

Обзор рынков

Неагрессивная фиксация прибыли. Вчера основные мировые рынки постигла коррекция: американские индексы акций снизились примерно на 1%, сырьевые товары потеряли в цене около 1.5%, а доллар укрепился. На этом фоне доходность 10-летних US Treasuries снизилась до 3.44% (-4 б.п.). Росту котировок казначейских бумаг способствовали также хорошие результаты аукциона по 30-летним нотам.

При этом особо негативных новостей вчера не было. Даже напротив: в США вышли неплохие цифры по рынку труда, а в Европе – по промышленному производству. А, например, такой популярный некоторое время назад индикатор аппетита к риску, как индекс Baltic Dry Freight вернулся на уровень июня этого года (+5.5%).

Российские еврооблигации игнорируют плохие новости с мировых рынков. Ралли в еврооблигациях Evraz Group. Промсвязьбанк будет размещать субординированный выпуск. Курс рубля снизился, но спрос на рублевые облигации по-прежнему высокий.

Продолжение на (стр. 2)

Основные события

Evraz Group (B1/B+/B+) заплатит держателям еврооблигаций щедрую комиссию за изменение ковенант; с кредиторами компания уже договорилась; котировки облигаций на внешнем и внутреннем рынке вырастут под давлением покупателей **(стр. 3)**

Банк **"Ренессанс Капитал"** (B2/B+/CCC) опубликовал нейтральные результаты по итогам 9 мес. 2009 г.; высокая зависимость от оптовых рынков капитала сохраняется **(стр. 5)**

Сегодня

Статистика в США: торговый баланс, индекс импортно/экспортных цен, индекс потребительских настроений

Выступление Чарьза Эванса (ФРБ Чикаго)

Обзор рынков

Российские еврооблигации игнорируют коррекцию на мировых рынках; Evraz Group просит об изменении ковенант

В сегменте российских еврооблигаций вчера в центре внимания, конечно же, оказались бумаги Evraz Group (см. комментарий ниже). Несмотря на то что предложение компании держателям еврооблигаций об изменении ковенант поступило вчера поздно вечером, котировки выпусков EVRAZ 13 (YTM 8.46%) и EVRAZ 15 (YTM 8.53%) взлетели примерно на 1.5-2 п.п.

В целом же снижение рынков акций практически никак не отразилось на российских еврооблигациях. Котировки выпуска RUSSIA30 (YTM 5.38%) остались примерно на уровне 113 п.п. Правда, спрэд EMBI+ расширился до 224 б.п. (+4 б.п.), однако произошло это исключительно за счет движения US Treasuries. Торговая активность остается на не очень высоком уровне. В корпоративном секторе мы отметили интерес к еврооблигациям Россельхозбанка. Также спросом пользовались выпуски GAZPRU 14 White Nights (YTM 6.6%; +3/8): ЦБ включил эти бумаги в Ломбардный список.

Промсвязьбанк (Ba2/V/B+) размещает субординированный заем

Вчера также подтвердился слух, что Промсвязьбанк готовит 5-летний выпуск субординированных еврооблигаций. Ставка купона ожидается на уровне 13% (Источник: "Ведомости"). На наш взгляд, кредитный профиль Промсвязьбанка выглядит достаточно крепко. Среди его акционеров присутствуют ЕБРР и Коммерцбанк. Также, на наш взгляд, нет особой разницы между субординированными и обычными необеспеченными еврооблигациями российских банков в плане возмещения (*recovery*): в случае дефолта в основном лишь депозиторы могут рассчитывать на компенсацию. Единственное, спрос со стороны российских банков на "чужие" субординированные облигации не высок, так как потраченная сумма, по правилам ЦБ, вычитается из капитала. Наши мысли об этой сделке мы также приводили в "Мониторе рынка облигаций" от 11 ноября.

Рубль ослаб по отношению к бивалютной корзине; процентные ставки стабильны

Расстановка сил на локальном рынке вчера не изменилась. Инвесторы, правда, несколько нервни, на наш взгляд, отреагировали на снижение цен на нефть: стоимость бивалютной корзины выросла на 12 коп. до 35.22 руб. При этом, судя по всему, Банк России вчера все же купил небольшой объем валюты, так как в утренние часы курс корзины валют опускаясь до 35.10 руб.

Волатильность валютного рынка никак не отразилась на рублевых облигациях, что, в принципе, не удивительно, так как процентные ставки вчера не изменились: overnight – 5%, годовой NDF – 7%. На этом фоне котировки наиболее ликвидных бумаг вчера подросли еще примерно на 20-40 б.п.

В начало

Максим Коровин

+7 495 663 46 96

maxim.korovin@vtbcapital.com

Основные события

Evrax Group (B1/B+/B+) заплатит держателям еврооблигаций щедрую комиссию за изменение ковенант; с кредиторами компания уже договорилась; котировки облигаций на внешнем и внутреннем рынке вырастут под давлением покупателей

Новость: Вчера вечером Evrax Group выпустила один за другим два пресс-релиза. Сначала компания сообщила, что банки согласились на изменение ковенант по синдицированным кредитам. Спустя некоторое время компания выпустила следующий пресс-релиз с предложением держателям еврооблигаций Evrax-13, Evrax-15 и Evrax-18 изменить ковенанты по этим выпускам, за что компания готова заплатить 3%. Детали договоренности с кредиторами и предложения держателям облигаций не раскрываются.

Наш комментарий: Необходимость **смягчения** ковенант по синдицированным кредитам не стала для рынка сюрпризом. Еще в середине этого года было понятно, и компания предупреждала об этом, что по итогам 2009 г. Evrax Group может их нарушить. Также все ожидали, что возникнет необходимость изменить ковенанты по выпуску еврооблигаций Evrax-15. Однако не все участники рынка были уверены в том, что условия выпусков Evrax-13 и Evrax-18 также потребуют изменений.

Неясными оставались только сроки начала и завершения переговоров с кредиторами и держателями облигаций. Сейчас можно говорить о том, что компания заблаговременно подошла к решению этого вопроса, и мы считаем, что до конца года договоренность со всеми инвесторами будет достигнута.

Evrax Group не раскрыл новых условий по синдицированным кредитам, однако по итогам нашей беседы с представителем компании у нас сложилось мнение, что ковенанты были смягчены на определенный срок, по истечении которого снова вернуться к первоначальным значениям. Принимая во внимание рыночную практику и пример "Мечела", который оказался более открытым в части раскрытия информации, мы думаем, что предельные значения финансовых ковенант были увеличены на период 1.5-2 года начиная с 2010 г. и некоторые новые ковенанты могли вступить в силу на этот период.

Детали предложения держателям еврооблигаций изложены в Меморандуме об истребовании согласия, который владельцы еврооблигаций могут запросить у глобального координатора –JP Morgan Securities Ltd.

Из пресс-релиза компании мы смогли узнать лишь о том, что держатели еврооблигаций Evrax-13, Evrax-15 и Evrax-18 получат **комиссию в размере 3%**, если дадут согласие до 27 ноября 2009 г. или 2% – если согласие будет получено после 27 ноября, но до 3 декабря 2009 г. По нашим оценкам, затраты компании на выплату комиссии не превысят \$70 млн (по состоянию на 1 сентября 2009 г. в обращении находилось \$2.2 млрд облигаций трех выпусков, а около \$0.5 млрд было откуплено эмитентом).

Мы не знакомы с текстом меморандума, однако, предполагаем, что владельцам облигаций может быть предложено:

- одобрить те же уровни ковенант, на которые согласились банки-кредиторы;
- возможность продажи и цена выкупа компанией еврооблигаций Evraz-15, который содержит жесткую ковенанту (maintenance) по значению коэффициента чистый долг к EBITDA (3x).

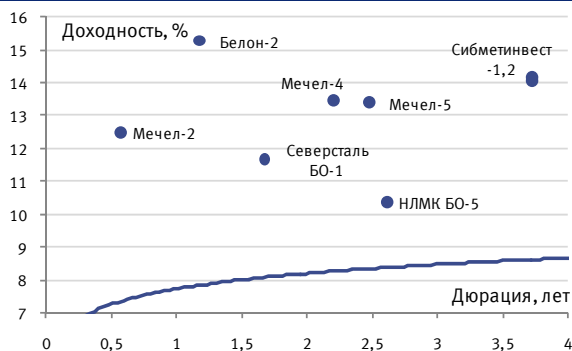
Мы считаем, что компания сможет договориться с держателями облигаций. Щедрая комиссия, которую предложила Evraz Group, делает выпуски еврооблигаций очень привлекательными. Уже вчера, несмотря на поздний выход пресс-релизов, цены Evraz-13 и Evraz-18 прибавили 1.5-2 п.п. Не исключено, что потенциал роста не исчерпан полностью, однако более точно мы не возьмемся утверждать, не зная всех условий изложенных в меморандуме.

В отличие от рынка еврооблигаций, внутренний рынок пока не успел отреагировать (сообщение вышло после закрытия локального рынка).

Мы ожидаем, что после завершения процесса по получению согласия кредиторов кредитные спрэды компании сузятся. Рейтинговые агентства, вероятно, выведут рейтинги из-под наблюдения на возможное понижение хотя прогнозы, скорее всего, пока останутся негативными.

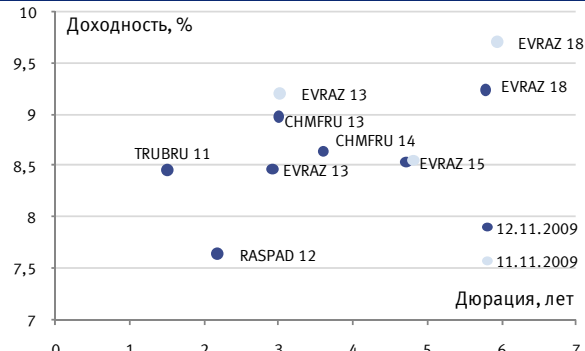
Наибольший потенциал роста на наш взгляд имеют рублевые облигации Сибметинвеста, гарантированный Evraz S.A. Наше мнение основано на ожидании дальнейшего снижения рублевых процентных ставок и укрепления рубля. Кроме того, спред облигаций Евраза к кривой ОФЗ примерно на 180-200bp шире по сравнению с выпуском Северсталь БО-1. На наш взгляд, после изменения всех ковенант такая разница будет неоправданной.

Доходность на внутреннем рынке



Источник: ММВБ, ВТБ Капитал

Доходность на рынке еврооблигаций



Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

В начало

Кити Панцхава

+7 495 589 21 31

kiti.pantskhava@vtbcapital.com

Банк "Ренессанс Капитал" (B2/B+/ССС) опубликовал нейтральные результаты по итогам 9 мес. 2009 г.; высокая зависимость от оптовых рынков капитала сохраняется

Новость: Банк "Ренессанс Капитал" (бренд – "Ренессанс Кредит") провел в четверг встречу с инвесторами и аналитиками, посвященную публикации результатов по МСФО за 9 месяцев 2009 г.

Наш комментарий: Мы нейтрально оцениваем результаты банка. Он неплохо капитализирован, имеет короткую структуру активов и доступ к рефинансированию в ЦБ, а в критической ситуации может рассчитывать на помощь акционеров. Бизнес "Ренессанс Кредита" в 2009 г. развивался по достаточно характерному для всей отрасли сценарию: резкое торможение кредитной активности, снижение операционных расходов, рост резервов и "просрочки". Ниже представлены наши выводы, которые мы сделали по итогам презентации (к сожалению, на момент написания этого материала полноценной отчетности и даже презентации в свободном доступе не было):

- С начала 2009 г. размер активов банка сократился примерно в 1.5-2 раза. Приостановленная в сентябре 2008 г. кредитная активность была возобновлена только в середине 2009 г. Обязательства "Ренессанс Кредита" сокращались, в том числе, за счет выкупа собственных облигаций в рамках оферт.
- Состояние кредитного портфеля в 2009 г. ожидаемо ухудшилось: по итогам полугодия доля просроченных кредитов составила 10% – это на 3.2 п.п. больше по сравнению с 2008 г. По расчетам менеджмента, к концу года этот показатель будет на уровне 8.7%, что вполне достижимо, учитывая возобновление кредитной деятельности. Слабым моментом, на наш взгляд, является относительно невысокий уровень резервов, составляющий на текущий момент около 5% (по итогам 2008 г. – 5.2%).
- В 2009 г. "Ренессанс Кредит" предпринял ряд шагов, направленных на сокращение операционных расходов. В частности, было проведено значительное сокращение штата, "заморожена" инвестпрограмма. Во II пол. 2009 г. "Ренессанс Кредит" возобновил расширение филиальной сети. Однако менеджмент банка отмечает значительное сокращение издержек на открытие нового отделения (меньше арендная плата, ниже зарплатные ожидания сотрудников). На наш взгляд, это позволяет рассчитывать, что расходы в ближайшей перспективе останутся под контролем.
- Капитал банка по итогам 9 месяцев 2009 г. почти не изменился (около 12 млрд руб.). На фоне сокращения активов это привело к увеличению показателя достаточности капитала до 28%. План развития банка не предусматривает дополнительных вливаний акционерного капитала в 2009–2010 гг. Вместе с тем напомним, что в критической ситуации "Ренессанс Кредит" вполне может рассчитывать на помощь со стороны собственника: в этом году банк получал помощь от материнской компании в размере 3 млрд руб.
- Основным слабым местом по-прежнему остается высокая зависимость от оптовых рынков капитала: по итогам 2008 года, за счет размещенных выпусков долговых бумаг было сформировано порядка 28% пассивов. Впрочем, нужно отметить, что благодаря улучшению конъюнктуры на кредитных рынках эти риски сейчас не столь высоки как, например, в

начале 2009 г. В частности, банк достаточно активно и успешно возвращает на рынок свои рублевые облигации. Напомним, что в рамках оферт в 2008–2009 гг. "Ренессанс Кредит" выкупил около 8 млрд руб. собственных выпусков. В настоящий момент, по словам менеджмента, на балансе остается около 4 млрд руб. В целях улучшения структуры фондирования "Ренессанс Кредит" запустил новую депозитную линейку. Менеджмент банка рассчитывает, что к концу 2010 г. доля депозитов вырастет до 20%. Также уже в I кв. 2010 г. планируется отказаться от финансирования в ЦБ.

Рублевые облигации "Ренессанс Кредита" имеют достаточно короткую дюрацию и торгуются на уровне 18-21% по доходности. Напомним, что выпуски 2-й и 3-й серий были полностью выкуплены банком в рамках оферт. В принципе мы думаем, что бумаги банка могут представлять определенный интерес для тех инвесторов, которые намерены держать их до погашения/оферты: из-за короткой дюрации и "навеса" предложения казначейских облигаций потенциал роста котировок весьма ограничен.

Банк Ренессанс капитал: ключевые финансовые показатели.

млн руб.	2007 г.	2008 г.
Чистый процентный доход	3 535	8 430
Чистый операционный доход	2 548	3 006
Выручка от основной деятельности	7 215	13 526
Операционные расходы	3 557	6 319
Чистый операционный доход	3 658	7 207
Резервы под обесценение кредитов	3 246	5 303
Прибыль до налогообложения	412	1 904
Чистая прибыль	246	1 498
Активы	45 526	64 264
Кредиты выданные	38 424	50 821
Депозиты (средства клиентов)	15 085	9 377
Средства ЦБ	0	10 927
Кредиты/депозиты	255%	542%
Доля просрочки	3,3%	6,8%
Уровень резервов	4,5%	5,2%
Чистая процентная маржа	13,9%	18,5%
Расходы/доходы	49%	47%
Рентабельность капитала	5%	15%
Достаточность капитала 1-го уровня	17,2%	19,2%
Общая достаточность капитала	17,2%	19,2%

Источник: данные компании, ВТБ Капитал

В начало

Максим Коровин
+7 495 663 46 96
maxim.korovin@vtbcapital.com

Аналитический департамент ВТБ Капитал

Начальник аналитического управления

Алексей Яковицкий
+7 495 663 46 44
alexey.yakovitsky@vtbcapital.com

Стратегия

Иван Иванченко
+7 495 663 46 40
ivan.ivanchenko@vtbcapital.com
Андрей Амелин
+7 495 663 64 89
andrey.amelin@vtbcapital.com
Нил Маккиннон
+44 (0) 203 334 8865
neil.mackinnon@vtbcapital.com

Нефть и газ

Лев Сныков
+7 495 663 46 34
lev.snykov@vtbcapital.com
Светлана Гризан
+7 495 663 46 41
svetlana.grizan@vtbcapital.com

Машиностроение, Транспорт, Инфраструктура, Химия

Елена Сахнова, CFA
+7 495 663 46 82
elena.sakhnova@vtbcapital.com
Владимир Беспалов
+7 495 663 46 51
vladimir.bespalov@vtbcapital.com
Георгий Тараканов
+7 495 663 46 69
georgiy.tarakanov@vtbcapital.com

Медиа, Высокие технологии

Анастасия Обухова
+7 495 663 46 32
anastasia.obukhova@vtbcapital.com

Финансовый сектор

Дмитрий Дмитриев
+7 495 663 46 73
dmitry.dmitriev@vtbcapital.com
Михаил Шлемов
+7 495 663 46 49
mikhail.shlemov@vtbcapital.com
Светлана Асланова
+7 495 663 47 88
svetlana.aslanova@vtbcapital.com

Экономика

Александра Евтифьева
+7 495 663 46 38
aleksandra.evtifyeva@vtbcapital.com
Дмитрий Федоткин
+7 495 663 47 96
dmitri.fedotkin@vtbcapital.com

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Александр Пухачев
+7 495 663 46 71
alexander.pukhaev@vtbcapital.com
Игорь Лебединец
+7 495 663 46 37
igor.lebedinets@vtbcapital.com
Евгений Пивоваров
+7 495 663 64 81
evgeny.pivovarov@vtbcapital.com

Телекоммуникации

Виктор Климович
+7 495 663 46 84
victor.klimovich@vtbcapital.com

Потребительский сектор

Иван Куш
+7 495 663 46 47
ivan.kushch@vtbcapital.com

Долговой рынок

Михаил Галкин
+7 495 663 64 72
mikhail.galkin@vtbcapital.com
Максим Коровин
+7 495 663 46 96
maxim.korovin@vtbcapital.com
Кити Панцхава, CFA
+7 495 589 21 31
kiti.pantskhava@vtbcapital.com

Сырьевые рынки

Виктор Белски
+44 20 3334 8781
wiktoria.bielski@vtbcapital.com
Елена Тяговцева
+44 203 334 8845
elena.tyagovtseva@vtbcapital.com

Электроэнергетика

Дмитрий Скрыбин
+7 495 663 46 42
dmitry.scryabin@vtbcapital.com
Михаил Расстригин
+7 495 663 46 58
mikhail.rasstrigin@vtbcapital.com
Ольга Доронина
+7 495 663 46 30
olga.doronina@vtbcapital.com

Розничная торговля, Недвижимость

Мария Колбина
+7 495 663 46 48
maria.kolbina@vtbcapital.com
Татьяна Прокина
+7 495 663 47 33
tatiana.prokina@vtbcapital.com

Трубная промышленность и нефтесервис

Ольга Даниленко
+7 495 663 46 82
olga.danilenko@vtbcapital.com

Производные инструменты

Кирилл Никифоров
+44 20 3334 8016
kirill.nikiforov@vtbcapital.com

ВТБ Капитал
125047, Россия, Москва
4-й Лесной пер., 4
Тел.: +7 495 783 1515
www.vtbcapital.com

VTB Capital plc
14 Cornhill
London EC3V 3ND
Тел.: +44 (0) 20 3334 8900
Факс: +44 (0) 20 3334 8960
www.vtbcapital.com

VTB Capital plc
50 Robinson Road
VTB Building
Singapore 068882
Тел.: +65 6322 8900
Факс: +65 6224 8397
www.vtbcapital.com

VTB Capital plc
Level 3, Gate Village Building 10
Dubai International Financial Centre
Sheikh Zayed Road,
Dubai, 125115
Тел.: +971 (4) 401 9639
www.vtbcapital.com

ВТБ Капитал

ВТБ Капитал и/или аффилированные с ним организации (собираемое название – "Группа ВТБ") находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических отчетах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего отчета.

При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим отчетом. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг или иных финансовых инструментов. Ни информация, содержащаяся в настоящем аналитическом отчете, ни любая другая информация, касающаяся темы данного отчета, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем отчете, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые ВТБ Капитал считает надежными. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий отчет, ни один аналитик, директор, руководитель, сотрудник, агент или советник любого члена Группы ВТБ не дает каких-либо гарантий или заверений, выраженных или подразумеваемых, и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении надежности, точности или полноты информации, содержащейся в настоящем аналитическом отчете. Любая информация, содержащаяся в настоящем отчете, может изменяться в любое время без предварительного уведомления. Ни один из членов Группы ВТБ не берет на себя обязательств по обновлению, изменению, дополнению настоящего аналитического отчета или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в отчете фактов, мнений, расчетов, прогнозов или оценок изменится или иным образом утратит актуальность, либо анализ упоминаемой в нем компании будет прекращен. Помимо этого, следует иметь в виду, что прошлые результаты не являются индикатором будущих результатов.

Финансовые инструменты и стратегии, обсуждаемые в настоящей публикации, необязательно приемлемы для всех инвесторов или отдельных групп инвесторов, которым следует принимать самостоятельные инвестиционные решения, при необходимости обращаясь к услугам собственных финансовых консультантов и основываясь на собственной финансовой ситуации и конкретных инвестиционных целях. В частности, обращение к независимым консультантам рекомендуется в случае возникновения у инвесторов любых сомнений относительно актуальности информации и стратегий, обсуждаемых в настоящем отчете, с точки зрения их деловых и инвестиционных целей. Настоящий аналитический отчет предназначен вниманию конкретного круга лиц в соответствии с действующим законодательством и не подлежит воспроизведению или направлению любому иному лицу без предварительного письменного согласия на то со стороны одного из членов Группы ВТБ. Настоящий аналитический отчет не может служить основанием для принятия решений розничными клиентами или лицами, для которых его предоставление не предусмотрено законодательством. Несанкционированное использование или обнародование настоящего аналитического отчета строго запрещено. Члены Группы ВТБ и/или их руководители, директора и сотрудники (в том числе включая лиц, участвовавших в подготовке и публикации настоящего аналитического отчета) могут владеть, иметь открытые позиции по или осуществлять транзакции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем отчете, либо осуществлять инвестиции в отношении любого из упоминаемых в нем эмитентов, могут участвовать в операциях с ценными бумагами или финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем отчете, либо осуществлять инвестиции в отношении любого из упоминаемых в отчете эмитентов, маркет-мейкера, а также выступать в качестве менеджера или со-менеджера наиболее недавнего публичного размещения любых инвестиций эмитента таких ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете, либо предоставлять инвестиционно-банковские или иные услуги, а также предлагать инвестиционно-банковские или иные услуги любой из компаний, упомянутых в настоящем отчете. Информация о конфликтах интересов, если таковые имеют место, приводится в конце текста данного аналитического отчета. Члены Группы ВТБ могли предпринять действия в соответствии с информацией и выводами, содержащимися в настоящем отчете, либо использовать их, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Инвестиции в Российскую Федерацию, российские рынки, финансовые инструменты и ценные бумаги связаны с повышенной степенью риска; как физические, так и юридические лица могут столкнуться с ограничениями в своей работе на рынках ценных бумаг Российской Федерации. Инвесторам следует проводить собственную экспертизу, прежде чем принимать инвестиционное решение. Следует особо подчеркнуть, что ценные бумаги и финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, ADR и прочие инвестиции, упоминаемые в данном отчете, зависят от валютных курсов, колебания которых могут негативно отразиться на стоимости инвестиций. Стоимость инвестиций может как увеличиваться, так и уменьшаться, поэтому инвесторам не может быть гарантирован возврат инвестированных средств в полном объеме. Цены и доступность ценных бумаг, финансовых инструментов и инвестиций также могут изменяться без уведомления. Мнения, изложенные в настоящем отчете, в точности отражают личные взгляды его авторов в отношении соответствующих инвестиций, ценных бумаг, финансовых инструментов и эмитентов, но необязательно отражают позицию какого-либо из членов Группы ВТБ. Никакая часть вознаграждения, получаемого авторами данного аналитического отчета, не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями и точками зрения, изложенными в настоящем аналитическом отчете. Принятие данного аналитического отчета подразумевает согласие с вышеуказанными ограничениями. Настоящий материал не предназначен для использования частными инвесторами. © ВТБ Капитал, 2009 г. Все права защищены. При цитировании просим ссылаться на источник. Дополнительная информация относительно ценных бумаг, других финансовых продуктов или затронутых в данном отчете эмитентов предоставляется по требованию.