениям ТКС Банка, ему удалось нарастить рыночную долю на 1 п.п. до 5% в сегменте выдачи займов посредством кредитных карт.

КБ Ренессанс также делает акцент в 2011 г. на более маржинальные кредитные продукты при расширении бизнеса, что позволяет ему демонстрировать высокие для отрасли показатели чистой процентной маржи (18.1% с учетом штрафов и пеней). ТКС Банк при расчете чистых процентных доходов также включает комиссионные доходы по операциям с кредитными картами, что в том числе завышает показатель NIM (выше 50% за 9М 2011 г.).

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТКС БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2009	2010	1К 11	1П 11	9М 11
Чистые процентные доходы	2.2	2.9	1.2	2.8	5.0
Комиссионные затраты	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
Расходы на привлечение потребителей	-0.1	-0.5	-0.3	-0.7	-1.1
Операционные доходы до резервов	2.1	2.6	0.9	2.0	4.0
Операционные расходы	-0.7	-1.4	-0.4	-0.9	-1.5
Отчисления в резервы	-0.5	-0.9	-0.2	-0.5	-0.9
Чистая прибыль	0.5	0.3	0.3	0.5	1.2
Денежные средства	0.6	1.6	1.2	2.5	1.7
Кредитный портфель, нетто	5.3	9.6	11.8	15.6	18.6
Резервы	-0.6	-0.8	0.0	-1.0	-1.7
Средства кредитных организаций	2.6	1.0	0.0	0.0	0.5
Средства клиентов	0.4	5.3	6.2	6.8	7.3
Долговые ценные бумаги размещенные	2.7	4.4	5.5	10.5	11.3
Собственный капитал	1.1	1.3	2.0	2.3	3.0
Активы	6.4	12.3	14.2	20.1	22.7
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	69.4%	22.9%	62.8%	58.2%	83.5%
Доходность активов (ROAA)	8.8%	2.9%	8.0%	6.5%	10.3%
Расходы/доходы	35.6%	51.8%	41.8%	44.9%	38.3%
Расходы/доходы*	38.5%	59.9%	56.6%	59.1%	51.1%
Чистая процентная маржа (NIM)	36.2%	20.3%	20.8%	19.6%	53.6%
Чистый процентный спред (NIS)	33.7%	10.8%	12.2%	12.0%	27.9%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты**	6.9%	3.2%	2.7%	2.7%	3.8%
Резервы/NPLs**	1.4	2.0	2.3	2.2	1.9
Стоимость риска	10.0%	10.3%	6.7%	6.7%	8.2%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	н.д.	11.8%	15.1%	13.1%	14.2%
Достаточность капитала (H1)	28.3%	14.1%	16.7%	14.2%	13.1%

* с учетом затрат на привлечение потребителей
 ** по данным презентации ТКС Банка за 9М 2011
 Источник: данные банка, НБ «Траст»

Примечательно, что КБ Ренессанс сумел сократить долю просроченных свыше 90 кредитов на 1.5 п.п. до 4.8% за 3К 2011 г. В то же время ТКС Банк нарастил долю NPLs в портфеле на 1.1 п.п. до 3.8%. Впрочем, показатель качества ссудного портфеля является все еще достаточно высоким для розничных банков, особенно учитывая специализацию на кредитование посредством пластиковых карт.

Заметим, что оба банка активно привлекали средства клиентов в качестве источников фондирования и выпуска облигаций. При этом КБ Ренессанс также нарастил объем оптового долга на балансе за счет поступления 3-го транша кредита от ЕБРР.

ТКС Банк	B2/NR/B
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	20.5
NIM	53.6%
NPLs (+90 дней)	3.8%

КБ Ренессанс	B3/B/B
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	44.1
NIM	18.1%
NPLs (+90 дней)	4.8%

На данный момент евробонды банков торгуются с доходностью выше YTM 15% на диапазоне 2–3 лет, что может заинтересовать склонных к риску инвесторов. Одновременно мы не склонны рассчитывать на рост котировок бумаг, учитывая преобладание негативных настроений на внешних рынках.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЕНЕССАНС КРЕДИТ

МСФО, RUB млрд.	2009	2010	1П 11	9М 11
Чистые процентные доходы	12.5	9.5	3.5	5.6
Чистые процентные доходы без штрафов и пеней	6.0	4.9	2.2	0.0
Чистые комиссионные доходы	0.5	2.3	1.8	3.2
Операционные доходы до резервов	11.2	11.9	5.2	8.7
Операционные расходы	-3.6	-5.1	-1.1	-1.7
Отчисления в резервы	-12.5	-5.1	-1.1	-1.7
Чистая прибыль	-4.2	1.6	0.8	1.8
Денежные средства	3.7	5.7	4.8	4.3
Ценные бумаги	1.0	1.0	0.6	0.2
Кредитный портфель, gross	33.0	32.5	36.5	44.1
Резервы	-4.8	-1.2	-1.3	-1.3
Кредитный портфель, нетто	28.2	31.3	35.2	42.8
Средства кредитных организаций, включая ЦБ	14.9	0.0	0.0	0.0
Средства клиентов	6.2	18.2	21.7	24.3
Долговые ценные бумаги размещенные	10.4	10.2	8.5	12.1
Прочие заемные средства	0.0	0.0	0.8	0.8
Собственный капитал	9.5	11.3	12.1	12.7
Активы	43.1	40.7	44.2	51.2
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	-39.1%	15.0%	13.1%	20.0%
Доходность активов (ROAA)	-7.9%	3.7%	3.6%	5.2%
Расходы/Доходы	32.5%	42.2%	59.4%	54.0%
Чистая процентная маржа (NIM)	26.5%	26.5%	18.3%	18.1%
Чистая процентная маржа (NIM) *	12.7%	13.8%	11.7%	н.д.
Стоимость риска	28.9%	15.6%	6.5%	6.0%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	20.0%	6.3%	5.4%	4.8%
Резервы/Кредиты	14.5%	3.6%	3.7%	3.1%
Достаточность капитала (TCAR)	21.2%	29.0%	27.0%	26.0%

* чистые процентные доходы без учета штрафов и пеней
 Источник: данные банка, НБ «Траст»



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

Процесс выхода Казахстана из капитала реструктурированных БТА Банка, Альянс Банка и Темирбанка затягивается; сохранение доли государства в структуре акционеров умеренно позитивно для держателей долга банков, но высокие кредитные риски эмитентов делают инвестиции в бумаги банков неинтересными

На прошлой неделе председатель правления Национального Банка Казахстана Г.Марченко озвучил сомнения в реализации намеченных планов на 2012г. по продаже реструктурированных банков. В качестве основной причины Г.Марченко называет отсутствие спроса на активы со стороны квалифицированных инвесторов, ссылаясь на переговоры с переживающими не лучшие времена европейскими банками.

КОММЕНТАРИЙ

Как мы понимаем, высказывания представителей регуляторов подразумевают затягивание процесса выхода государства из структуры собственников реструктурированных банков на диапазоне ближайшего года, что и так вполне ожидаемо, поэтому мы не ждем существенной реакции в котировках еврооблигаций банков.

Тем не менее сохранение доли государства в лице государственного фонда Самрук-Казына в капиталах реструктурированных банков, на наш взгляд, является положительным фактором их кредитоспособности. Мы склонны полагать, что участие государственных институтов в структуре капитала является гарантией возврата

БТА Банк	ВЗ/WR/В-
<i>КФН, 9М 2011</i>	
Кредиты, KZT трлн.	2.3
NPLs (+90 дней)	61.1%
K1-1	11.5%

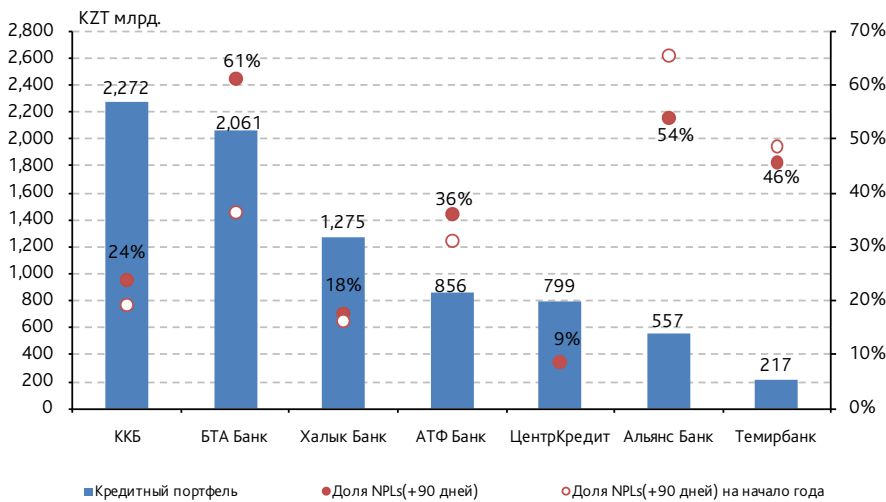
Темирбанк	WR/В /WR
<i>КФН, 9М 2011</i>	
Кредиты, KZT млрд.	217
NPLs (+90 дней)	45.7%
K1-1	7.7%

средств для контрагентов банка и держателей краткосрочного долга, учитывая слабые финансовые показатели банков. Одновременно мы не исключаем принятия кардинальных мер по восстановлению деятельности банков со стороны регуляторов в среднесрочной перспективе, особенно в отношении БТА Банка.

Заметим, что низкий интерес к прошедшим реструктуризации активам со стороны инвесторов, на наш взгляд, вполне оправдан по причине не только обострения ситуации на глобальных рынках, но и сохранения существенных проблем как в самих банках-претендентах на продажу, так и в банковской системе Казахстана в целом. Несмотря на улучшение макроэкономических показателей, банки сохраняют большие объемы проблемных активов на балансах при ограниченных возможностях по наращиванию кредитных портфелей на фоне довольно низких показателей маржинальности бизнеса. Напомним, что ранее группа Юникредит заявляла о намерениях выйти с казахстанского рынка банковских услуг в долгосрочной перспективе.

Альянс Банк		V3/B- /B-
КФН, 9М 2011		
Кредиты, KZT млрд.	557	
NPLs (+90 дней)	53.9%	
K1-1	7.7%	

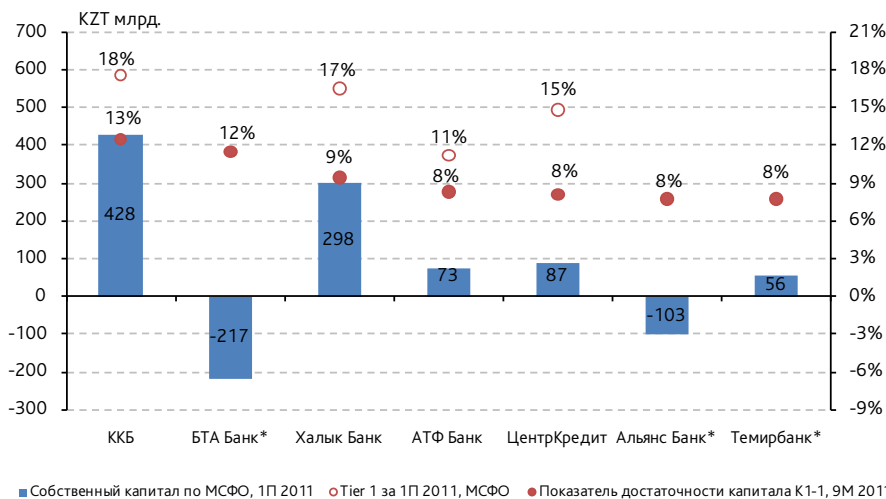
ДИАГРАММА 1. ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ КРЕДИТНЫХ ПОРТФЕЛЕЙ КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ КАЗАХСТАНА ПО ИТОГАМ 9М 2011



Источник: КФН, НБ «Траст»

Согласно опубликованным Комитетом Финансового Надзора Национального Банка Республики Казахстан (КФН) данным, по итогам 9М 2011 г. качество кредитных портфелей у прошедших реструктуризацию банков все еще хуже, чем у большинства кредитных организаций. Доля просроченных свыше 90 дней кредитов составляла около половины всех займов: 46% у Темирбанка, 54% у Альянс Банка, 61% у БТА Банка. При этом с начала года доля проблемных кредитов продолжила расти у 4-х из 7-и крупнейших банков в стране при невысоких темпах роста кредитных портфелей (см. диаграмму 1.).

ДИАГРАММА 2. ПОКАЗАТЕЛИ ДОСТАТОЧНОСТИ КАПИТАЛА КРУПНЕЙШИХ БАНКОВ КАЗАХСТАНА



* банки не публикуют в отчетности показатели достаточности капитала Tier 1/TCAR в соответствии с методологией Базельского комитета по банковскому контролю
 Источник: данные банков, КФН, НБ «Траст»

Вдобавок, фонд Самрук-Казына, по всей видимости, намерен полностью вернуть инвестиции, потраченные на спасение проблемных банков, что, вероятно, завышает цену активов и затрудняет процесс переговоров. Однако, несмотря на выполнение реструктурированными банками нормативов по уровню достаточности капитала в соответствии с национальными стандартами отчетности, объем собственных средств по МСФО продолжает находиться в отрицательной зоне у Альянс Банка и БТА Банка (см. диаграмму 2).

Мы нейтрально относимся к еврооблигациям реструктурированных банков, учитывая существенный объем проблемных активов на балансах банков и умеренные темпы восстановления бизнеса (для Темирбанка и Альянс банка). Вдобавок, ликвидность бумаг ограничена особенно в периоды повышенной волатильности и ухода инвесторов из рискованных активов.



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

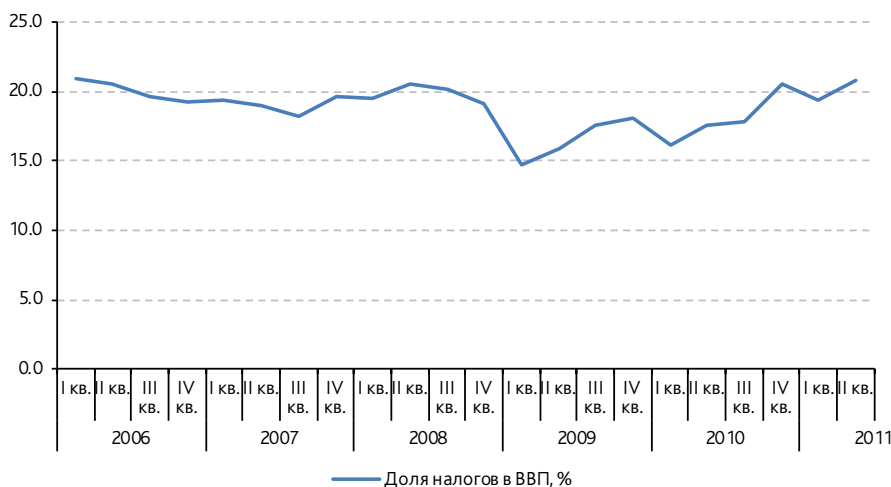
Российская макроэкономика

Прогноз оттока ликвидности, связанного с уплатой страховых взносов на обязательное страхование в ноябре 2011, оценивается на уровне RUB180-185 млрд.; с учетом сложившейся и прогнозируемой макроэкономической ситуации в России мы ожидаем значительное увеличение данного показателя в декабре

С 15 ноября начинается период уплаты основных федеральных налогов и платежей во внебюджетные фонды. Суммы, подлежащие первоочередному перечислению на счета Казначейства России, включают расчеты по взносам на обязательное страхование.

С одной стороны, на сегодняшний день уровень налоговых изъятий из экономики является высоким – порядка 20% ВВП (см. диаграмму 1). При этом существуют объективные предпосылки для дальнейшего роста этого показателя. Они обусловлены необходимостью финансирования государственных расходов, которые увеличиваются опережающими темпами.

ДИАГРАММА. ДОЛЯ НАЛОГОВ В ВВП, %



Источник: Росстат, НБ «Траст»

С другой стороны, по состоянию на последнюю отчетную дату, 1 сентября 2011 г., годовой план по наполнению доходной части федерального бюджета выполнен на 71%. Это позволяет сделать вывод о том, что реальные поступления на конец года превысят контрольные цифры, утвержденные законом как минимум на 10%. Фактическая динамика собираемости налогов свидетельствует как об увеличении налоговой базы, так и об улучшении качества налогового администрирования. Однако превышение плана над фактом также может быть вызвано недостаточно полным учетом масштабов «теневого рынка». Последнее обстоятельство определяет факторы дальнейшего роста доходов государства за счет легализации значительной части экономики и усиления налогового контроля.

Проведенный анализ динамики страховых взносов на обязательное страхование позволил нам рассчитать прогноз социальных платежей с учетом следующих факторов: квартальной сезонности, инфляции, прироста трудоемкости ВВП текущего и предшествующего периодов.

По нашим оценкам, величина выплат по страховым взносам на обязательное страхование в ноябре 2011 г. составит порядка RUB180–185 млрд. в зависимости от прогнозируемого роста издержек труда. При этом в декабре ожидается значительное увеличение данного показателя, обусловленное устойчивым фактором сезонности.



Иван Синельников
 +7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
11 ноя	РусСтандарт-16о	5.0	11.00%	1*	11.29%
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-36о	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-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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
15 ноя	НЛМК-76о	10.0	8.95%	3
15 ноя	Банк Зенит-36о	3.0	8.75%	1*
16 ноя	Росбанк-36о	10.0	8.47-8.95%	1.5*
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	н.д.	5
17 ноя	Росбанк-56о	5.0	8.47-8.95%	3
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	н.д.	3
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	н.д.	5

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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
24 ноя	МОЭК	6.0	6.35%	6.35%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	0.10%	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%	8.25%	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
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-096о	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 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 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**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

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

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

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.