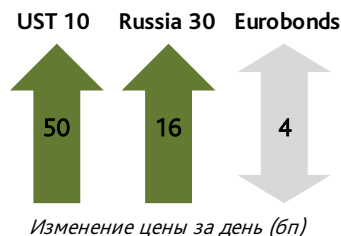


Навигатор долгового рынка

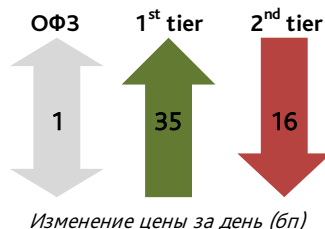
Глобальные рынки и еврооблигации

- Настроения рынков во вторник: вновь под влиянием холодного дыхания южных экономик **Европы**
- Итоги торгов по еврооблигациям:** покупки в бенчмарковых суверенных выпусках и разнонаправленная динамика в корпоративных бумагах
- Открытие торгов по еврооблигациям:** ключевые рискованные активы не дают поводов для покупок
- Bond Radar:** Газпромбанк проведет ряд встреч с инвесторами начиная с 28 ноября 2011 с намерениями выпустить еврооблигации в долларах



Рублевые облигации и денежный рынок

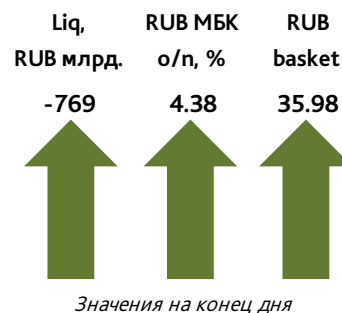
- В госбумагах выраженных предпочтений не было; ориентиры **Минфина** по **ОФЗ 25079** непривлекательны, что не исключает размещения вплоть до половины объема; в корпоративном секторе активны новые выпуски
- Ликвидность** выросла, ажиотажа в ставках денежного рынка накануне возврата RUB95 млрд. бюджетных депозитов не возникло
- РСХБ** установил ставку 7–10 купонов на уровне 8.75% по выпуску **РСХБ-5** объемом RUB10 млрд., что при цене около номинала предполагает доходность порядка YTP 8.94% к следующей оферте через два года; параметры вполне рыночные и соответствуют условиям недавно размещенного выпуска **РСХБ-15**
- СКБ-банк** предложил купон 10.75% по бондам серии БО-4, или около YTP 11.0% через год при текущих котировках, что, на наш взгляд, не предполагает существенного объема предложения бумаг к оферте, учитывая вхождение бумаг в Ломбардный Список ЦБ РФ



Кредитные комментарии

- Альянс Ойл** опубликовала хорошие результаты за 3К 2011; операционные показатели растут, долговая нагрузка остается стабильной; рублевые облигации непривлекательны, еврооблигации могут быть интересны
- Акрон** опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 9М 2011; опасения вызывает динамика денежных потоков; в рублевых бондах интересных торговых идей нет
- Русгидро** привлекает крупный кредит у **Сбербанка**; необходимость в публичных заимствованиях пока отпадает; еврооблигации привлекательнее локальных бумаг
- Халык Банк** опубликовал данные за 3К 2011: чистая процентная маржа банка незначительно выросла, объем кредитного портфеля увеличивался скромными темпами при ухудшении его качества; нейтрально смотрим на евробонды банка
- ММК** может купить долю в австралийской металлургической компании, специализирующейся на добыче руды; подробности потенциальной сделки, как и ее перспективы, отсутствуют; если сделка состоится, то будет иметь место скорее портфельная инвестиция; рублевые облигации ММК дороги
- Партнер **Интуриста Thomas Cook** обратился к кредиторам с просьбой об изменении условий кредитов из-за сложной финансовой ситуации; непосредственного влияния на кредитоспособность Интуриста это не окажет, но репутационная составляющая кредитного качества компании резко сократилась; возможна кратковременная негативная реакция в бондах Интуриста

Индикаторы FX/ММ



Российская макроэкономика

- Индекс предпринимательской уверенности** в ноябре вырос в обрабатывающих производствах на 2%; остался практически неизменным в добывающей промышленности; ожидаем слабый прирост промышленных цен в декабре 2011

Макроцифра

+2% – индекс предпринимательской уверенности в ноябре

Последние обзоры

- 22 ноября Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта
- 17 ноября Uranium One: второй эшелон по цене первого
- 16 ноября Группа ГАЗ: противоречивая отчетность за 1П 2011 и планы по выпуску евробондов
- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.
- 1 ноября Совкомфлот: история с циклическим оттенком

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

13:00	Индекс деловой активности PMI в промышленности в еврозоне за ноябрь
14:15	Итоги аукциона по 10-лет. госбумагам Германии в объеме EUR6 млрд.
17:30	Заказы на товары длительного пользования в США за октябрь
17:30	Личные доходы и расходы в США за октябрь
17:30	Первичная и длящаяся безработица в США
18:55	Индекс потребит. доверия от Мичиганского университета за ноябрь окончательный

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	309	+2
UST10	▼	1.92	-0.06
Russia 30-UST 10	▲	267	+3
EUR/USD	▲	1.3513	+0.1%
Oil (Brent)	▲	108.2	+1.1%
VIX	▼	31.97	-0.94

Настроения рынков во вторник: вновь под влиянием холодного дыхания южных экономик Европы

Терпеливо переждав понедельник, первый рабочий день после выборов в Испании, рынки нашли повод выместить свои опасения относительно экономического положения страны во время ее очередного визита за деньгами на первичный рынок. Собственно, вчера такой повод представился: страна разместила 3- и 6-мес. векселя с намерением привлечь EUR2-3 млрд.

План по привлечению был выполнен: было продано бумаг на EUR2.98 млрд. при весьма неплохом переспросе (2.85x по 3-мес. бумагам и 4.92x по 6-мес.), но, как говорится, какой ценой! Доходности по удовлетворенным заявкам по итогам размещения составили соответственно 5.11% и 5.23% при том, что на аукционах в конце октября привлечение за счет эмиссии квартальных и полугодичных бумаг обошлось в 2.29% и 3.30%.

Вторичный рынок по испанскому долгу моментально подтянулся к доходностям, сложившимся на аукционе, что в свою очередь поставило на дыбы весь ближний сегмент суверенной кривой. Таким образом, и суверенная кривая Испании завершила коллекцию инвертированных кривых PIIGS: спред 12-мес. бумаг к 10-летнему on-the-run выпуску по сегодняшним котировкам дает премию свыше 20 бп.

Тем не менее традиционный спрос на ликвидность в еврозоне упорно не дает падать евро относительно других валют: каких-то нетипично низких уровней по валюте мы не видим (хотя пара EUR/USD упорно движется к 1.34). Вчера предоставление банкам 7-дневной ликвидности на еженедельном аукционе ЕЦБ (MRO) стало максимальным с июня 2009 г., составив EUR247.2 млрд.

В безрадостном тренде Европы оказалась и вчерашняя статистика по ВВП США за 3К 2011 г.: вторая оценка прироста к 2К 2011 г. была снижена до 2.0% в годовом исчислении против первоначальной в 2.5%. Тем не менее американский рынок акций в течение первой половины сессии даже рос. Рыночный оптимизм по итогам обнародования МВФ примерно в 21:00 МСК решения о введении инструментов предоставления ликвидности странам, имеющим прямые риски от кризисных явлений в еврозоне, был непродолжительным.

Опубликованный несколько позже протокол ноябрьского заседания ФРС в целом ничего отличного от ранее озвученного Б. Бернанке на пресс-конференции не принес. Лично мы обратили внимание на мнение членов ФРС о том, что экономический рост с более высокой вероятностью останется достаточно сдержанным, а озвученные прогнозы роста ВВП вполне могут быть снова пересмотрены в сторону понижения.

Весь данный негатив способствовал значительному нисходящему движению в рисковом активах на азиатской сессии: на 09:40 МСК декабрьский фьючерс на индекс S&P 500 (контракт mini S&P на CME) торгуется почти на 20 пунктов ниже закрытия базового актива, составившего 1188.04 пункта по итогам вчерашних торгов. Потери несут commodities и валюты против доллара.

Итоги торгов по еврооблигациям: покупки в бенчмарковых суверенных выпусках и разнонаправленная динамика в корпоративных бумагах

На вчерашних торгах достаточно большой интерес присутствовал в суверенных выпусках: основной **Russia 30** (YTM 4.58%) и рублевый **Russia 18** (YTM 7.42%) прибавили 10-15 бп, закрывшись соответственно на уровнях 116.5% и 102.1% от номинала. В части традиционно ликвидных бумагах присутствовали покупки в длинных выпусках Газпрома – **Gazprom 34** и **37** прибавили 40-70 бп, однако ликвидного рынка здесь, как мы понимаем, не было. Данный рост компенсировался продажами по всему спектру квазисуверенных банковских выпусков: **GazpromBank 14** и **15** потеряли 20-35 бп в цене, на 30-50 бп подешевели выпуски **RusAgrBank 17** и **18**.

Открытие торгов по еврооблигациям: ключевые рискованные активы не дают поводов для покупок

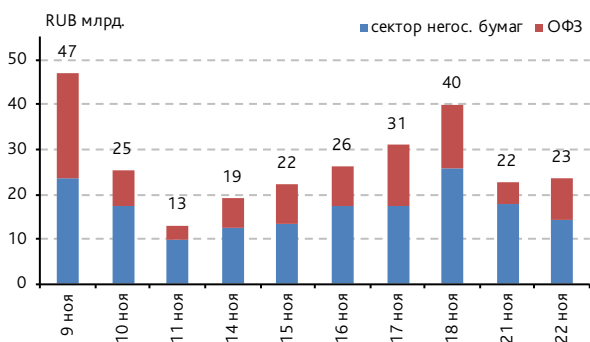
Старт торгов на азиатской сессии на «тонком» рынке способствовал достаточно сильным ценовым движением в глобальных активах. Помимо вышеописанных заметных продаж в деривативах на американские индексы акций имело место значительное снижение в нефти: Brent вернулся на уровни открытия основных торгов в США во вторник (18:30 МСК) и торгуется сейчас примерно USD108/барр., потеряв около 1.2 долл. относительно максимумов вчерашнего дня. Ноябрьские предварительные данные по промышленному PMI в Китае (48.0 против 51.0 в октябре) ударили по валютам против доллара. На этом фоне покупатели в российских евробондах едва ли появятся сегодня.



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	39.8%
от 1 до 1.5 лет	8.7%
от 1.5 до 2 лет	7.5%
от 2 до 3 лет	8.8%
от 3 до 5 лет	18.9%
> 5 лет	16.3%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.16%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	8.08%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.34%	6.5
Банки	8.00%	1.5
Корп 1 эшелон	7.74%	2.0
Корп 2 эшелон	8.68%	2.0

В госбумагах выраженных предпочтений не было; ориентиры Минфина по ОФЗ 25079 непривлекательны, что не исключает размещения вплоть до половины объема; в корпоративном секторе активны новые выпуски

В госбумагах вчера интерес участников был замечен в небольшом числе выпусков без привязки к длине. Достаточно ликвидный рынок сложился в 6-летнем выпуске **ОФЗ 26206** (YTM 8.36%), прибавившем 30 бп, причем по итогам понедельника он выглядел достаточно интересно относительно кривой NDF и более длинного **ОФЗ 26204** и мог привлечь склонных к риску покупателей (подробнее см. «Навигатор долгового рынка» от 22.11.2011 г.). Большой объем сделок прошел и в незначительно подорожавшем 10-летнем **ОФЗ 26205** (YTM 8.52%): нынешняя доходность выпуска предлагает всего 9–10 бп премии к **ОФЗ 26204** и едва ли может рассматриваться как справедливая.

В размещаемом на сегодняшнем аукционе Минфина 4-летнем **ОФЗ 25079** (YTM 7.94%) рынка вчера практически не было. Ведомство планирует продать бумаги на RUB10 млрд. в диапазоне доходности 7.90–7.95%. Привлекательными заявленные ориентиры мы назвать не готовы, тем не менее не исключаем, что спрос может сформироваться вплоть до половины предлагаемого объема.

В корпоративных бумагах активность сосредоточилась в новых выпусках. Очень ликвидным оказался вышедший на вторичный рынок **Газпром-Капитал-3**, отторговавшийся на уровне 100.03% от номинала. Практически не изменились в цене **РСХБ-15** (YTW 8.82%) и **ФСК ЭЭС-15** (YTW 8.82%).



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

Денежный рынок

События денежного рынка

- 23 ноя Поступление средств с аукциона Минфина (RUB8 млрд., 14 дней)
- 23 ноя Возврат Минфину RUB95.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
- 23 ноя Аукцион ОФЗ 25079 на RUB10 млрд.
- 25 ноя Уплата акцизов и НДС за октябрь
- 28 ноя Уплата налога на прибыль за октябрь
- 30 ноя Возврат Минфину RUB38.0 млрд. бюджетных средств с депозитов

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.50	4.50	5.00	4.25/4.50
2-й круг	5.25/5.75	4.00	6.00	4.50/5.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.50	4.75-5.00	4.25-4.50

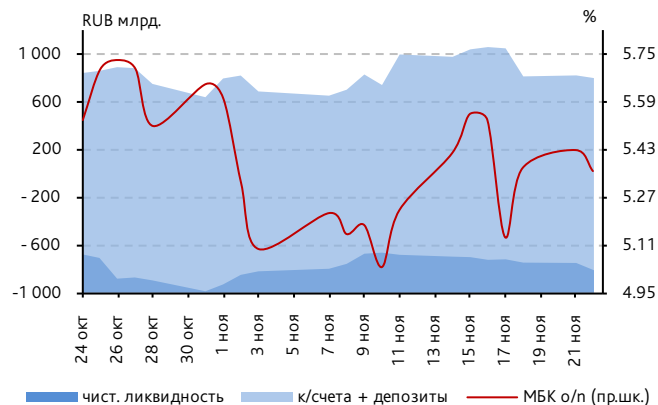
Ликвидность выросла, ажиотажа в ставках денежного рынка накануне возврата RUB95 млрд. бюджетных депозитов не возникло

Ликвидность по итогам вторника выросла: суммарные остатки на корсчетах и депозитах прибавили RUB30.4 млрд. (до RUB837.1 млрд.). На вчерашнем аукционе Минфина спрос был предъявлен всего на RUB8 млрд. со стороны одного банка (при предложении ведомства в RUB95 млрд.). При этом привлечение на аукционах РЕПО с ЦБ оказалось меньше выставленных регулятором лимитов, ажиотажа в ставках денежного рынка также не возникло.

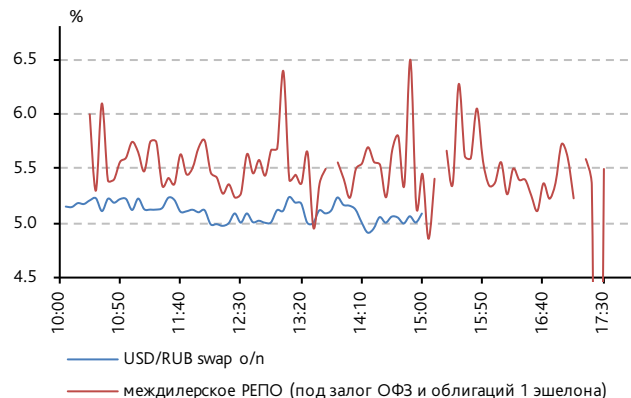


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday




Кредитные комментарии

Альянс Ойл опубликовала хорошие результаты за 3К 2011; операционные показатели растут, долговая нагрузка остается стабильной; рублевые облигации непривлекательны, еврооблигации могут быть интересны

Вчера Альянс Ойл опубликовала финансовые результаты за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Альянс Ойл порадовала инвесторов хорошей отчетностью за 3К 2011 г. Главным итогом по крайней мере для кредиторов компании мы считаем стабилизацию уровня долга. В 3К компании удалось покрыть значительную инвестиционную программу операционным денежным потоком.

Выручка компании практически не изменилась по сравнению с прошлым кварталом: увеличение объема добычи и переработки было компенсировано падением цен на нефть. В то же время EBITDA компании выросла сразу на 40%. Прирост полностью относится к сегменту downstream (переработка). Маржа переработки значительно увеличилась за счет стабильных нэтбэков (то есть цен за вычетом транспортных затрат, пошлин и акцизов) от реализации нефтепродуктов на фоне падения стоимости сырья (нефти), которое компания закупает в основном у сторонних производителей. Однако в следующие периоды, на наш взгляд, стоит ожидать падения EBITDA сегмента переработки в связи с введением налогового режима «60-66» и, возможно, коррекцией цен на нефтепродукты.

В сентябре компания запустила Колвинское месторождение, которое на данный момент является главным источником долгосрочным роста сегмента upstream (добыча). С запуском месторождения суточная добыча выросла на 50%, а доля добытой нефти, не облагаемой НДС, увеличилась с 24% до 37%. В результате EBITDA сегмента осталась на уровне 2К даже в условиях падения нефтяных нэтбэков на 8%.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЛЬЯНС ОЙЛ

МСФО, USD млн.	9М 2010	9М 2011	2К 2011	3К 2011	9М10/9М11	3К11/2К11
Выручка	1,614	2,257	784	794	40%	1%
ЕВITDA	320	454	124	174	42%	40%
Чистая прибыль	165	209	56	63	27%	13%
Чистый операц. денежный поток	49	311	-1	221		
Капвложения и М&А	409	778	220	226	90%	2%
Свободный денежный поток	-356	-455	-221	-6	28%	-97%
Совокупный долг, в т.ч.	993	1,567	1,665	1,567	58%	-6%
краткосрочный долг	110	55	78	55	-50%	-29%
Денежные средства и эквиваленты	270	244	283	244	-10%	-14%
Активы	3,184	4,060	4,380	4,060	28%	-7%
Показатели						
ЕВITDA margin	20%	20%	16%	22%		
ЕВITDA/проценты	20.9	17.4	33.7	12.9		
Долг/ЕВITDA*	2.4	2.7	3.1	2.7		
Чистый долг/ЕВITDA*	1.8	2.3	2.6	2.3		
Долг/Собственный капитал	0.6	0.8	0.8	0.8		

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

Чистый операционный денежный поток составил в 3К 2011 г. USD221 млн., из которых USD74 млн. было обеспечено изменением оборотного капитала. Капитальные вложения составили USD226 млн. и были полностью профинансированы за счет операционного денежного потока. В свете хронической нехватки собственных средств для финансирования инвестиционной программы на протяжении последних нескольких лет нулевой свободный денежный поток можно считать знаковым событием, которое, вероятно, будет положительно оценено инвесторами. Стоит заметить, что некоторое уменьшение долга по итогам 3К является «искусственным»: из-за обесценения рубля часть долга стала меньше в долларовом эквиваленте.

В 4К 2011 г. возможно возвращение свободного денежного потока в отрицательную зону при стабилизации или увеличении оборотного капитала. Однако, как заявили на телеконференции руководители компании, Альянс Ойл планирует выйти на нулевой уровень свободного денежного потока в начале 2012 г. Мы считаем такой прогноз обоснованным и полагаем, что в 2012 г. компания будет снижать уровень долговой нагрузки.

Альянс Ойл	NR/B+/B
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	2.26
ЕВITDA margin	20%
Долг/ЕВITDA	2.7

Рублевые облигации компании не очень ликвидны. Вчера выпуск **НК Альянс БО-1** прибавил одну фигуру, а **НК Альянс-З** на столько же «просел». Последние сделки предполагают спред к первому эшелону не более 300 бп. Принимая во внимание соответствующие различия в кредитном качестве, заметного сужения спреда мы не ожидаем. Еврооблигации торгуются с премией 350–400 бп к бумагам ТНК и Лукойла. В данном случае, на наш взгляд, нельзя исключить уменьшения премии до порядка 300 бп.



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

Акрон опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 9М 2011; опасения вызывает динамика денежных потоков; рублевые облигации не предлагают интересных торговых идей

Вчера крупный производитель азотных и сложных удобрений, Акрон, опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели Акрона по итогам 9М 2011 г. продемонстрировали отличную динамику: выручка за год выросла на 43%, превысив RUB46 млрд. Подобная динамика была обеспечена ростом цен на азотные и сложные удобрения (основной скачок произошел во 2К 2011 г.), а также ростом объемов отгрузки удобрений (около 7% год-к-году). EBITDA Акрона продемонстрировала еще более позитивную динамику, увеличившись более чем на 120% по отношению к результату за 9М 2010 г. Как следствие, рентабельность по EBITDA выросла до 31% (20% по итогам 9М прошлого года).

Наиболее негативное впечатление произвел отчет о движении денежных средств: денежные потоки от операционной деятельности резко сократились в 3К 2011 г. Кроме того, существенно вырос объем оборотного капитала, что привело к снижению чистого операционного денежного потока по итогам 9М 2011 г. до RUB1.6 млрд. (по итогам 2К эта цифра составляла RUB4.2 млрд.). В 3К Акрон продолжил активные инвестиции, в результате чего свободный денежный поток по итогам 9М 2011 г. стал глубоко отрицательным.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АКРОНА

МСФО, RUB млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	32.4	46.7	46.2	2%	43%
ЕБИТДА	6.4	10.3	14.2	18%	121%
Чистая прибыль	4.0	6.3	10.4	24%	158%
Чистый операц. денежный поток	2.9	3.3	1.6		-44%
Капвложения и М&А	3.6	5.4	6.5	39%	84%
Свободный денежный поток	-0.6	-2.2	-4.9		
Совокупный долг, в т.ч.	34.0	35.9	42.2	-1%	24%
<i>краткосрочный долг</i>	<i>12.5</i>	<i>13.1</i>	<i>12.1</i>	<i>33%</i>	<i>-3%</i>
Денежные средства и эквиваленты	7.0	7.6	10.5	-27%	52%
Активы	90	98	115	1%	29%
Показатели					
ЕБИТДА margin	20%	22%	31%		
ЕБИТДА/проценты (x)	4.7	3.8	7.7		
Долг/ЕБИТДА* (x)	4.2	3.5	2.3		
Чистый долг/ЕБИТДА* (x)	3.3	2.7	1.8		
Долг/Собственный капитал (x)	0.8	0.7	0.7		

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

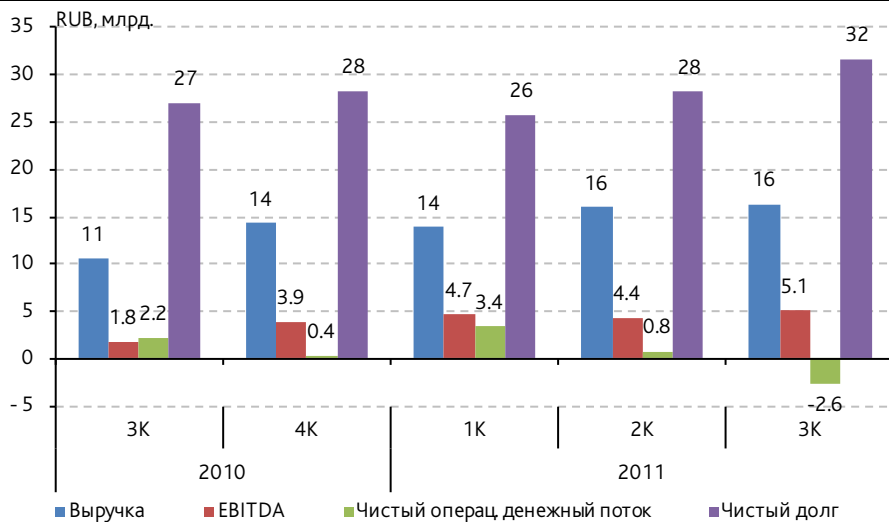
Ситуация с долгом существенно не изменилась: размер совокупного долга сохранился на уровне около RUB42 млрд. (+18% к уровню конца 2010 г.). Негативную динамику продемонстрировала ликвидная позиция компании, сократившаяся за квартал на RUB4 млрд. Тем не менее на счетах Акрона остается еще более RUB10 млрд. денежных средств, а невыбранные кредитные линии на конец 3К 2011 г. составляли около RUB11.5 млрд. Столь существенный запас ликвидности, безусловно, дает компании широкие возможности по рефинансированию краткосрочного долга, однако значительные дивидендные выплаты (RUB6.3 млрд.) вместе с растущими капитальными затратами могут потребовать от Акрона дополнительных

Акрон	B1/NR/B+
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	46.2
ЕБИТДА margin	31%
Долг/ЕБИТДА	2.3

заимствований. Кроме того, динамика денежных потоков выглядит не слишком обнадеживающей и, если подобная картина повторится в 4К текущего года, компания будет вынуждена финансировать инвестиционную программу из заемных средств.

У Акрона также остается пакет акций Уралкалия рыночной стоимостью около RUB18 млрд., который в теории может служить дополнительной подушкой ликвидности в стресс-сценарии. Акрон заявлял, что в течение трех лет продаст весь пакет на рынке, а поступления от продажи направит на финансирование инвестпрограммы. Однако перспективы подобной реализации на падающем рынке выглядят несколько туманно. Относительно пакета собственных акций на балансе компании, полученных Акроном после урегулирования конфликта с Yara (см. «Навигатор долгового рынка» от 22.11.2011 г.), мы придерживаемся мнения, что наиболее вероятным сценарием для компании станет погашение этих акций.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ АКРОНА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Рублевые облигации Акрона из-за низкой ликвидности не реагируют на корпоративные события и не предлагают интересных торговых идей.



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

Русгидро привлекает крупный кредит у Сбербанка; необходимость в публичных заимствованиях до конца года отпадает; еврооблигации привлекательнее локальных бумаг

Вчера один из крупнейших игроков оптового рынка электроэнергии, Русгидро, опубликовал пресс-релиз, в котором сообщил о привлечении кредита от Сбербанка объемом RUB40 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Полные условия предоставленного кредита не раскрываются, Русгидро сообщает только срок, 2 года, и объем – RUB40 млрд.

Во время прошлого размещения рублевых облигаций в апреле 2011 г. компания сообщала, что наиболее вероятным источником заемных средств для нее станут новые выпуски облигаций. На данный момент у Русгидро еще остаются зарегистрированными 4 выпуска совокупным объемом RUB40 млрд., однако из-за существенно ухудшившейся конъюнктуры долгового рынка размещение такого существенного объема по приемлемым для компании ставкам оказалось невозможным. После привлечения средств от Сбербанка, Русгидро полностью выполнила план по заимствованиям на 2011 г. для финансирования инвестиционной программы, поэтому ожидать скорого выхода компании на долговой рынок не приходится. Тем более это маловероятно до стабилизации ситуации на рынках.

Русгидро	Ва1/BB+/BB+
<i>РСБУ, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	69.5
EBITDA margin	65%
Долг/EBITDA	0.8

Локальные долговые бумаги Русгидро не слишком ликвидны, а их индикативная доходность находится вблизи кривой ФСК. Это полностью лишает эти бумаги потенциала курсового роста в текущей рыночной ситуации. Рублевые еврооблигации, наоборот, выглядят перепроданными – их премия к локальным бумагам превышает 40-50 бп, тогда как в более спокойной ситуации справедливо говорить о дисконте как минимум в 50 бп.



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

Халык Банк опубликовал данные за 3К 2011: чистая процентная маржа банка незначительно выросла, объем кредитного портфеля увеличился скромными темпами при ухудшении его качества; нейтрально смотрим на евробонды банка

КОММЕНТАРИЙ

Халык Банк опубликовал весьма нейтральные финансовые показатели по МСФО за 3К 2011 г.: кредитный портфель рос медленнее рынка при ухудшении его качества. При этом банку не удалось нарастить показатели рентабельности, несмотря на незначительный рост чистой процентной маржи из-за снижения операционной эффективности.

За 3К 2011 г. кредитный портфель до отчислений в резервы увеличился на 0.6% до KZT1.4 трлн. Заметим, что согласно данным КФН, средний прирост объемов кредитования составил около 5.2% (не считая реструктурированные банки), но более быстрыми темпами наращивали ссудные портфели средние и мелкие по объему активы банки. Всего же за 9М 2011 г. Халык Банк увеличил объем кредитов менее чем на 3%, что делает, на наш взгляд, малореализуемым ранее озвученный прогноз по увеличению объема ссудного портфеля на 10% за весь 2011 г.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ХАЛЫК БАНКА

МСФО, KZT млрд.	2009	2010	1К 11	1П 11	9М 11
Чистые процентные доходы	91	92	22	43	66
Чистые комиссионные доходы	35	30	11	18	27
Операционные доходы до резервов	146	138	25	69	98
Операционные расходы	-39	-44	-11	-22	-34
Отчисления в резервы	-84	-48	-11	-20	-29
Чистая прибыль	16	33	11	21	28
Денежные средства	481	393	277	381	518
Ценные бумаги	226	462	739	578	437
Кредитный портфель, gross	1,340	1,343	1,341	1,371	1,380
Резервы	-207	-253	-262	-271	-281
Кредитный портфель, нетто	1,133	1,089	1,079	1,100	1,099
Средства кредитных организаций	173	71	22	42	62
Средства клиентов, в т.ч.	1,274	1,416	1,561	1,529	1,491
частных клиентов	400	491	518	532	546
Долговые ценные бумаги размещенные	264	252	325	324	332
Собственный капитал	281	318	293	298.1	300.8
Активы	2,023	2,098	2,249	2,242	2,240
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	6.7%	11.0%	13.9%	13.7%	12.1%
Доходность активов (ROAA)	0.9%	1.6%	2.0%	1.9%	1.7%
Расходы/Доходы	26.5%	32.0%	42.1%	31.9%	34.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	5.0%	4.4%	3.9%	3.9%	4.0%
NPLs (свыше 90 дней) /Кредиты*	16.7%	16.3%	16.5%	17.6%	17.8%
Резервы/Кредиты	15.5%	18.9%	19.5%	19.8%	20.4%
Стоимость риска	6.3%	3.6%	3.4%	3.0%	2.8%
Достаточность капитала (K1-1)*	11.1%	10.9%	9.6%	9.4%	9.4%

* по данным КФН

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Халык Банк	Ba2/B+/BB-
<i>МСФО, КФН, 9М 2011</i>	
Кредиты, KZT трлн.	1.4
NPLs (+90 дней)	17.8%
NIM	4.0%

Качество кредитного портфеля в 3К 2011 г., к сожалению, продолжило ухудшаться. Так, доля просроченных свыше 90 дней кредитов выросла на 0.3 п.п. до 17.8%, а уровень всех неработающих кредитов увеличился на 0.5 п.п. до 20.5%. Мы едва ли рассчитываем на скорое восстановление качества кредитного портфеля без принятия более активных мер по списанию и продаже проблемных ссуд с баланса, а также на фоне умеренных темпов роста кредитования.

Заметим, что банку удалось незначительно нарастить маржинальность бизнеса в 3К 2011 г. По нашим оценкам, показатель NIM составил 4.0% по итогам 9М 2011 г. (3.9% в 1П 2011 г.), что, впрочем, уступает показателям за 2010 г. (4.4%). Несмотря на рост доходов от основной деятельности в 3К 2011 г., банку не удалось заработать большей чистой прибыли из-за роста операционных затрат (+2% относительно прошлого квартала) и убытков от управления пенсионными активами (KZT6.4 млрд.).

Банк сохраняет существенную подушку ликвидных средств и комфортный уровень достаточности капитала, что в совокупности с низкой зависимостью от внешних рынков долга и устойчивыми позициями по привлечению средств вкладчиков делает кредитный профиль банка одним из наиболее устойчивых в республике. Тем не менее мы нейтрально смотрим на еврооблигации банка: на данный момент они торгуются с премиями к бумагам банка Развития Казахстана на уровне 50–100 бп при более широких спредах на длинном конце кривой. На наш взгляд, премия вполне оправдана и мы не склонны рассчитывать на ее сужение.



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

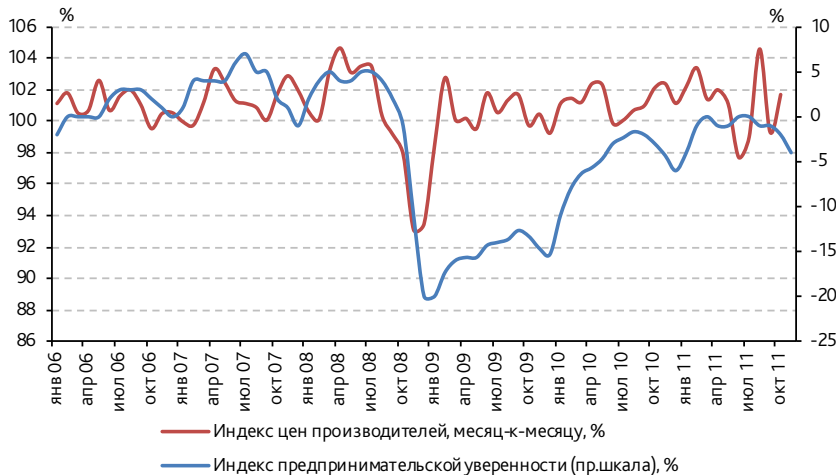
Российская макроэкономика

Индекс предпринимательской уверенности в ноябре вырос в обрабатывающих производствах на 2%; остался практически неизменным в добывающей промышленности; ожидаем слабый прирост промышленных цен в декабре 2011

Росстат опубликовал результаты исследования деловой активности предприятий добывающей, обрабатывающей промышленности, а также организаций сектора «Производство и распределение электроэнергии, газа и воды». Выборка исследования составила 4.4 тыс. организаций. Отчет содержит данные об индексе предпринимательской уверенности (ИПУ), который вырос в ноябре в среднем на 2% по сравнению с декабрем 2010 г. в обрабатывающих производствах и остался практически неизменным в добывающих отраслях. Результаты анализа вполне согласуются со статистикой промышленного производства, опубликованной на прошлой неделе.

Статистический анализ сравнительной динамики ИПУ и индекса цен производителей (ИЦП) свидетельствует о наличии устойчивой взаимосвязи показателей (см. диаграмму). Наши расчеты показали, что предприниматели ориентируются на текущую динамику ИЦП и в меньшей степени на индекс потребительских цен (ИПЦ) для формирования плана выпуска в краткосрочной перспективе (3-4 месяца). Ожидания производителей находят свое отражение в ИПУ. В целом стабильная связь ИПУ и ИЦП ослабла за последний квартал. Это объясняется повышением уровня неопределенности факторов внешней среды предпринимательской деятельности.

ДИАГРАММА. СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА ИНДЕКСА ЦЕН ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ И ИНДЕКСА ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ УВЕРЕННОСТИ (ОБРАБАТЫВАЮЩАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ)



Источник: Росстат, НБ «ТРАСТ»

В отчете Росстата перечислены основные факторы, сдерживающие рост промышленного производства: высокий уровень налогообложения, снижение относительной склонности к потреблению товаров отечественного производства, неустойчивость фундаментальных макроэкономических показателей, недостаток финансирования основного капитала. Резюмируя результаты наших расчетов и оценок Росстата, можно сделать вывод о том, что в декабре 2011 г. оптовые цены прирастут незначительно. Потребительские цены будут формироваться в основном под влиянием сезонного и календарного факторов. Примечательно, что вчера Минэкономразвития сделал предположение о том, что инфляция по итогам года может оказаться ниже ожидаемого уровня (7%).



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
22 ноя	Интертехэлектро-НГ-1	0.2	8.75%	5	8.94%
22 ноя	ТрансФин-М-16	1.0	9.70%	3*	9.94%
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	7.00%	3	7.00%
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5	10.10%
16 ноя	Росбанк-360	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-360	3.0	8.75%	1*	8.93%
15 ноя	НЛМК-760	10.0	8.95%	3	9.15%
11 ноя	РусСтандарт-160	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-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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5
29 ноя	Русфинанс Банк-260	4.0	9.30-9.55%	3
30 ноя	Абсолют Банк-160	5.0	10.5-11%	1.5*
1 дек	Татфондбанк-360	2.0	11.75-12.25%	1*
1 дек	Удмуртия-5	2.0	н.д.	5
2 дек	Uranium One-1	16.5	9.5-10.5%	5*
5 дек	Автодор-1	3.0	9.25-9.75%	5
6 дек	Бинбанк-360	2.0	11.75-12.5%	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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%	9.40%	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-260	1.5	16.50%	16.50%	2
30 ноя	ВнешПромБанк-160	3.0	9.30%	11.75%	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
2 дек	Трудовое	0.0	12.00%	12.00%	1*
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
8 дек	ЧТПЗ-160	5.0	16.50%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
26 дек	Томская Обл-4	0.3
26 дек	Электросталь-2	0.2
19 янв	ЛК УралСиб-4	2.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
23 янв	Turkey 12	USD	1000
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225

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 принимают 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.