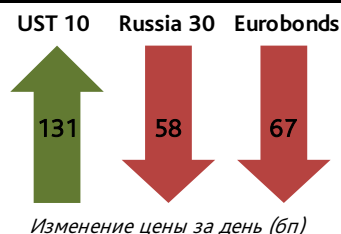


Навигатор долгового рынка

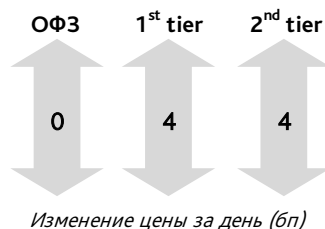
Глобальные рынки и еврооблигации

- Четверг принес очередные распродажи в рискованных активах; спрос на консервативные инвестиционные инструменты растет; **Reuters** пишет о возможном чрезвычайном заседании ФРС сегодня
- Итоги торгов еврооблигациями:** продажи в длинных и средних выпусках; длинные выпуски Газпрома потеряли больше «фигуры»; рыночная конъюнктура способствует динамике снижения и сегодня
- К началу активных торгов российскими евробондами на внешних рынках по-прежнему царит негатив
- Альфа-Банк** планирует выпустить субординированные облигации в 2011-2012; пока считаем низкой вероятность исполнения колл-опциона по **Alfa-Bank 17** в 2012



Рублевые облигации и денежный рынок

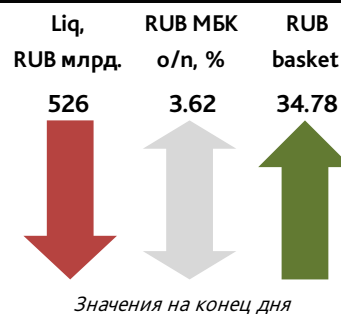
- Оборот вторичных торгов без учета РЕПО на ММВБ вчера составил всего RUB15 млрд.; рублевый рынок не успел отреагировать на внешний негатив; интересной идеей представляется покупка спреда **ОФЗ 26205-ОФЗ 26204**
- Бюджетные средства**, предоставляемые **Минфином**, покроют отчисления в казну лишь на 25% – ждем роста ставок money market
- Рубль** откликнется на резкое ухудшение внешнего фона и падение цен на нефть ослаблением; исправить ситуацию способно усиление продаж валютной выручки экспортерами на следующей неделе



Кредитные комментарии

- VimpelCom Ltd.** раскрыл pro-forma отчетность вместе с присоединенными компаниями; операционные показатели выглядят неоднозначно; облигации **ВымпелКома** считаем перепроданными
- МХП** опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; рентабельность остается высокой, а долговая нагрузка стабильной; евробонды интересны
- БТА Банк** опубликовал слабые финансовые данные за 1П 2011; нейтрально смотрим на еврооблигации
- Итоги **МАКС-2011** для **ГСС** и **Иркут**; номинально Иркут заключил больше контрактов, однако больше тактических преимуществ – у ГСС; разработка самолета МС-21 вносит нюансы в оценку кредитного качества Иркут
- Рейтинговое агентство **Moody's** подтвердило рейтинг **Газпрома** на уровне «Baa1» со «стабильным» прогнозом; среднесрочные и длинные еврооблигации Газпрома рассматриваем как защитный актив в текущей рыночной ситуации
- Сегодня утром **Альянс Ойл** опубликовала отчетность по МСФО за 1П 2011; операционные показатели выросли, но долговая нагрузка сохраняется на крайне высоких уровнях; рублевые облигации непривлекательны

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Международные резервы** повысились в стоимости благодаря удорожанию золота и ценных бумаг; ЦБ перешел от покупок валюты к продажам

Макроцифра

USD540.2 млрд. –
международные резервы РФ

Последние обзоры

- 15 августа Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы
- 3 августа Ликвидность в ЗК 2011: риски – в деталях
- 29 июля Опасения ЦБ сместились от инфляционных рисков к процентным
- 28 июля Стратегия долговых рынков: август 2011 г.
- 27 июля Банковская система в июне: розница удерживает доходы от падения

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

16:30 Выступление главы ФРБ Нью-Йорка У. Дадли

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	263	+15
UST10	▼	2.02	-0.15
Russia 30 - UST 10	▲	219	+23
EUR/USD	▼	1.433	-0.6%
Oil (Brent)	▼	106.3	-3.6%
VIX	▲	42.67	+11.09

Четверг принес очередные распродажи в рискованных активах; спрос на консервативные инвестиционные инструменты растет; Reuters пишет о возможном чрезвычайном заседании ФРС сегодня

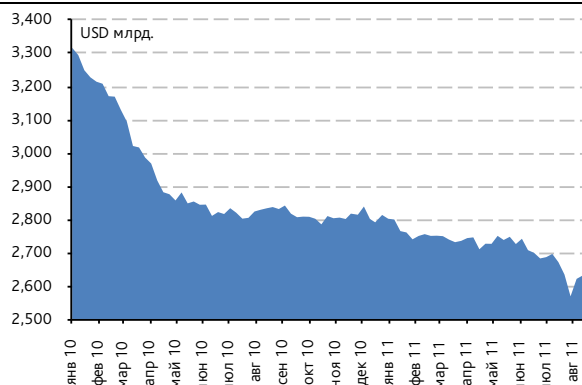
Вчерашний торговый день прошел в русле озвученного нами в первой половине года взгляда на глобальные рынки до конца 2010 г. Он сводится к ожиданию повышенной волатильности и более низких ценовых уровней в рискованных активах относительно существовавших на момент окончания QE2 – индексах акций, commodities, валютах против доллара.

Впрочем, лавинообразные распродажи в рискованных активах (в частности, акциях) – явление относительно нечастое, если не принимать во внимание ситуацию 2008 г., инициированную мощным триггером в виде банкротства Lehman Brothers и последующего всеобъемлющего ухода из рисков. Поэтому мы настроились воспринимать движения +/-5% по S&P500 как нормальное явление при общем нисходящем тренде.

Триггером вчерашних распродаж, помимо охлаждения спроса на риск последних дней, стала очередная плохая статистика по экономике США и неутрачивающие слухи о возможных проблемах европейских банков. Из всех американских статданных, озвученных вчера, действительно потрясающей цифрой стал августовский индекс деловой активности ФРБ Филадельфии, составивший -30.7 (при консенсус-прогнозе Reuters в 2.0) – уровень начала 2009 года. Кстати, с утра Reuters писал о возможном чрезвычайном заседании ФРС сегодня.

Наш стратегический взгляд «вниз + волатильность» в немалой степени определяется нашими наблюдениями за «переключками» участников рынка, в том числе и долгосрочных инвесторов, в консервативные активы. Так, объем активов взаимных фондов США, инвестирующих в инструменты денежного рынка, за прошедшие две недели вырос на USD63 млрд. (в том числе за прошлую – на USD10 млрд.) – см. диаграмму 1. Данный индикатор мы рассматриваем не с точки зрения абсолютных величин, а как один из фрагментов общей картины состояния спроса на рискованные активы.

ДИАГРАММА 1. ОБЪЕМ АКТИВОВ ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА США, ЯНВАРЬ 2010 – АВГУСТ 2011



Источник: Investment Company Institute

ДИАГРАММА 2. 1-НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ, ОТКРЫТЫХ В ФРС, И ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2010 – АВГУСТ 2011



Источник: Board of Governors of Federal Reserve System, Reuters, НБ «Траст»

Рынок казначейских облигаций США, для которого вчерашние торги, несомненно, войдут в историю в связи с уходом доходности **UST10** ровно к 2.0% – бесспорное место покупок как со стороны долгосрочных инвесторов, так и спекулятивных категорий игроков. Касательно первых, обнародованные вчера еженедельные данные по балансу ФРС за неделю 18-24 августа вновь ожидаемо засвидетельствовали рост объемов UST на открытых в ФРС депозитарных счетов нерезидентов (+USD8.6 млрд.).

В этих условиях и в русле нашего взгляда на рынки активов emerging markets явно не грозит. В частности, в российских еврооблигациях риски спекулятивной игры в длинной дюрации существенно возрастают, поскольку ликвидность там отныне имеет обыкновение быстро сжиматься, что порождает существенную волатильность цен.

Итоги торгов еврооблигациями: продажи в длинных и средних выпусках; длинные выпуски Газпрома потеряли больше «фигуры»; рыночная конъюнктура способствует динамике снижения и сегодня

Российские евробонды в отличие от внутренних выпусков успели принять на себя масштабную порцию негатива со стороны глобальных рынков. Тем не менее мы думаем, что продажи в них продолжатся и сегодня.

Суверенные выпуски относительно корпоративных бумаг потеряли незначительно: **Russia 30** завершил вчерашний день примерно на 118.9% от номинала (–58 бп относительно среды), рублевый **Russia 18** потерял 40 бп с закрытием ниже 104.60%.

В корпоративных выпусках прошли более чувствительные продажи: длинные выпуски Газпрома с дюрацией более 10 лет (**Gazprom 34, 37**) потеряли более 1.0 п.п. Средние по дюрации ликвидные нефтегазовые выпуски Газпрома, ТНК и Лукойла снизились на 40-70 бп. Средние и длинные выпуски ВТБ потеряли в цене 20-50 бп.

К началу активных торгов российскими евробондами на внешних рынках по-прежнему царит негатив

С учетом значительного процента снижения в индексах акций на вчерашних торгах в США оптимизм к участникам рынка не возвращается – фьючерсы на американские фондовые индексы торгуются ниже цен закрытия основных торгов в четверг. Вслед за США распродаются и рынок акций АТР. Снижаются цены на нефть, EUR/USD торгуется около 1.43. Полагаем, что в российских евробондах продажи сегодня продолжатся.

Альфа-Банк планирует выпустить субординированные облигации в 2011-2012; пока считаем низкой вероятность исполнения колл-опциона по бумагам Alfa-Bank 17 в 2012

По данным Cbonds, Альфа-Банк планирует разместить до USD500 млн. субординированных еврооблигаций в 2011-2012 гг. для увеличения капитала 2-го уровня.

Мы не считаем потребность в дополнительных источниках капитала критической для Альфа-Банка, но позитивно смотрим на желание менеджеров поддерживать комфортный уровень капитализации при активном росте объемов кредитования. Напомним, что показатель TCAR сократился за 2010 г. на 2 п.п. до 18.2% при увеличении кредитного портфеля на 23% за год.

В то же время мы не исключаем, что целью выпуска субординированных бумаг станет замена обращающегося **AlfaBk 17C** с колл-опционом в 2012 г. на сумму USD300 млн. На данный момент бумага торгуется около номинала, а после наступления даты колл-опциона купон будет привязан к доходности **UST** (+ 546 бп). Исходя из текущих уровней доходности американских государственных облигаций, мы считаем низкой вероятность исполнения опциона, поскольку предполагаемый купон существенно ниже кривой доходности старших выпусков Альфа-Банка. Впрочем, принятие решения об экономической целесообразности реализации опциона будет зависеть от рыночной конъюнктуры в конце 2011 г. – начале 2012 г.

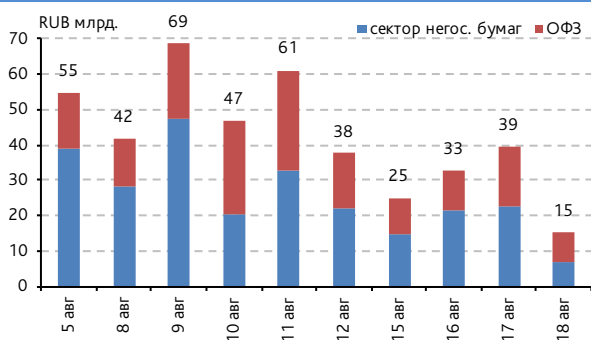
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

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



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	19.1%
от 1 до 1.5 лет	3.9%
от 1.5 до 2 лет	1.1%
от 2 до 3 лет	15.5%
от 3 до 5 лет	50.6%
> 5 лет	9.8%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.69%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.19%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.84%	6.5
Банки	7.75%	1.5
Корп 1 эшелон	7.12%	2.5
Корп 2 эшелон	7.93%	2.0

Оборот вторичных торгов без учета РЕПО на ММВБ вчера составил всего RUB15 млрд.; рублевый рынок не успел отреагировать на внешний негатив; интересной идеей представляется покупка спреда ОФЗ 26205-ОФЗ 26204

Существенного снижения цен на рублевом рынке вчера не было, основное ухудшение внешнего фона пришлось на время после закрытия торгов на внутреннем рынке. Тем не менее оптимизм, царивший в среду, несколько подтаял. А вчерашний негатив со стороны глобальных рынков отразится на рублях сегодня.

Покупки в средних и длинных выпусках ОФЗ сохранились – цены здесь прибавили 7-12 бп. Отметим, что вчера заметно сблизились доходности 7-летнего **ОФЗ 26204** (YTM 7.79%) и 10-летнего **ОФЗ 26205** (YTM 7.84%). Такая ситуация наблюдалась и в отдельные дни прошлой недели. Текущее значение спреда **ОФЗ 26205-ОФЗ 26204** составляет порядка 5 бп при традиционном значении с момента начала обращения 10-летнего выпуска в 26 бп. С учетом весьма переменной ликвидности **ОФЗ 26205** игра на расширение спреда несколько рискованна, однако мы считаем ее оправданной и полагаем, что расширение спреда будет иметь место независимо от дальнейшей конъюнктуры, в том числе при усилении негатива на внешних и внутреннем рынках.

Первый эшелон вчера не отличался торговой активностью по основным ликвидным именам, во втором эшелоне покупались **МТС-5** (+52 бп, YTW 6.33%) и **Мечел-13** (+80 бп, YTW 8.75%).



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

Денежный рынок

События денежного рынка

19 авг	Расчеты по аукциону ОБР-20 на RUB2.8 млрд. от 18.08.11
22 авг	Завершение уплаты 1/3 НДС за 2К 2011 (RUB125-135 млрд.)
23 авг	Депозитный аукцион Минфина на RUB95 млрд. (расчеты на след. день)
24 авг	Возврат Минфину RUB20 млрд. с депозитов банков
25 авг	Уплата НДС и акцизов на RUB215-230 млрд. (НДС - RUB160-175 млрд.)
29 авг	Уплата налога на прибыль (RUB190-200 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/4.00	3.60	3.70	3.50/3.75
2-й круг	3.75/4.25	3.50	4.25	3.75/4.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.50-4.00	3.65-3.70	3.50-3.75

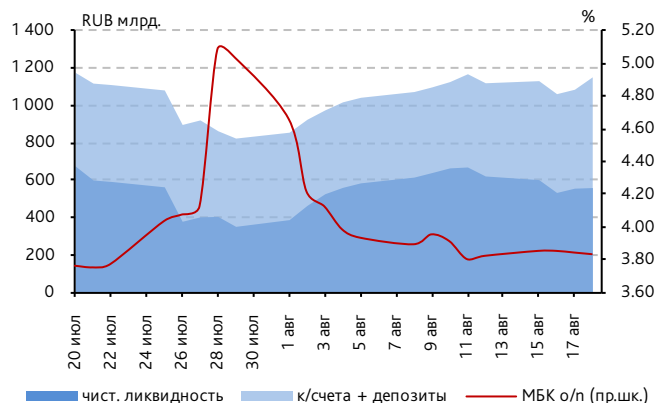
Бюджетные средства, предоставляемые Минфином, покроют отчисления в казну лишь на 25% – ждем роста ставок money market

После того как в последние два дня запас свободных банковских средств пополнился на RUB90.3 млрд., вчера возобновился отток ликвидности, причиной которому могли послужить предварительные отчисления в казну 1/3 НДС за 2К 2011 г. (RUB125–135 млрд., до 22 августа). Основная часть средств была изъята с корсчетов (-RUB50.2 млрд. до RUB740.1 млрд.); депозиты в ЦБ, напротив, немного подросли (+RUB15.3 млрд. до RUB377.3 млрд.). Итоговое сокращение ликвидности невелико: всего -RUB34.9 млрд., поэтому общий объем средств на корсчетах и депозитах (RUB1.12 трлн.), и уровень чистой ликвидной позиции (RUB526.4 млрд.), вчера сохранились на достаточном уровне.

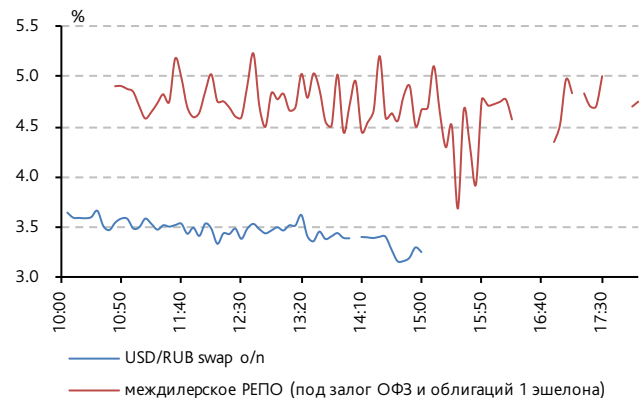
Подготовка к уплате налогов особенно сказывается на удорожании фондирования через междилерское РЕПО – инструмент, который традиционно пользуется наиболее высоким спросом во время налогового периода. Так, средневзвешенная ставка по сделкам под залог ОФЗ подросла до 4.74% (+3 бп), под залог облигаций 1-го эшелона – до 4.69% (+3 бп). Между тем рынок МБК овернайт сохраняет локальное равновесие на уровне 3.6-3.7% для банков 1-го круга.

Спрос на аукционе **ОБР-20**, как и ожидалось, был невелик – RUB2.8 млрд. из заявленных RUB10 млрд., оттого сегодняшние расчеты по этому аукциону не повлияют на ликвидность. Несмотря на то, что запас рублевых средств в банковской системе остается высоким, без привлечения дополнительных источников финансирования имеющейся ликвидности может оказаться недостаточно для покрытия всех платежей на следующей неделе, а их общий объем мы оцениваем около RUB400 млрд.: RUB125-135 млрд. на уплату 1/3 НДС за 2К 2011 г. (до 22 августа), возврат Минфину с депозитов RUB20 млрд. (24 августа) и RUB215-230 млрд. на уплату НДС и акцизов (до 25 августа). Чтобы смягчить последствия столь внушительного оттока ликвидности, Минфин расширил объем предоставляемого в рамках депозитного аукциона финансирования до RUB95.0 млрд., которые, на наш взгляд, будут востребованы в полном объеме. Однако полностью компенсировать отток ликвидности из-за налогов эти средства не смогут, что может иметь следствием рост ставок денежного рынка с середины следующей недели примерно на 20-40 бп.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Рубль откликнется на резкое ухудшение внешнего фона и падение цен на нефть ослаблением; исправить ситуацию способно усиление продаж валютной выручки экспортерами на следующей неделе

На опасениях относительно проблем США и еврозоны, падении фондовых индексов и снижении цен на нефть рубль вчера подешевел на 28 копеек против бивалютной корзины до RUB34.78 на закрытие. В течение дня российская валюта теряла в стоимости по отношению к корзине и того больше – максимальный уровень бивалютного ориентира RUB34.91, а амплитуда колебаний курса выросла почти до 40 копеек. Рубль сдавал свои позиции, в основном следуя за ростом курса доллара к рублю на 1.3% до RUB29.11, на фоне которого торговые обороты в секции доллар-рубль расчетами завтра подскочили до USD6.6 млрд. против USD3.9 млрд. накануне. По отношению к евро рубль подешевел менее значительно – на 15 копеек до RUB41.72.

Поскольку падение цен на нефть продолжается: сегодня с утра Brent стоит уже USD105.9/барр., хотя вчера в первой половине торгов можно было видеть котировки и по USD110.5/барр.; а внешний фон резко ухудшился, рубль продолжит падение к корзине в течение дня. Исправить ситуацию на следующей неделе способны экспортеры, которые с приближением уплаты НДС и НДСПН увеличат продажи валютной выручки, ранее придерживаемой ими в ожидании более выгодного курса доллара к рублю.



Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru



Кредитные комментарии

VimpelCom Ltd. раскрыл pro-forma отчетность вместе с присоединенными компаниями; операционные показатели выглядят неоднозначно; облигации ВымпелКома считаем перепроданными

Вчера VimpelCom Ltd. опубликовал pro-forma отчетности за весь 2010 г. и 1K 2011 г., включив в нее результаты присоединенных активов Wind Telecom.

КОММЕНТАРИЙ

Опубликованные данные впервые дают некоторое представление о новом VimpelCom Ltd. Россия для объединенной компании останется основным рынком как с точки зрения доли в консолидированной выручке, так и с точки зрения EBITDA. Поэтому проблемы на операционном уровне на российском рынке потребуют пристального внимания компании, что в среднесрочной перспективе приведет к дальнейшему снижению рентабельности этого сегмента бизнеса.

Примечательно, что присоединяемые активы Wind Telecom существенно ухудшат не только ситуацию с долгом у компании, но и несколько снизят консолидированные показатели рентабельности. Рынок Европы и Северной Америки (компания имеет активы в Италии и Канаде) станет вторым по значимости для VimpelCom Ltd., а существенно более низкая рентабельность по EBITDA этого сегмента (35% в 1K 2011 г.) и в дальнейшем будет «утягивать» консолидированный показатель вниз.

Не слишком впечатляющими выглядят и результаты Африканского направления: рентабельность находится на уровне российского ВымпелКома, хотя рынок здесь, очевидно, гораздо менее насыщен и несет дополнительные политические и рыночные риски. Напомним также, что часть активов, а именно алжирский оператор Djezzy, может быть национализирован, что еще больше снизит операционные показатели направления «Африка и Азия».

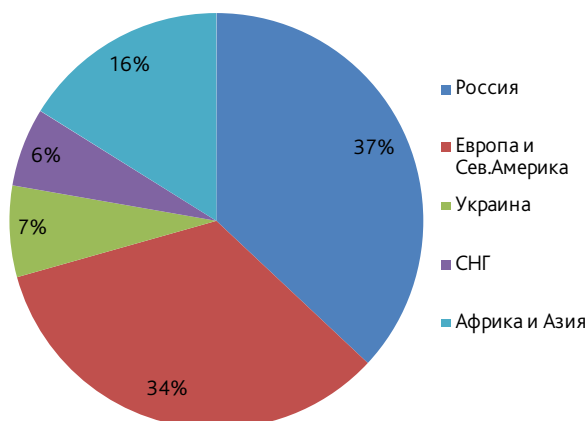
ТАБЛИЦА. PRO-FORMA ФИНАНСОВЫХ РЕЗУЛЬТАТОВ VIMPELCOM LTD

USD млрд.	Выручка		EBITDA		EBITDA margin	
	2010	1K 2011	2010	1K 2011	2010	1K 2011
Россия	8.16	2.06	3.78	0.87	46%	42%
Европа и Сев.Америка	7.41	1.86	2.67	0.65	36%	35%
Украина	1.58	0.38	0.84	0.20	53%	54%
СНГ	1.35	0.35	0.62	0.16	45%	45%
Африка и Азия	3.55	0.89	1.47	0.40	41%	45%
Всего без Wind Telecom	11.09	2.79	5.23	1.23	47%	44%
Всего	22.05	5.54	9.37	2.28	42%	41%

Источник: данные компании, НБ «Траст»

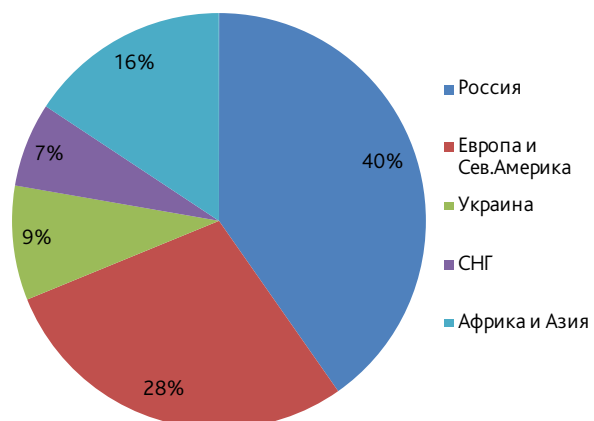
Основным вопросом для кредиторов ВымпелКома остается уровень долговой нагрузки после завершения сделки. В опубликованном пресс-релизе такой информации не содержится, поэтому оценить уровень долга можно будет только по промежуточной отчетности компании за 1П 2011 г., которая будет опубликована только в сентябре.

ДИАГРАММА 1. СТРУКТУРА PRO-FORMA ВЫРУЧКИ VIMPELCOM LTD



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. СТРУКТУРА PRO-FORMA EBITDA VIMPELCOM LTD



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Еврооблигации ВымпелКома оказались одними из наиболее распроданных бумаг в российском сегменте евробондов. Сейчас кривая евробондов ВымпелКома находится даже несколько выше кривой Евраза, что, на наш взгляд, даже с учетом несколько негативной окраски pro-forma отчетности фундаментально неоправданно. Кроме того, длинные выпуски имеют спреда к свопам на 50-60 бп шире, чем самые длинные бумаги Евраза. Безусловно, в период высокой волатильности длинные бумаги ВымпелКома будут находиться под наибольшим давлением, однако к концу года они способны продемонстрировать опережающую рынок динамику.



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

МХП опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; рентабельность остается высокой, а долговая нагрузка стабильной; евробонды интересны после активной распродажи

Вчера крупнейший производитель мяса курицы в Украине – Мироновский Хлебопродукт – раскрыл консолидированную отчетность по международным стандартам за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели МХП опубликовал еще месяц назад, поэтому финансовые результаты не стали неожиданностью для инвесторов. Отметим, что сегмент производства мяса курицы увеличил выручку на 26% за счет роста производства на 8%. На данный момент производственные мощности МХП работают с загрузкой около 100%, поэтому сам факт увеличения выпуска за счет оптимизации производственных процессов выглядит позитивно.

Компания сохраняет высокий уровень рентабельности по EBITDA (чуть менее 30%). МХП заявляет о хорошем состоянии посевов и высоком урожае озимых культур своего зернового сегмента, поэтому вполне вероятно, что консолидированная рентабельность по EBITDA по итогам года превысит прошлогоднее значение в 34%.

Несколько разочаровывает динамика операционного денежного потока компании: несмотря на его рост (+17% относительно 1П 2010 г.), он пока не покрывает объем капиталовложений, что требует от МХП уменьшения объема депозитов и дальнейшего привлечения долга. Основной инвестиционный проект компании, птицекомплекс в Виннице, для финансирования которого и привлекались еврооблигации, будет запущен в 2013 г. и выйдет на полную мощность в 2015 г. Менеджмент МХП заявляет, что все работы по данному проекту идут по запланированному сценарию и без превышения заложенных в него затрат.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МХП

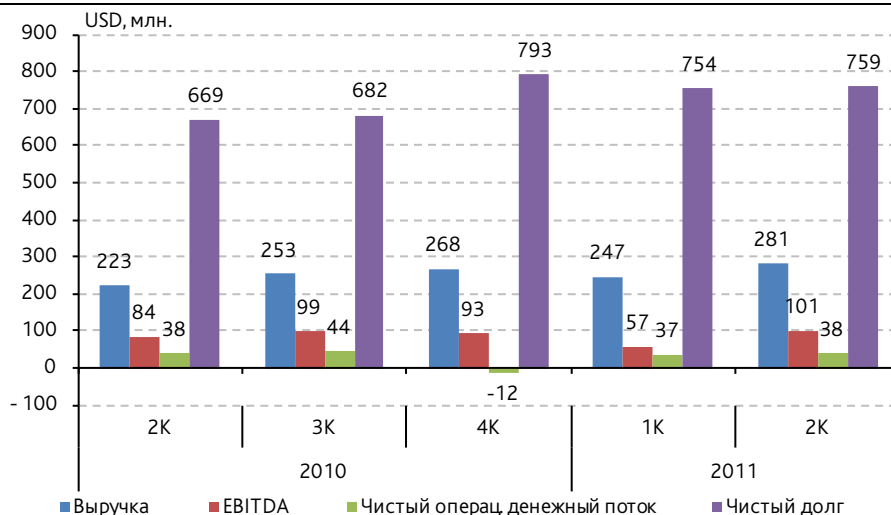
МСФО, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2011	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	423	944	527	14%	25%
EBITDA	133	325	158	79%	19%
Чистая прибыль	102	215	86	239%	-16%
Чистый операц. денежный поток	64	97	75	2%	17%
Капвложения и M&A	45	178	99	16%	121%
Свободный денежный поток	19	-43	-24		
Совокупный долг, в т.ч.	713	832	828	3%	16%
краткосрочный долг	47	150	120	0%	154%
Денежные средства и эквиваленты	44	39	68	34%	57%
Активы	1,386	1,574	1,661	4%	20%
Показатели					
EBITDA margin	31%	34%	30%		
EBITDA/проценты, (x)	6.0	5.6	4.0		
Долг/EBITDA*, (x)	2.6	2.6	2.4		
Чистый долг/EBITDA*, (x)	1.8	2.0	2.1		
Долг/Собственный капитал, (x)	1.3	1.2	1.1		

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

Ситуация с долгом остается контролируемой: показатель «Чистый долг/EBITDA» не превышает 2.1х, причем в его расчете мы придерживаемся более консервативного подхода, чем того требуют ковенанты по еврооблигациям МХП, и учитываем задолженность по финансовому лизингу в расчете совокупного долга. Без его учета долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» не превышает 1.9х.

МХП	B3/NR/B
МСФО, 1П 2011	
Выручка, USD млн.	527
EBITDA margin	30%
Долг/EBITDA	2.4

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МХП



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Длинные еврооблигации МХП оказались в период «паники» на рынке еврооблигаций СНГ в лидерах курсового падения, расширив спред к суверенной кривой Украины до 330-350 бп. Фундаментально такой высокий спред, на наш взгляд, завышен как минимум на 100-150 бп, однако во время нового всплеска волатильности на рынке вполне возможно и еще большее его расширение. Мы рекомендуем воспользоваться таким моментом и увеличивать позиции в бумаге **MKhlb 15**.



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

БТА Банк опубликовал слабые финансовые данные за 1П 2011; нейтрально смотрим на еврооблигации

КОММЕНТАРИЙ

Казахстанский БТА опубликовал неаудированные консолидированные финансовые данные за 1П 2011 г., которые выглядят достаточно слабо. Рентабельность бизнеса, как и чистая процентная маржа отрицательны, а качество кредитного портфеля существенно ухудшилось.

Согласно данным АФН, доля просроченных свыше 90 дней кредитов увеличилась за 2К 2011 г. на 8.3 п.п. до 47.5% в портфеле. Отметим, что во 2К 2011 г. банк, по всей видимости, списал часть проблемных долгов, судя по негативной динамике величины кредитного портфеля и резервов, что, впрочем, не компенсировало рост величины NPLs. В то же время доля сомнительных и безнадежных кредитов в портфеле составляет более 65%, что не исключает последующее ухудшение качества активов. В результате ухудшения качества кредитного портфеля разрыв между начисленными и полученными процентными доходами достиг в 1П 2011 г. 40-60%.

Банку пока не удастся заработать положительную величину чистых процентных доходов, что обусловливается дороговизной фондирования, а также существенным объемом низкодоходных облигаций ФНБ "Самрук-Казына" (30% от активов). Это в совокупности с необходимостью доначисления резервов на обесценение активов привело к убыткам банка во 2К 2011 г. в размере KZT50 млрд.

Фундаментальные показатели свидетельствуют о слабости кредитного профиля БТА Банка, а потенциал поддержки государства, на наш взгляд, достаточно ограничен. Впрочем, напомним, что в краткосрочной перспективе ФНБ «Самрук-Казына», по словам представителей фонда, намерен поддерживать кредитоспособность банка. Котировки еврооблигаций банка активно реагируют на новостной фон вокруг разрешения дальнейшей судьбы банка, а потому могут быть интересны для спекулятивных целей. Однако в текущей ситуации нестабильности на мировых рынках мы осторожно относимся к бумагам подобного риска.

БТА	ВЗ/В-/В-
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, KZT трлн.	2.3
NPLs (+90 дней)	47.5%
K1-1	13.1%

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БТА

МСФО, KZT млрд.	2009	2010	1К 11	1П 11
Чистые процентные доходы	-20	-13	-4	-5
Чистые комиссионные доходы	20	12	-2	0
Операционные доходы до резервов	-323	49	1	-4
Операционные расходы	-61	-77	-13	-33
Отчисления в резервы	-754	-46	21	-6
Доход от реструктуризации	0	854	0	0
Чистая прибыль	-1,115	986	2	-48
Денежные средства	78	101	75	82
Ценные бумаги	135	111	110	95
Облигации ФНБ "Самрук-Казына"	512	531	526	534
Кредитный портфель, гросс	3,164	2,756	2,748	2,305
Резервы	-2,123	-1,968	-1,940	-1,537
Кредитный портфель, нетто	1,041	788	808	769
Средства кредитных организаций	836	156	122	124
Средства Правительства и Нацбанка	407	450	417	403
Средства клиентов, в т.ч.	656	683	729	766
частных клиентов	184	259	н.д.	300
Долговые ценные бумаги размещенные	1,669	673	682	677
Собственный капитал	-1,690	-105	-102	-164
Активы	1,741	1,896	1,890	1,841
Показатели				
Расходы/Доходы	-18.8%	155.8%	1648.7%	-834.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	-0.6%	-0.3%	-0.5%	-0.3%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты*	27.5%	36.5%	39.2%	47.5%
Резервы/Кредиты	67.1%	71.4%	70.6%	66.7%
Уровень достаточности капитала (K1-1)*	-96.6%	13.8%	13.7%	13.1%

* по данным АФН

Источник: данные банка, НБ «Траст»



Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Итоги МАКС-2011 для ГСС и Иркут; номинально Иркут заключил больше контрактов, однако больше тактических преимуществ – у ГСС; разработка самолета MC-21 вносит нюансы в оценку кредитного качества Иркут; облигациям Иркут предпочтительнее выпуски ГСС

Вчера закончилась официальная часть российского авиасалона МАКС-2011, который принес российским авиапроизводителям 124 твердых контракта на гражданские самолеты. Иркут заключил твердые контракты на поставку 78 среднемагистральных самолетов MC-21, в то время как ГСС – на 24 самолета SSJ 100.

КОММЕНТАРИЙ

Оценка итогов МАКС-2011 для крупнейших российских производителей самолетов ГСС и Иркут, оба из которых присутствуют на локальном публичном долговом рынке, не так проста, как может показаться на первый взгляд.

Формально Иркут «насобирал» в 3 раза больше заказов, однако SSJ 100 уже фактически готов, прошел проверки и тестово эксплуатируется авиакомпаниями. Первые же поставки MC-21 намечены предварительно лишь на 2016 г., а сам проект существует лишь на бумаге. Таким образом, для ГСС контракты выливаются в кратко- и среднесрочные денежные потоки, в то время как про Иркут такое сказать нельзя. Да и общая сумма законтрактованных самолетов для ГСС достигла уже 192.

В то же время заказ почти 80 лайнеров у Иркут дает вескую надежду на то, что проект MC-21 дойдет до практической реализации, что является несомненным плюсом для компании. Мы также обращаем внимание и на то, что президент ОАК Михаил Погосян сообщил вчера, что корпорация приняла решение об объединении дирекций по производству самолетов SSJ 100 и перспективного MC-21, так как они должны иметь большую унификацию и не конкурировать друг с другом. Плюсами такого решения являются существенное снижение стоимости разработки нового самолета, условное устранение конкуренции, возможный перенос сроков поставок с 2016 г. на более раннее время. С другой стороны, у Иркут, как нам кажется, возникают риски потери проекта MC-21 как собственной разработки, которые, по нашему мнению, еще

Иркут	Moody's: Ba2
МСФО, 9М 2010	
Выручка, USD млн.	1 203
EBITDA margin	16.2%
Долг/EBITDA	5.8

ГСС	Fitch: BB
МСФО, 2010	
Выручка, USD млн.	3.8
EBITDA	отриц.
Чист. долг, USD млрд.	1.1

больше подтверждаются после новостей о потенциальном уходе главы Иркут в политику. Об этом, например, пишет сегодня РБК Daily.

Мы считаем, что прошедший авиасалон имеет примерно одинаковые последствия для кредитного качества обеих компаний. В то же время по совокупности кредитных характеристик сейчас мы отдаем предпочтение ГСС и, соответственно, его облигациям. ГСС как компания еще не имеет денежных потоков (его выручка за 2010 г. составила всего USD3.8 млн против USD1.2 млрд у Иркут), а загружена долгом почти также, как Иркут. Однако ГСС уже имеет возможность поставлять конкурентоспособные самолеты нового поколения, в то время как Иркут не имеет возможности «монетизировать» данный проект в обозримой перспективе, и его долговая нагрузка при текущей операционной деятельности, пожалуй, очень велика – почти 6.0х в терминах Долг/EBITDA.

Несмотря на рейтинги одной ступени, долговые обязательства Иркут торгуются с дисконтом в 70-90 бп к условной кривой облигаций ГСС. Мы не считаем это оправданным, на наш взгляд, выпуски ГСС, особенно **ГСС БО-3** (8.6%) и **ГСС БО-2** (9.0%) интересными для инвестиций.



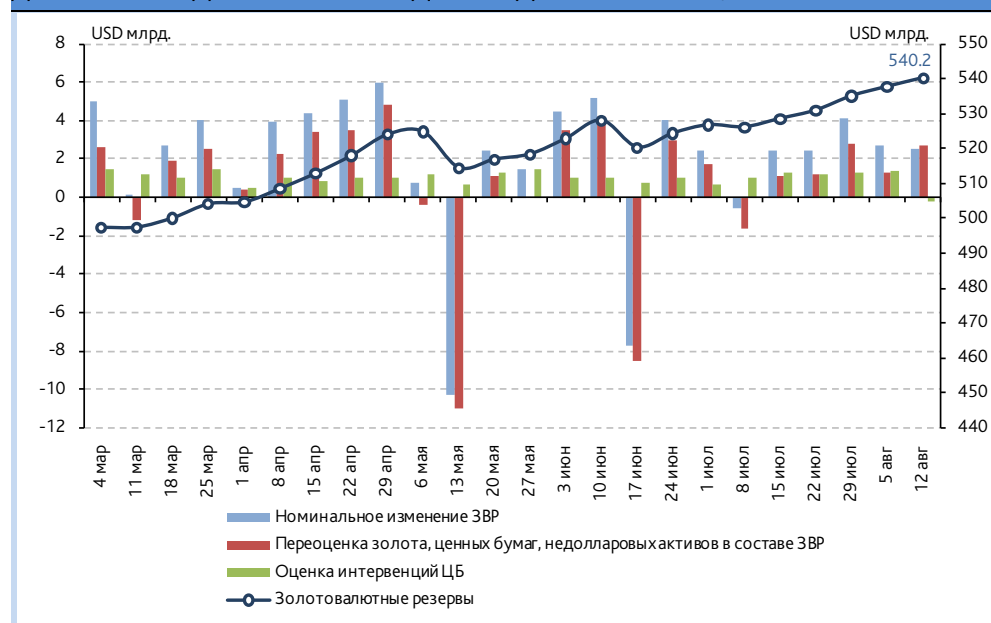
Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Российская макроэкономика

Международные резервы повысились в стоимости благодаря удорожанию золота и ценных бумаг; ЦБ перешел от покупок валюты к продажам

Согласно опубликованным вчера данным ЦБ, международные резервы РФ за неделю с 5 по 12 августа 2011 г. выросли на USD2.5 млрд. до USD540.2 млрд. – максимум с октября 2008 г.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ, 2011



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

На минувшей неделе международные резервы подросли исключительно благодаря положительной переоценке золота и ценных бумаг, поскольку невалютные активы, входящие в их состав, напротив, падали в цене. Нетто-валютная переоценка оказалась отрицательной и составила, по нашим оценкам, –USD1.1 млрд.: –USD0.8 млрд. от снижения курса евро, –USD0.6 млрд. от удешевления британского фунта, +USD0.3 млрд. от переоценки иены и канадского доллара. Почти половину этих потерь компенсировал рост стоимости казначейских облигаций США и еврозоны в составе резервов – примерно +USD0.5 млрд. Однако основной вклад в «копилку» привнесло подорожавшее примерно на 10% золото – около +USD3.0 млрд.

На прошлой неделе курс рубля к бивалютной корзине находился в довольно широком диапазоне, где, предположительно, ЦБ мог совершать как покупки, так и продажи валюты. Для сдерживания ослабления рубля во время падения ключевых фондовых индексов с 9-11 августа Центробанк, по нашим расчетам, мог продать порядка USD500 млн., стерилизовав тем самым с рынка около RUB15 млрд. Однако итоговое отрицательное сальдо интервенций за указанный период, вероятнее всего, оказалось не сильно ниже нуля.



Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-360	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-160	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-160	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-160	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-660	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-460	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-560	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-260	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-160	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-760	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-160	1.5	11.00%	3	11.30%
21 июл	ФСК ЕЭС-16	20.0	7.95%	7*	8.11%
19 июл	АИЖК 2011-2-3	1.7	н.д.	32	н.д.
19 июл	АИЖК 2011-2-2	7.5	6.00%	32	8.74%
19 июл	АИЖК 2011-2-1	7.5	8.25%	32	8.51%

Ближайшие oferty					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
25 авг	Белон-2	2.0	17.00%	0.01%	1
26 авг	Медведь-160	1.0	14.00%	12.50%	1*
30 авг	Макромир Финанс-1	1.0	7.75%	н.д.	2
1 сен	МРСК Юга-2	6.0	17.50%	8.10%	3
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	н.д.	1
8 сен	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0	13.50%	н.д.	1
8 сен	Элемент Лизинг-2	2.3	11.50%	н.д.	3
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	0.10%	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	н.д.	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	н.д.	2
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6
22 сен	ПЭБ Лизинг-3	0.5	14.00%	н.д.	3
22 сен	Русский Межд.Банк-3	1.1	10.75%	н.д.	2
22 сен	СеверСталь-160	15.0	14.00%	н.д.	1
26 сен	Акрон-2	3.5	14.05%	н.д.	2
29 сен	Ай Теко-1	0.6	12.50%	н.д.	1
29 сен	МИК-2	1.0	13.75%	н.д.	4

* срок до ближайшей oferty, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
23 авг	АИЖК КО-2	0.6
29 авг	Калужская Обл-2	0.8
30 авг	ОМЗ-5	1.5
30 авг	ТГК2-1	4.0
30 авг	РосТелеком-07	1.2
5 сен	ТК Финанс-2	1.0
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0
6 сен	МиГ-2	3.0
6 сен	Волгоградская Обл-03	0.5
7 сен	МОИА-2	1.8
7 сен	ЕБРР-3	7.5
13 сен	МосЭнерго-1	5.0
14 сен	НК Альянс-1	3.0
15 сен	Запсибкомбанк-1	1.5
20 сен	СатурнНПО-2	2.0
20 сен	Русский Стандарт-7	5.0
22 сен	НОК-2	0.2

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11
21 июн	VTB 13CN	CNY	1000	2.95%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
7 сен	UkrExim 11	USD	500
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750

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 дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@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

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным 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.