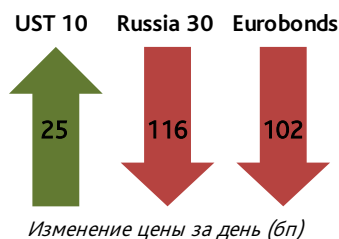


Навигатор долгового рынка

Уважаемые коллеги и клиенты! На прошедшем в конце прошлой недели Конгрессе Cbonds Аналитическая команда Траста заняла 1-е место в номинации «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и 2-е место в номинации «Лучшая макроэкономическая аналитика». Благодарим Вас за признание и поддержку. Мы работаем для вас!

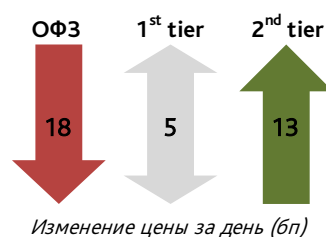
Глобальные рынки и еврооблигации

- Рейтинговые агентства готовят **Европу** к массовому понижению суверенных рейтингов; **Франция** может лишиться «AAA» уже в этом году; главная угроза – ослабление **EFSS**
- Итоги торгов по еврооблигациям:** разворот на внешних рынках увел котировки резко вниз; традиционно пострадали длинные выпуски **Газпрома** и **Вымпелкома**, активность в бумагах **РСХБ**; суверенный евробонд **Russia 30** подешевел на 1.2 п.п.
- Открытие торгов по еврооблигациям:** ожидания негативных рейтинговых действий по **ЕС** довлеют над рынками; **Brent** умеренно снижается; ждем открытия торгов в красной зоне



Рублевые облигации и денежный рынок

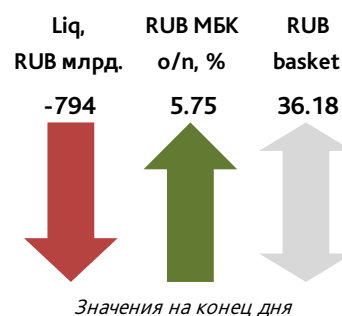
- Предстоящие расчеты по налогам дают на рыночную активность; в **ОФЗ** ликвидность уходит даже из самых торгуемых имен; спред **ОФЗ 26204-Russia 18** на минимумах за месяц, что при текущей конъюнктуре в рублевом долге – реальный повод для продаж в **ОФЗ**
- Газпромбанк** планирует разместить облигации БО-4 на сумму RU10 млрд.; предложенные ориентиры по купону выглядят весьма интересно даже ближе к нижней границе диапазона по доходности
- ЦБ** продолжает повышать лимиты по 1-дневному аукционному РЕПО (RUB260 млрд. на 12 декабря), сглаживая прирост обязательств банковского сектора перед государством; напряжение на рынке **МБК** немного спало (ставки снизились на 15–25 бп); бюджетные расходы в декабре (RUB900 млрд.) будут способствовать улучшению ситуации с ликвидностью



Кредитные комментарии

- ТНК-ВР** выплатит дополнительные дивиденды за 3К в размере USD1.25 млрд.; щедрость компании на дивиденды, вероятно, приведет к увеличению уровня долга в 4К; к облигациям относимся нейтрально
- VimpelCom Ltd.** привлекает две крупные кредитные линии; ликвидная позиция заметно улучшится, новые заимствования в ближайший год вряд ли понадобятся; к бондам компании относимся нейтрально
- Транскредитбанк** озвучил итоги за 3К и 9М 2011 по МСФО: отток средств **РЖД** со счетов банка привел к более активным банковским заимствованиям; показатели рентабельности сохраняются на высоком уровне, но отстают от темпов роста кредитного портфеля; нейтрально смотрим на рублевые выпуски банка
- Северсталь** намерена довести свою долю в либерийском рудном проекте **Putu** до 100%; затраты будут не обременительны и растянуты по времени на 3–4 года; нейтрально для бондов компании
- S&P** повысило рейтинги казахстанских **Халык Банка** (до «ВВ») и **Казкоммерцбанка** (до «В+») в связи с переходом на новую методологию оценок; не ожидаем существенной реакции в евробондах на техническое действие агентства

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Госбюджет** исполняется с профицитом в размере RUB1.34 млрд.; по нашим оценкам, бюджетные расходы в декабре составят RUB890–900 млрд.

Макроцифра

2.8% ВВП – профицит бюджета

Последние обзоры

- 12 декабря 2012 год, ликвидность, «защита» и кредитный подход
- 5 декабря ЧТПЗ и ТМК: такие похожие и такие разные компании
- 29 ноября Альянс Ойл: перевал пройден
- 28 ноября Новый Ломбардный список от ЦБ РФ: RUB230 млрд. возможностей
- 23 ноября Банковская система в октябре: триллион от ЦБ, триллион от Минфина

Контакты и ссылки






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

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

13:30	Итоги аукционов по 12- и 18-мес. госбумагам Испании
14:00	Индекс экономических ожиданий ZEW в еврозоне за ноябрь
15:00	Итоги аукциона по 3-мес. облигациям EFSF в объеме до EUR2 млрд.
17:30	Розничные продажи в США за ноябрь
22:00	Итоги аукциона UST10 в объеме USD21 млрд.
23:15	Пресс-релиз по итогам заседания ФРС

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	324	+18
UST10	◀▶	2.03	-0.03
Russia 30–UST 10	▲	272	+21
EUR/USD	▼	1.3184	-1.4%
Oil (Brent)	▼	107.3	-1.2%
VIX	▼	25.67	-0.71

Рейтинговые агентства готовят Европу к массовому понижению суверенных рейтингов; Франция может лишиться «AAA» уже в этом году; главная угроза – ослабление EFSF

После крайне непродолжительного подъема рынков вслед за обнародованием итогов саммита ЕС, «править бал» снова стали рейтинговые агентства. Так, S&P накануне заявило, что Европе, вероятно, понадобится еще одно, серьезное обострение долгового кризиса, чтобы все страны Союза осознали свою ответственность и начали, наконец, предпринимать конкретные меры по его преодолению. Напомним, агентство обещало в кратчайшие сроки после саммита завершить пересмотр рейтингов 15 стран еврозоны.

Комментарии Moody's по итогам саммита ЕС были даже более жесткими. Агентство заявило о намерении пересмотреть в 1К 2012 г. рейтинги всех 27 членов Евросоюза. Причиной послужило отсутствие, с точки зрения агентства, новых антикризисных мер со стороны объединенной Европы. В Fitch, в свою очередь, отметили, что итоги саммита увеличивают давление на суверенные рейтинги европейских стран в краткосрочном периоде.

Долговой рынок Европы отреагировал на сообщения рейтинговых агентств ростом доходностей «периферийных» бумаг. Так, доходность по 10-летним госбумагам Италии превысила 6.8%, Испании – 6%. Германский DAX потерял накануне 3.4%.

Мы полагаем, что рынок тем самым начал закладывать снижение суверенных рейтингов в Европе. В частности, мы считаем, что Франция уже до конца года может лишиться наивысшего рейтинга «AAA». На эту мысль нас, помимо прочего, наводит резкий разворот в риторике президента Пятой республики, который постарался преуменьшить значение данного события. Главной же угрозой снижения суверенных рейтингов в ЕС и еврозоне мы продолжаем считать последующий удар по позициям EFSF, которому в случае понижения рейтинга будет еще сложнее нарастить имеющиеся в его распоряжении EUR250 млрд. за счет привлечения средств от частных инвесторов.

Итоги торгов по еврооблигациям: разворот на внешних рынках увел котировки резко вниз; традиционно пострадали длинные выпуски Газпрома и Вымпелкома, активность в бумагах РСХБ; суверенный евробонд Russia 30 подешевел на 1.2 п.п.

Российские еврооблигации накануне подчинились возобновившемуся на внешних рынках негативу – котировки отдельных ликвидных бумаг снизились более чем на «фигуру». Однако активность была в основном сосредоточена в суверенных бумагах и отчасти – в корпоративных. Из банковского сектора можно отметить лишь бумаги РСХБ, где неожиданно была отмечена достаточно высокая для данного сегмента активность.

Из еврооблигаций нефтегазовых компаний отметим длинные выпуски Газпрома, традиционно демонстрирующие наиболее сильную реакцию на изменение рыночной конъюнктуры. В частности, **Gazprom 34** подешевел на 1.2 п.п. Более короткие выпуски потеряли порядка 50–80 бп. Во втором эшелоне максимальная активность была отмечена в еврооблигациях Вымпелкома – долгосрочные выпуски эмитента просели на 60–90 бп. Существенным падением цены (–1.1–1.6 п.п.) завершились торги по евробондам **ТМК 18** и **MetallInvest 16**. Из банковских бумаг отметим длинные евробонды РСХБ, котировки которых опустились на 40–80 бп.

Суверенные евробонды открыли торги понедельника слабой положительной динамикой, однако с открытием европейских бирж в красной зоне котировки устремились вниз. К концу дня сделки по индикативному выпуску **Russia 30** проходили на уровне 115.1% от номинала. Средневзвешенная цена по итогам вчерашних торгов составила 115.32% от номинала (–1.16 п.п. по сравнению с уровнем закрытия в пятницу). Спред **Russia 30–UST10** расширился на 20 бп до 272 бп. Активность в белорусских и украинских суверенных евробондах снова была низкой. Последние при этом потеряли в цене 60–80 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: ожидания негативных рейтинговых действий по ЕС довлеют над рынками; Brent умеренно снижается; ждем открытия торгов в красной зоне

Настроения на рынках сегодня вновь определяются новостями из Европы. После заявлений Moody's о возможном снижении рейтингов 27 стран ЕС во вторник о сохраняющемся давлении на суверенные рейтинги еврозоны напомнило агентство Fitch. В итоге азиатские биржевые индикаторы окрашены в красный (**Nikkei 225** теряет порядка 1%), а фьючерс на **S&P 500** показывает крайне неустойчивый рост в 0.1%. Баррель Brent котируется чуть ниже вчерашнего закрытия, у отметки USD107.3. Мы ждем снижения котировок российских евробондов на открытии торгов во вторник.

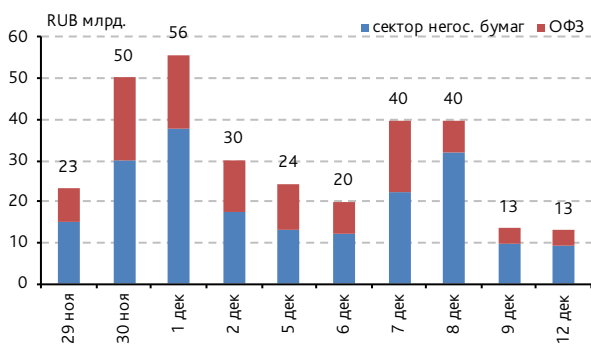
Новостной фон вторника в Европе будет определяться аукционами по госбумагам Испании и публикуемыми статданными по индексу экономических ожиданий ZEW для Германии и еврозоны в целом. Также небезынтересными будут итоги размещения европейским «стабфондом», EFSF, краткосрочных бумаг, особенно в свете возможного снижения рейтинга Фонда уже в ближайшее время. В США настроения инвесторов определяют данные по розничным продажам и последнее в этом году заседание ФРС, от которого, впрочем, не стоит ждать каких-либо важных решений.



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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	40.0%
от 1 до 1.5 лет	9.9%
от 1.5 до 2 лет	9.3%
от 2 до 3 лет	14.4%
от 3 до 5 лет	15.0%
> 5 лет	11.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.09%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.92%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.33%	7.0
Банки	8.15%	1.5
Корп 1 эшелон	7.75%	2.0
Корп 2 эшелон	8.88%	2.0

Предстоящие расчеты по налогам дают на рыночную активность; в ОФЗ ликвидность уходит даже из самых торгуемых имен; спред ОФЗ 26204-Russia 18 на минимумах за месяц, что при текущей конъюнктуре в рублевом долге – реальный повод для продаж в ОФЗ

Достаточно слабая позиция банков с ликвидностью в преддверии старта декабрьских налоговых расчетов, дополненная «качелями» в сырьевых товарах и основных валютах, продолжает сдерживать покупки в рублевом долге.

На фоне этого наблюдается снижение рыночной активности даже в сегменте ОФЗ: в частности, в исторически активно торгуемых именах **ОФЗ 25077** (YTM 7.95%) и **ОФЗ 25068** (YTM 7.46%) вчера были практически нулевые обороты. Продажи в ОФЗ, прошедшие в среднем и дальнем участках в отдельных бумагах, в которых присутствовал интерес рынка, обошли стороной **ОФЗ 26204** (без изменений цены, YTM 8.27%). Продажи в рублевом евробонде **Russia 18** (YTM 7.35%) привели к снижению премии по **ОФЗ 26204** до 92 бп, что является минимумом с начала ноября. С учетом нынешнего пессимистичного отношения к длине, сужение спреда может стать дополнительным поводом скорее к продажам в рублевом выпуске, нежели к росту котировок евробонда.

В корпоративных выпусках активный рынок в понедельник наблюдался в новом **Башнефть БО-1** (YTW 9.56%) – сильных ценовых движений не было, котировки остаются выше номинала (100.01%). В облигациях ФСК заметно подешевел 5-летний **ФСК ЕЭС-19** (-50 бп по средневзвешенной цене, YTW 9.22%), ниже пятницы закрылся и более короткий **ФСК ЕЭС-15** (-6 бп по цене, YTW 8.75%). Во втором эшелоне рост цен продолжился в коротких и средних бумагах металлургов: на 1.2 п.п. вырос весьма ликвидный **Мечел-14** (YTW 11.03%), 32 бп прибавил **Северсталь БО-1** (YTW 7.02%).

Газпромбанк планирует разместить облигации БО-4 на сумму RUB10 млрд.; предложенные ориентиры по купону выглядят весьма интересно даже ближе к нижней границе диапазона по доходности

Газпромбанк открыл вчера книгу заявок инвесторов на приобретение нового выпуска облигаций серии БО-4 на сумму RUB10 млрд. При 3-летнем сроке обращения бонд имеет 1-летнюю оферту. Ориентиры по купону озвучены в диапазоне 8.25–8.75%, или YTP 8.42–8.94% к оферте. Инвесторы смогут принять участие в размещении облигаций до 16 декабря 2011 г., техническое размещение выпуска назначено на 20 декабря текущего года.

Озвученные параметры весьма интересны. Премия к кривой ОФЗ в размере 190-240 бп. делает участие в размещении привлекательным даже по нижней границе. На наш взгляд, справедливое значение премии не должно превышать 200 бп, и мы не исключаем, что банку удастся закрыть книгу ниже середины озвученного диапазона. В ином случае, бумаги будут обеспечивать существенный потенциал для роста котировок на вторичном рынке. Так, весьма ликвидные выпуски **РСХБ-15,05,03** торгуются с премией не выше 170–180 бп к суверенной кривой на 2-летнем диапазоне. С другой стороны, относительно ликвидный выпуск банка **Газпромбанк БО-1** на данный момент котируется по YTM 8.27–8.48% к погашению через 2 года, предлагая премию к кривой ОФЗ в размере не более 110–130 бп, что сложно назвать щедрым предложением.

Мы считаем, что у новых облигаций Газпромбанка появился и еще один benchmark, правда, из корпоративного сегмента. Уже несколько недель подряд одним из самых ликвидных коротких корпоративных бондов является выпуск **Газпром Капитал-3**. Вот-вот разместившись на тонком рынке и еще не появившись в Ломбардном списке, он торгуется с доходностью 7.44%, уводя ликвидность из более длинных бондов и отражая явный тренд на востребованность 1–1.5-летней дюрации. На наш взгляд, даже размещение Газпромбанка по нижней границе даст премию в 100 бп к доходности фактически материнской госструктуры. Годовая оферта сводит на нет рыночные риски, а кредитный риск банка в годовой перспективе мы оцениваем ничтожно низким. Мы советуем инвесторам присмотреться к облигациям **Газпромбанк БО-4** при условии, что премия над **Газпром Капитал-3** будет не меньше 75 бп.

Мы уверены, что появление бумаги в рынке создаст новый ликвидный ориентир для банковских размещений в 1К 2012 г. По нашему мнению, срочность большинства банковских инструментов как раз не будет превышать 1.5 года.

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

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

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



Денежный рынок

События денежного рынка

13 дек	Аукцион Минфина по размещению средств бюджета (RUB150 млрд., 28 дн.)
14 дек	Аукцион ВЭБа по средствам пенсионных накоплений (RUB30 млрд., 301 дн.)
14 дек	Возврат Минфину RUB227 млрд. бюджетных средств с депозитов
14 дек	Возврат Фонду ЖКХ RUB5 млрд. с депозитов
15 дек	Уплата страховых взносов за ноябрь (RUB230 млрд.)
20 дек	Уплата 1/3 НДС за ЗК11 (RUB240-245 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.25/5.75	5.25	5.85	5.50/6.00
2-й круг	5.50/6.00	5.25	6.25	5.50/6.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.25-5.75	5.50-5.75	5.50-6.00

ЦБ продолжает повышать лимиты по 1-дневному аукционному РЕПО (RUB260 млрд. на 12 декабря), сглаживая прирост обязательств банковского сектора перед государством; напряжение на рынке МБК немного спало (ставки снизились на 15–25 бп); бюджетные расходы в декабре (RUB900 млрд.) будут способствовать улучшению ситуации с ликвидностью

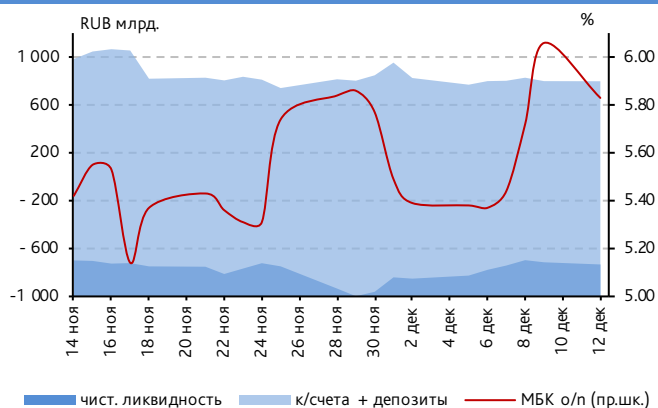
Совокупные остатки на корсчетах и депозитах на утро 13 декабря составили RUB870.7 млрд. При этом наблюдается снижение средств на депозитах (на RUB97.6 млрд.) и увеличение остатков на корсчетах (на RUB168.7 млрд.). Прирост обязательств банковского сектора перед ЦБ и Минфином продолжает нарастать: относительно предыдущего дня он вырос примерно на RUB131 млрд., что практически эквивалентно повышению лимита ЦБ по операциям 1-дневного аукционного РЕПО (на RUB130 млрд.). Чистая ликвидная позиция уменьшилась почти на RUB60 млрд. и составила -RUB793.6 млрд.

Вчера Банк России предложил на аукционах прямого 1-дневного РЕПО вдвое больше, чем в пятницу – RUB260 млрд. Тем самым регулятор пытается сгладить напряженность, возникшую на денежном рынке на прошлой неделе. Банки мгновенно отреагировали и в течение первой сессии освоили почти 99% лимита по средневзвешенной ставке 5.66%. Во время второй сессии оставшиеся RUB1.7 млрд. «ушли» за 6.33%. Переспрос составил 1.44x, что свидетельствует о том, что банки по-прежнему недовольны объемами выставляемых лимитов.

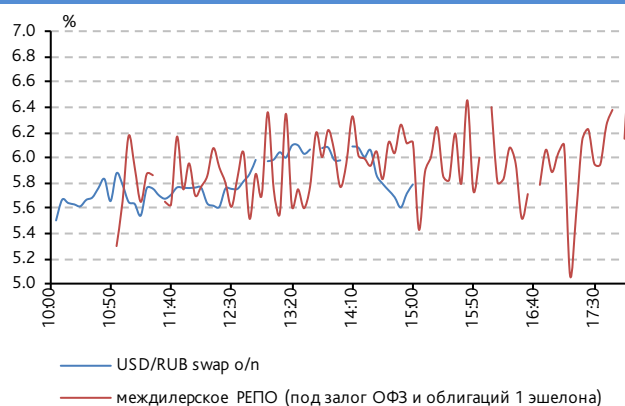
Спад напряжения был отмечен на рынке МБК. В понедельник банки первого круга привлекали кредиты овернайт внутри дня по ставке 5.5–5.75%, что на 15–25 бп ниже уровней пятницы. Немного сократился разброс вариации минимальных и максимальных ставок (до 60 бп, вместо 80–100 бп на прошлой неделе), что также свидетельствует о некотором улучшении ситуации с ликвидностью. На рынке 1-дневного междилерского РЕПО, предоставляемого под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона, произошло сокращение диапазона процентных ставок до 5.76–5.96% (против 5.27–6.09% накануне).

В целом политика ЦБ остается последовательной и вполне понятной. С одной стороны, регулятор увеличивает лимиты на величину, равную приросту обязательств банковского сектора перед государством. С другой стороны, банки чувствуют, что существующего объема денежных средств им не хватает для того, чтобы осуществлять спекулятивную игру против рубля. Однако бюджетные расходы, которые должны быть исполнены в декабре (примерно RUB900 млрд.), поспособствуют увеличению объема рублевой ликвидности.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Напомним, что сегодня состоится аукцион Минфина по размещению бюджетных средств (RUB150 млрд. на 28 дней), однако этих денег недостаточно для возврата 14 декабря RUB227 млрд. Логично предположить, что дефицит будет компенсирован Банком России.



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

Кредитные комментарии

ТНК-ВР выплатит дополнительные дивиденды за 3К в размере USD1.25 млрд.; щедрость компании на дивиденды, вероятно, приведет к увеличению уровня долга в 4К; к облигациям относимся нейтрально

В пятницу совет директоров ТНК-ВР одобрил выплату дополнительных дивидендов за третий квартал в объеме USD1.25 млрд. Кроме того, на заседании совета об отставке объявили два независимых директора.

КОММЕНТАРИЙ

В 4К ТНК-ВР предстоит выплатить дивиденды общим объемом USD2.5 млрд., половина из которых относится к 3К 2011 г., а вторая половина – к 1П 2011 г. О выплате дивидендов за 1П было объявлено 26 сентября, однако по состоянию на конец сентября выплачены они не были. Выплату дивидендов вряд ли удастся профинансировать за счет свободного денежного потока, хотя соответствующее увеличение уровня долга, скорее всего, не окажет заметного влияния на кредитные метрики компании на фоне сильных операционных показателей. Щедрая дивидендная политика, на наш взгляд, является негативным фактором кредитного профиля ТНК-ВР.

Также на заседании совета директоров о своей отставке объявили два независимых директора: бывший канцлер Германии Герхард Шредер и бывший глава совета директоров Rio Tinto Джеймс Ленг. Их уход связан с возрастающими нагрузкой и ответственностью независимых директоров за принятия ключевых решений в условиях конфронтации ААР и ВР. Новость, безусловно, имеет негативную окраску и акцентирует внимание на продолжающемся конфликте акционеров. Однако мы считаем, что, как и в прошлые годы, разногласия акционеров вряд ли скажутся на результатах деятельности компании.

Еврооблигации ТНК-ВР торгуются с премией 25–60 бп к кривой Газпрома, и мы не ждем от них опережающей динамики в ближайшее время. Единственным исключением является выпуск **TNK 16**, спред которого к **Novatek 16** и **Gazprom 15** может сузиться с текущего уровня в 80 бп до 50–60 бп.



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

ТНК-ВР	Ваа2/BBB-/BBB-
<i>US GAAP, 9M 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	44.5
EBITDA margin	25%
Долг/EBITDA	0.6

VimpelCom Ltd. привлекает две крупные кредитные линии; ликвидная позиция заметно улучшится, новые заимствования в ближайший год вряд ли понадобятся; к бондам компании относимся нейтрально

VimpelCom Ltd. вчера распространил пресс-релиз, в котором сообщил о привлечении двух револьверных кредитов объемом около USD500 млн. и RUB15 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Компания сообщает, что валютный револьверный кредит был получен непосредственно амстердамской компанией VimpelCom Ltd. и был гарантирован российским подразделением бизнеса. 3-х летний кредит состоит из двух частей – USD250 млн. и EUR205 млн. Кроме того, компания привлекла 3-летний кредит у российского Сбербанка объемом RUB15 млрд.

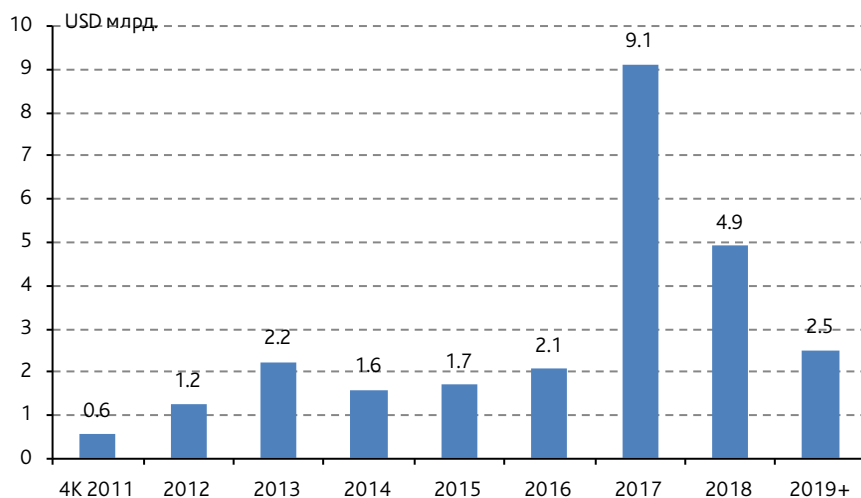
Получение долгового финансирования совокупным объемом около USD1 млрд., безусловно, улучшит финансовую гибкость VimpelCom Ltd. и поможет компании в случае ухудшения ситуации на долговых рынках безболезненно рефинансировать краткосрочный долг. Отметим, что у Вымпелкома на данный момент нет острой необходимости в привлечении новых кредитных ресурсов: при объеме краткосрочного долга в конце 3К 2011 г. около USD1.6 млрд. и сравнительно комфортном графике погашений в ближайшие 3–4 года денежные средства на счетах компании составляли более USD3.4 млрд. Кроме того, представители компании ранее заявляли, что VimpelCom Ltd. не планирует привлекать новый долг для погашения старых займов.

Новые кредитные линии объемом около USD1 млрд. в нескольких валютах не должны единовременно увеличить совокупный долг компании: во-первых, часть средств будет направлена на погашение краткосрочного долга; во-вторых, данные кредитные линии рассматриваются компанией скорее как дополнительный запас экстренной ликвидности на случай ухудшения ситуации на долговых рынках. Однако привлечение нового долга косвенно может свидетельствовать и о готовящихся значительных расходах компании: в частности, в январе 2012 г. совет директоров VimpelCom Ltd.

VimpelCom Ltd.	NR
<i>US GAAP, 9M 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	14.4
EBITDA margin	41%
Долг/EBITDA	2.8

будет рассматривать вопрос об исполнении опциона на выкуп 25% Евросети приблизительно за USD500–550 млн.

ДИАГРАММА. ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ ЗАЙМОВ VIMPELCOM LTD. НА КОНЕЦ 3К 2011



Источник: данные компании

Длинные рублевые облигации Вымпелкома торгуются с доходностью около 10% годовых, что подразумевает спред к кривой ОФЗ в размере более 220 бп. На таких уровнях доходности мы предпочитаем бумаги Вымпелкома бондам компаний циклических отраслей, в частности долговым бумагам Евраза.

Длинные еврооблигации VimpelCom Ltd. остаются одними из самых доходных бумаг на российском рынке: в последние недели их спред к евробондам **MTS 20** расширился до рекордных 250 бп. Этот уровень выглядит фундаментально неоправданным, однако сужение спреда на фоне негативных новостей из Европы маловероятно, так как еврооблигации VimpelCom Ltd. уже несколько месяцев остаются «вотчиной» спекулянтов, определяющих их высокую волатильность.



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

Транскредитбанк озвучил итоги за 3К и 9М 2011 по МСФО: отток средств РЖД со счетов банка привел к более активным банковским заимствованиям; показатели рентабельности сохраняются на высоком уровне, но отстают от темпов роста кредитного портфеля; нейтрально смотрим на рублевые выпуски банка

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Транскредитбанк (ТКБ) опубликовал отчетность за 3К и 9М 2011 г. по МСФО вслед за публикацией консолидированной отчетности группы ВТБ на прошлой неделе. ТКБ продолжил активно наращивать объемы кредитования в 3К 2011 г., что в совокупности с некоторым ростом чистой процентной маржи позволило получить существенный объем прибыли, несмотря на негативную конъюнктуру на финансовых рынках. Впрочем, снижение средств РЖД на депозитах ТКБ привело к незначительному замедлению темпов роста бизнеса и активному привлечению банковских ресурсов.

Показатели рентабельности банка сохранились на весьма высоких уровнях (ROAE составил 22% за 9М 2011 г.), несмотря на убытки от операций с ценными бумагами (-RUB1.9 млрд. за 3К 2011 г.). Основной вклад в рост чистой прибыли в 3К 2011 г. (RUB1.9 млрд., или +23% ко 2К 2011 г.) внесло увеличение процентных и комиссионных доходов (+25% к итогам прошлого квартала) благодаря росту чистой процентной маржи (до 5.2% по итогам 9М 2011 г.) и активному расширению масштабов бизнеса.

В 3К 2011 г. темпы роста кредитного портфеля ТКБ до отчислений в резервы (+18.4% до RUB357.2 млрд.) продолжили опережать средние показатели по рынку, хотя и несколько замедлились относительно прироста во 2К 2011 г. (+20.7% для ТКБ). Примечательно, что доля NPLs в ссудном портфеле осталась на стабильном уровне в

ТКБ	Ba1/BBB-/NR
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	357.2
NPLs (+90 дней)	2.9%
NIM	5.2%

2.9% при комфортном покрытии сформированными резервами (1.4 х), что свидетельствует о высоком качестве ссуд для отрасли в среднем.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТКБ

МСФО, RUB млрд.	2010	1К 11	1П 11	9М 11
Чистые процентные доходы	29.2	8.1	17.2	27.8
Чистые комиссионные доходы	4.5	1.0	2.3	3.8
Операционные доходы до резервов	21.6	5.8	12.8	18.7
Операционные расходы	-11.3	-3.5	-6.6	-9.8
Отчисления в резервы	-0.3	-0.4	-2.2	-2.6
Чистая прибыль	7.5	1.6	3.1	5.0
Денежные средства	35.0	21.9	19.2	15.8
Ценные бумаги	66.5	61.9	87.7	57.4
Кредитный портфель, гросс	215.8	246.1	297.0	351.7
Резервы	-11.9	-12.3	-14.1	-14.5
Кредитный портфель, нетто	203.9	233.8	282.9	337.1
Средства кредитных организаций	25.9	25.2	35.1	70.6
Средства клиентов, в т.ч.	276.5	297.3	308.7	283.7
частных клиентов	62.7	67.4	76.5	79.2
Долговые ценные бумаги размещенные	40.1	39.3	26.9	21.8
Субординированный долг	16.0	16.3	22.1	25.5
Собственный капитал	28.2	29.5	30.5	32.4
Активы	390.9	413.8	426.9	436.9
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	31.0%	21.5%	21.1%	22.0%
Доходность активов (ROAA)	2.3%	1.5%	1.5%	1.6%
Расходы/Доходы	52.1%	59.6%	51.8%	52.5%
Чистая процентная маржа (NIM)	5.0%	4.8%	4.8%	5.2%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	3.6%	3.4%	2.9%	2.9%
Резервы/NPLs (x)	1.5	1.5	1.6	1.4
Стоимость риска	0.2%	0.6%	1.7%	1.2%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	7.1%	7.1%	6.6%	8.4%
Достаточность капитала (TCAR)	10.8%	10.7%	10.9%	14.6%
Нетто кредитный портфель/Депозиты	73.7%	78.6%	91.6%	118.8%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Наиболее негативным моментом отчетности является существенное сокращение клиентских средств на балансе за 3К 2011 г. (-8.1% до RUB283.7 млрд.) из-за оттока средств РЖД с депозитов ТКБ (-RUB33.9 млрд.). Как мы понимаем, это привело к увеличению заимствований на межбанковском рынке (+RUB35.5 млрд. за квартал), а также к сокращению активных операций по размещению средств в других банках (-RUB9.7 млрд.) и уменьшению инвестиций в ценные бумаги (-RUB30.3 млрд.).

Мы склонны связывать снижение средств РЖД на счетах банка с необходимостью компании финансировать свою деятельность при ухудшении условий привлечения средств осенью. Учитывая сохранение статуса ТКБ в качестве расчетного банка РЖД, мы не склонны рассчитывать на существенный отток средств впредь, однако сохранение напряженной ситуации на рынках может способствовать оттоку при существенных инвестиционных планах компании на будущий год (RUB100 млрд. инвестиций в 2012 г.). Это в свою очередь может привести к замедлению темпов роста бизнеса.

Одновременно сохранение высоких темпов роста может оказывать давление на уровень достаточности капитала (Tier 1 составил 8.4% по итогам 9М 2011 г.). Впрочем напомним, что запланированная докапитализация в начале 2012 г. со стороны ВТБ на сумму RUB7.5 млрд. окажет положительное влияние на показатели обеспеченности капиталом 1-го уровня и показатель Н1 по российским стандартам отчетности, который составил только 11.3% на 01.11.2011 г. при допустимом значении в 10%.

Мы нейтрально смотрим на рублевые выпуски банка, ликвидность в которых ограничена. При этом наиболее ликвидный **ТКБ БО-1** котируется с дисконтом до 20 бп к бумагам РСХБ на 2-летнем диапазоне, не предполагая интересных торговых идей.



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

Российская макроэкономика

Госбюджет исполняется с профицитом в размере RUB1.34 млрд.; по нашим оценкам, бюджетные расходы в декабре составят RUB890–900 млрд.

По данным Минфина, федеральный бюджет по итогам января–ноября 2011 г. исполняется с профицитом в размере RUB1.34 млрд. или 2.8% ВВП, прогнозируемого по итогам года (см. таблицу). Первичное сальдо бюджета составило RUB1.58 трлн. В среднем рост доходной части бюджета опережает расходы на 10–15%. Доля доходов составляет около 19% ВВП, из них около половины приходится на нефтегазовые (RUB5.05 трлн.).

ТАБЛИЦА. СВОДНЫЕ ДАННЫЕ ОБ ИСПОЛНЕНИИ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА – 2011

		9М	Янв-ноя	Ноя	Год план	Факт/план, %
Доходы, в т.ч.	RUB млрд.	8.2	10.2	0.9	11.1	91.4
	% ВВП	21.5%	21.0%	17.3%	20.8%	
нефтегазовые доходы	RUB млрд.	4	5.1	0.5	5.5	92.4
	% ВВП	10.5%	10.5%	9.6%	10.3%	
Расходы, в т.ч.	RUB млрд.	7.1	8.8	1	11.1	79.3
	% ВВП	18.6%	18.1%	19.2%	20.8%	
обслуживание долга	RUB млрд.	0.2	0.2	0.02	0.3	89.1
	% ВВП	0.5%	0.4%	0.4%	0.6%	
Бюджетный профицит (дефицит)	RUB млрд.	1.1	1.4	-0.1	0	
	% ВВП	2.9%	2.9%	-1.9%	0.0%	
Первичное сальдо бюджета	RUB млрд.	1.3	1.6	-0.08	0.3	
	% ВВП	3.4%	3.3%	-1.5%	0.6%	
Ненефтегазовый профицит (дефицит)	RUB млрд.	-2.9	-3.7	-0.6	-5.5	
	% ВВП	-7.6%	-7.6%	-11.5%	-10.3%	

Источник: Минфин, НБ «Траст»

Однако в ноябре ситуация несколько отличалась от общей картины за год: в этом месяце расходы превышали доходы на RUB80 млрд. Среди основных источников финансирования дефицита доминировали доходы от курсовой разницы (67%), а также поступления от размещений ОФЗ (18%). Внешнее финансирование государством не привлекалось, выплаты по внешнему долгу были незначительны (RUB5.5 млрд.). Масштабных приватизационных акций также не отмечалось, доля данного источника по итогам ноября составила 2.6%.

В целом банковский сектор ожидает исполнения расходной части бюджета, которая остается освоенной только на 79% (см. диаграмму). Рассчитывать на то, что оставшиеся RUB2.3 трлн. будут израсходованы в декабре в полном объеме, не приходится. По нашим оценкам, реально в экономику поступит лишь около RUB890–900 млрд.

ДИАГРАММА. СТАТИСТИКА КАССОВОГО ИСПОЛНЕНИЯ ФЕДЕРАЛЬНОГО БЮДЖЕТА (2011 – ПРОГНОЗ НБ «ТРАСТ»)



Источник: Минфин, НБ «Траст»



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
12 дек	ФСК ЕЭС-18	15.0	8.50%	2.5*	8.68%
9 дек	Альфа-Банк-2	5.0	9.25%	1.5*	9.46%
7 дек	АИЖК-23	14.0	7.94%	0.5*	7.94%
7 дек	Uranium One-1	16.5	9.75%	5*	9.99%
6 дек	Красноярский край-5	9.0	9.50%	5	9.48%
6 дек	Башнефть-16о	10.0	9.35%	2*	9.57%
5 дек	Автодор-1	3.0	9.75%	5	9.93%
2 дек	Карелия-14	1.0	9.99%	5	10.15%
1 дек	Удмуртия-5	2.0	10.15%	5	10.41%
1 дек	Татфондбанк-36о	2.0	12.25%	1*	12.60%
29 ноя	ТрансФин-М-17	1.0	9.70%	3*	9.94%
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5	9.84%
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-36о	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-36о	3.0	8.75%	1*	8.93%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
13 дек	Свердловская обл-1	3.0	9.27%	5
14 дек	ЮниКредит Банк-16о	5.0	9.00%	2*
15 дек	Коми-10	2.1	9.50%	5
16 дек	МДМ Банк-46о	5.0	9.00-9.50%	1*
20 дек	ГПБ-46о	10.0	8.25-8.75%	1*
21 дек	Вологодская обл-2	2.5	н.д.	5
21 дек	МСП Банк-1	5.0	9.00-9.75%	2*
22 дек	Профит-Гарант-1	0.1	н.д.	3
22 дек	Инвектор-1	0.1	н.д.	3
23 дек	Каркаде-2	1.5	12.5-13.5%	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
14 дек	Разгуляй-136о	1.0	0.00%	0.00%	1
15 дек	КИТ Финанс Капитал-2	4.0	11.00%	11.00%	3
15 дек	МБРР-5	5.0	8.25%	9.50%	1*
16 дек	ММК-26о	10.0	9.70%	н.д.	1
16 дек	Т-Платформы	0.1	11.50%	12.25%	1*
16 дек	Трансфин-М-04	0.3	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-05	0.3	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-06	0.5	11.00%	9.50%	1*
16 дек	Трансфин-М-07	0.5	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-08	0.3	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-09	0.3	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-10	0.5	11.00%	9.50%	1*
19 дек	Трансфин-М-11	0.5	11.00%	9.50%	1*
20 дек	ВТБ24-1 ИП	15.0	9.70%	8.65%	3
20 дек	ДиПОС	2.0	6.00%	6.00%	1
21 дек	Еврофинансы-Недвиж-1	1.1	5.00%	н.д.	4
21 дек	Еврофинансы-Недвиж-3	1.5	3.00%	н.д.	4
21 дек	Стальфонд-Недвиж.	0.7	5.00%	н.д.	2

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
26 дек	Томская Обл-4	0.3
26 дек	Электросталь-2	0.2
19 янв	ЛК УралСиб-4	2.0
19 янв	ЛК УралСиб-5	3.0
27 янв	ЛенЭнерго-2	3.0
1 фев	АИЖК-04	0.9
15 фев	ТД Копейка-2	4.0
15 фев	СУ-155-3	3.0
15 фев	ТД Копейка-3	4.0
21 фев	ТГК6 Инвест	2.0
21 фев	ОИЖК	0.7

* 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
14 ноя	GazpromBank 13C	CHF	420	4.38%	2
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
6 фев	PrivatBank 12	USD	500

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

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 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.