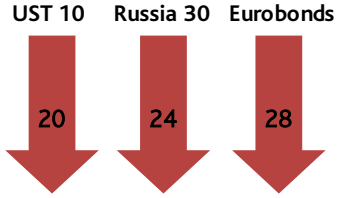
ТРАСТ Банк

Среда
24 августа 2011 г.

Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

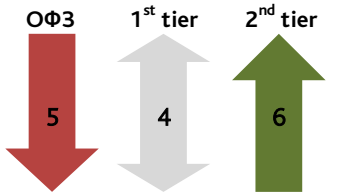
- Повышенный спрос на **ликвидность** в еврозоне сохраняется, в этой связи ждем продолжения роста долларовых ставок
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** улучшение внешнего фона не остановило падение котировок; сильнее других пострадали длинные выпуски **Газпрома** и **ВымпелКома**
- **Открытие торгов по еврооблигациям:** смешанный внешний фон не сможет оказать поддержку рынку; ждем открытия в небольшом минусе
- **Moody's** снизило рейтинг **Японии** на одну ступень до «Aa3» со «стабильным» прогнозом; событие ожидаемое, серьезной реакции на рынке не ждем
- **Moody's**: **Беларусь** (B3/B/NR) нуждается в USD3-6 млрд. внешнего финансирования в 2П 2011, возможно снижение рейтинга; считаем перспективными источниками второй транш от **ЕврАзЭС** и продажу 50% **Белтрансгаза** за USD2.5 млрд.



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- По-прежнему низкие обороты в рублевом долге; по аукциону **ОФЗ 25079** уместно говорить о премии – с учетом улучшения ситуации с ликвидностью ожидаем размещения примерно половины из RUB25 млрд.
- Ставки **money market** снизились в ответ на стабилизацию уровня ликвидности; ожидаем их роста с уплатой НДПИ и налога на прибыль
- **Рубль** растет благодаря нефти, ожиданиям **QE3** и экспортерам, но с окончанием налогового периода тенденция может измениться



Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- **Магнит** опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; рентабельность выросла; долг растет быстрыми темпами; к облигациям относимся нейтрально
- **ТКС-Банк** опубликовал финансовые результаты за 1П 2011; бонды банка привлекательны для склонных к риску инвесторов
- **Банк «Русский Стандарт»** привлек RUB4 млрд. кредита от **ЕБРР**; умеренно позитивно для банка; не исключаем предложения новых облигаций
- **Минэкономразвития** предлагает ограничить рост тарифов естественных монополий 6%; для **Газпрома** будет сделано исключение; негативно для энергетических компаний и **РЖД**, нейтрально для **Газпрома**
- **Fitch** подтвердило рейтинг украинского агрохолдинга **Авангард** на уровне «B»; основные риски – отрицательный FCF и существенные операции со связанными сторонами; за месяц евробонд **Avangard 15** потерял 6.9 п.п. против 4.6 п.п. у **MKhlib 15** и 2.6 п.п. у **Mriya 16**; кредитные риски эмитента высоки; спред к **MKhlib 15** в 400 бп и YTM 13.5% не являются явными поводами для покупок
- **Стройтрансгаз** получил уже третий контракт от ФСК на сумму RUB9.5 млрд.; общая сумма заказов превышает RUB54 млрд., или 5-кратный размер выручки за 2010; позитивно смотрим на расширение бизнеса, но к облигациям относимся нейтрально
- **РЖД** присматривается к покупке словацкого грузового перевозчика с годовой выручкой EUR380 млн. и объемом операций в размере 3% от бизнеса РЖД; заключение такой сделки – нейтральное событие для эмитента и его бондов

Индикаторы FX/MM

Liq, RUB млрд.	RUB МБК o/n, %	RUB basket
442	3.58	34.77

Значения на конец дня

Последние обзоры

15 августа	Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы
3 августа	Ликвидность в 3К 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	Заказы на товары длительного пользования в США за июль
18:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 19 августа
21:00	Итоги аукциона UST5 в объеме USD35 млрд.

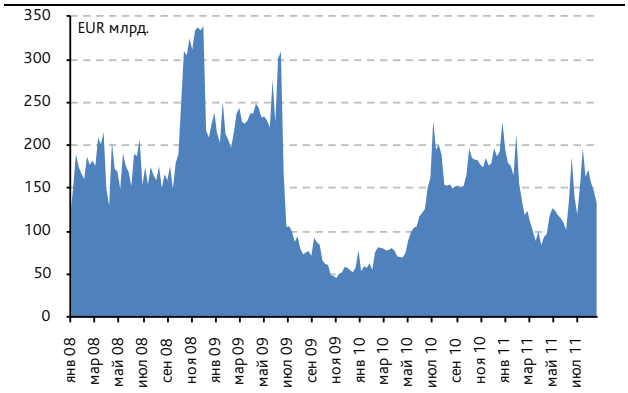
Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	258	+4
UST10	◀▶	2.13	+0.02
Russia 30 - UST 10	▲	208	+1
EUR/USD	▲	1.4438	+0.6%
Oil (Brent)	▲	109.6	+0.8%
VIX	▼	36.27	-6.17

Повышенный спрос на ликвидность в еврозоне сохраняется, в этой связи ждем продолжения роста долларовых ставок

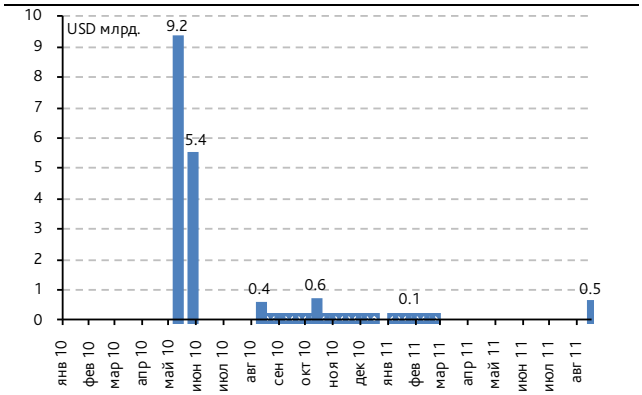
Банковский сектор Европы остается в центре внимания инвесторов, несмотря на наблюдающееся с начала текущей недели улучшение настроений на рынках. Проведенный вчера ЕЦБ традиционный аукцион по предоставлению евровой ликвидности на 7 дней (MRO – main refinancing operations), в ходе которого банки еврозоны могли занять неограниченную сумму, подтверждает высокий спрос на ликвидность со стороны банковского сектора еврозоны. Так, во вторник банки взяли у регулятора EUR134 млрд., что ниже EUR148 млрд., привлеченных через данный инструмент на прошлой неделе. Тем не менее заимствования от ЕЦБ в рамках MRO, очевидно, остаются на повышенных уровнях, а анализ динамики объемов привлечения количества участвующих банков позволяют утверждать, что банки осуществляют «ролловер» – т.е. занимают на последующих аукционах для возврата средств, привлеченных неделей ранее (см. диаграмму 1). Собственно, напряженность с ликвидностью в еврозоне и определяет устойчивость курса евро (в терминах пары EUR/USD).

ДИАГРАММА 1. ОБЪЕМ ПРИВЛЕЧЕННЫХ У ЕЦБ 7-ДНЕВНЫХ КРЕДИТОВ В ЕВРО (MRO), ЯНВАРЬ 2008 – АВГУСТ 2011



Источник: ЕЦБ

ДИАГРАММА 2. ОБЪЕМ ПРИВЛЕЧЕННЫХ У ЕЦБ 7-ДНЕВНЫХ КРЕДИТОВ В ДОЛЛАРАХ, ЯНВАРЬ 2010 – АВГУСТ 2011



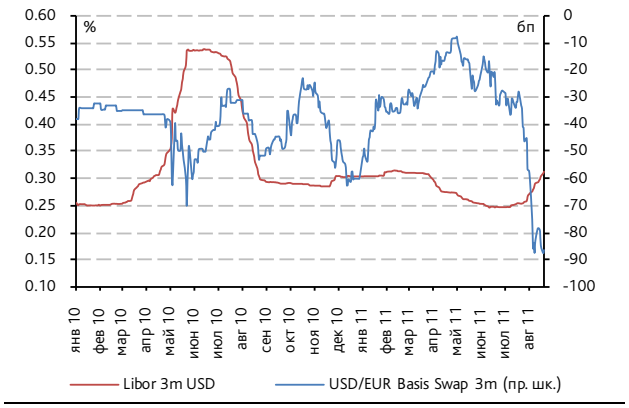
Источник: ЕЦБ

Причиной обеспокоенности рынка по-прежнему являются объемы госбумаг проблемной «периферии» ЕС, находящиеся на балансах банков. Напомним, на прошлой неделе особое внимание привлек к себе французский Societe Generale на фоне возникших на рынке слухов о серьезных проблемах в банке. Еще одним поводом для настороженного отношения рынков к европейским банкам стал аукцион по предоставлению 7-дневной долларовой ликвидности от ЕЦБ, состоявшийся в прошлую среду. Как видно из диаграммы 2, данный инструмент регулятора не пользовался спросом с марта текущего года ввиду отсутствия проблем с привлечением долларового фондирования на МБК. Однако на прошлой неделе всего один (!) банк занял у ЕЦБ сразу USD500 млн., что указывает на наличие проблем у европейских кредитных институтов с доступом к долларовой ликвидности. Намеченный на сегодня аналогичный аукцион, видимо, подтвердит данные опасения.

Собственно, спрос на долларовую ликвидность со стороны банков в еврозоне является фактором повышения долларовых ставок на МБК. С начала августа 3-месячный LIBOR USD, который в предшествующие пару месяцев не радовал волатильностью и находился в диапазоне 0.245-0.255%, пошел в рост и по итогам вчерашнего дня составил примерно 0.312% (см. диаграмму 3). Ситуация в точности повторяет период мая-июня 2010 г., когда пиковое обострение долговых проблем в Греции также привело к повышенному спросу на долларовую ликвидность в зоне евро и стало

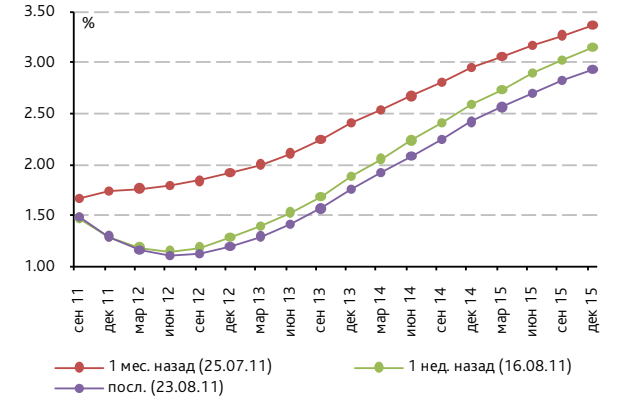
триггером роста долларовых ставок. К тому же мы наблюдаем локальные минимумы по значению валютного базисного свопа USD/EUR срочностью 3 месяца, который отражает ожидания участниками пониженного спроса на евро и значительную потребность в долларах (по итогам вчерашнего дня –86 бп). В совокупности эти факторы позволяют ожидать дальнейшего роста долларовых ставок – ставка на это может быть обыграна открытием коротких позиций во фьючерсах Eurodollar Futures, в числе прочего отражающих ожидания по ставке LIBOR 3m USD.

ДИАГРАММА 3. 3-МЕСЯЧНАЯ СТАВКА LIBOR ПО ДОЛЛАРАМ И 3-МЕСЯЧНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ БАЗИСНЫЙ СВОП USD/EUR



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 4. ФЬЮЧЕРСНАЯ КРИВАЯ (СТАВОК) EURIBOR INTEREST RATE FUTURES, КОНТРАКТЫ С ИСПОЛНЕНИЕМ В СЕНТЯБРЕ 2011 – ДЕКАБРЕ 2015



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

В свою очередь, нынешние события в еврозоне обусловили нетипичность формы фьючерсной кривой по контрактам на 3-месячную ставку Eiribor, которая стала вогнутой на промежутке между декабрем 2011 г. и декабрем 2012 г. в связи с тем, что текущий спрос на ликвидность обеспечил рост ставок в ближайших контрактах. (см. диаграмму 4).

Отметим, что фондовый рынок достаточно остро реагирует на зарождающуюся напряженность в банковском секторе Европы. Так, если индекс EuroStoxx 600 с начала августа «полегчал» на 14%, то падение отраслевого EuropeStoxx 600 Banks за этот период составило 21%.

Итоги торгов по еврооблигациям: улучшение внешнего фона не остановило падение котировок; сильнее других пострадали длинные выпуски Газпрома и ВымпелКома

Российские еврооблигации проигнорировали наблюдавшееся во вторник улучшение внешнего фона, продемонстрировав умеренную отрицательную динамику. При этом наиболее сильно подешевевшими бумагами оказались длинные выпуски Газпрома и ВымпелКома.

В нефтегазовом секторе основной удар пришелся на евробонды **Gazprom 34** и **Gazprom 37**, потерявших порядка 85 бп. Избавлялись инвесторы также от коротких бумаг газовой монополи – номинированный в евро **Gazprom 12E** и **Gazprom 13** подешевели на 5-10 бп. В остальных секторальных бумагах колебания котировок были незначительными и не превысили 10 бп.

Из евробондов второго эшелона основное внимание вновь привлекли длинные выпуски Вымпелкома, потерявшие в цене по итогам дня 60-100 бп. Подешевел также выпуск **Sovcomflot 17** (–40 бп). Падение котировок в длинных евробондах Евраза не превысило 25 бп, а выпуски Кокса, Алросы и Северстали подешевели не более чем на 20 бп.

В евробондах квази-суверенных банков наиболее существенное падение котировок и максимальная активность были отмечены в **VEB 25** и **VEB-Leasing 16**, сбросившие по итогам вторника 20 и 30 бп соответственно. Не пользовались спросом также бумаги Банка Москвы, **Moscow Bank 13** и **Moscow Bank 15N**, потерявшие по 30 бп. В частном сегменте банковского сектора наибольший урон был нанесен коротким бумагам Номос-Банка (–10-60 бп) и Альфа-Банка (–20-40 бп). На 10-20 бп подешевели также длинные выпуски Промсвязьбанка.

Суверенный выпуск **Russia 30** подешевел за день на 24 бп до 118.86% от номинала, а спред **Russia 30–UST10** незначительно расширился – на 2 бп до 208 бп. Менее ликвидные суверенные выпуски **Russia 20** и **Russia 28** потеряли за день почти вдвое больше – порядка 40 бп. В то же время рублевый евробонд **Russia 18R** завершил торги в символическом плюсе, прибавив 5 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: смешанный внешний фон не сможет оказать поддержку рынку; ждем открытия в небольшом минусе

Внешний фон в среду представляется нам смешанным. Азиатские фондовые торги проходят разнонаправлено – японский Nikkei Average теряет порядка 0.9% на фоне снижения суверенного рейтинга Японии агентством Moody's. Важным фактором понижательной динамики является также продолжающееся удорожание йены, несмотря на озвученные Токио сдерживающие меры. Фьючерс на S&P 500 торгуется в минусе на 0.7%. Стоимость барреля Brent находится в районе USD109.2, что почти на USD1 больше уровня закрытия основных торгов в России.

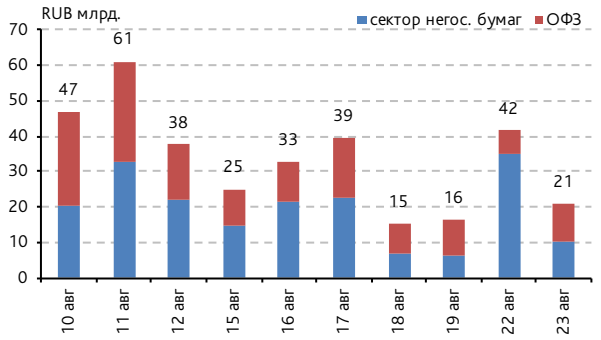
Из статистических публикаций наиболее важным в среду нам видится отчет по заказам на товары длительного пользования в США. Влияние на ход торгов могут также оказать новости из Европы, где, очевидно, назревают очередные серьезные разногласия по второму пакету помощи Греции. Мы ждем открытия торгов на российском рынке еврооблигаций в небольшом минусе.

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

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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	8.0%
от 1 до 1.5 лет	16.4%
от 1.5 до 2 лет	5.0%
от 2 до 3 лет	18.4%
от 3 до 5 лет	41.1%
> 5 лет	11.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

		YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	◀▶	5.69%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	◀▶	7.25%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	◀▶	7.88%	6.5
Банки	◀▶	7.77%	1.5
Корп 1 эшелон	▲	7.21%	2.5
Корп 2 эшелон	◀▶	7.95%	2.0

По-прежнему низкие обороты в рублевом долге; по аукциону ОФЗ 25079 уместно говорить о премии – с учетом улучшения ситуации с ликвидностью ожидаем размещения примерно половины из RUB25 млрд.

На рублевом рынке рост цен пролеживался с открытия торгов, однако во второй половине дня покупки ослабли. В сегменте ОФЗ наиболее активно покупалась дюрация 2.0-4.5 года: **ОФЗ 26203**, **ОФЗ 25079**, **ОФЗ 25076** и **ОФЗ 25077** прибавили в цене 10-30 бп.

По сегодняшнему аукциону **ОФЗ 25079** (с предложением RUB25 млрд.) Минфин озвучил диапазон размещения в пределах 7.20-7.25%. Хотя последние сделки на рынке вчера шли вблизи верхней границы названного ориентира, средневзвешенная доходность выпуска по итогам вчерашних торгов составила 7.21%, так что формально можно говорить о наличии премии. С учетом несколько улучшившегося состояния с ликвидностью, но в то же время, принимая во внимание сохранение повышенных ставок РЕПО мы ожидаем размещения примерно половины объема из заявленных RUB25 млрд., не исключая и большего интереса участников.

Нетипичные уровни спредов **ОФЗ 25071–ОФЗ 25068** и **ОФЗ 26205–ОФЗ 26204** сохраняются, ввиду по-прежнему низкой ликвидности на внутреннем рынке в связи с продолжающимся налоговым периодом. В первом эшелоне активность оставалась крайне низкой. Из выпусков второго эшелона активно торговались выпуски Сибметинвест (+30-35 бп), которые сокращают спреды к ОФЗ по направлению к традиционным уровням, существовавшим до начала августа.

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

Денежный рынок

События денежного рынка

24 авг	Зачисление на депозиты банков RUB95 млрд. (аукцион Минфина от 23.08.11)
24 авг	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)
24 авг	Возврат Минфину RUB20 млрд. с депозитов банков
25 авг	Уплата НДПИ и акцизов на RUB215-230 млрд. (НДПИ - RUB160-175 млрд.)
25 авг	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
29 авг	Уплата налога на прибыль (RUB190-200 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

22 авг	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.00	3.50	3.75	3.50/3.65
2-й круг	3.75/4.25	3.50	4.25	3.65/4.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.55-3.75	3.75-3.80	3.50-3.65

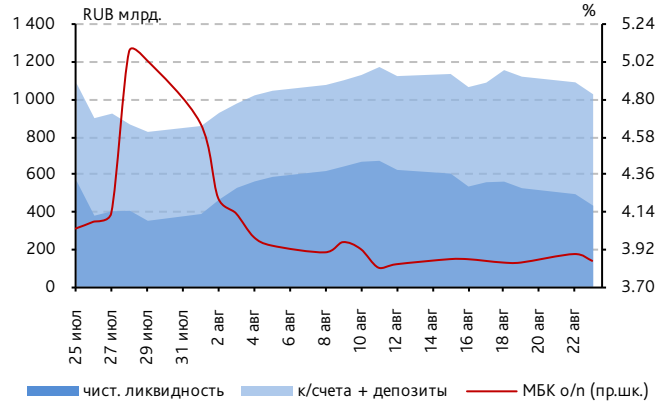
Ставки money market снизились в ответ на стабилизацию уровня ликвидности; ожидаем их роста с уплатой НДПИ и налога на прибыль

После завершения платежей по НДС днем ранее, во вторник кредитные организации воспользовались паузой, чтобы восполнить свои потери и подготовиться к предстоящим до конца недели аукционам **ОФЗ 25079**, **ОБР-20**, и уплате НДПИ. В целом чистый приток средств увеличил запасы ликвидности на балансах ЦБ лишь на RUB10.7 млрд. до RUB1.03 трлн., а чистую ликвидную позицию – до RUB442.0 млрд. При этом в преддверии налогов банки нарастили корсчета на RUB47.2 млрд. (до RUB726.7 млрд.), изъяв с депозитов RUB36.5 млрд. (до RUB307.6 млрд.).

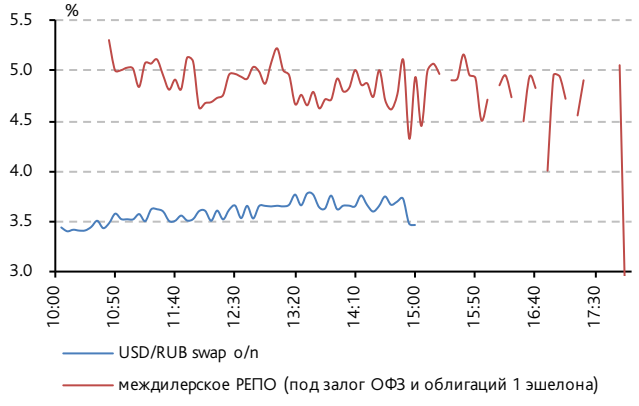
Стабилизация ситуации с ликвидностью позитивно сказалась на ставках денежного рынка. Несмотря на повышение стоимости фондирования по МБК овернайт для банков 1-го круга в первой половине торгов до 3.75-3.8%, закрытие проходило вблизи ставки овернайт по депозитам с ЦБ – те же 3.5-3.65%, что и накануне. Впервые за последние две недели можно было наблюдать небольшое снижение средневзвешенной стоимости средств через междилерское РЕПО – до 4.83% (–5 бп) – под залог ОФЗ и 4.79% (–4 бп) – под залог облигаций 1-го эшелона. Между тем вчера впервые с 30.11.10 состоялся семидневный аукцион РЕПО, на котором было привлечено RUB0.38 млрд. по 5.5%, что отражает ограниченность доступа к фондированию и возникновение трудностей у отдельных, менее крупных участников рынка.

Сегодня ожидается пополнение ликвидности, что будет благоприятствовать размещению **ОФЗ 25079**. На депозитном аукционе Минфина, как мы и ожидали, вчера оказались востребованы все RUB95 млрд. при отношении спроса к предложению в 2.3х. Таким образом, для покупки ценных бумаг сегодня в распоряжении кредитных организаций будет не менее RUB75 млрд. (RUB95 млрд. за вычетом возврата Минфину RUB20 млрд.), при заявленном объеме аукциона в RUB25 млрд. Чистый приток средств может превысить RUB50 млрд., поскольку не все получатели средств от депозитного аукциона с Минфином являются потенциальными покупателями ОФЗ, а спрос на аукционе с высокой долей вероятности будет неполным (см. раздел «Внутренний рынок и рублевые облигации»). Каких-либо проблем с фондированием можно опасаться уже завтра, когда банкам предстоит перечислить до RUB230 млрд. платежей по НДПИ и акцизам, а также будет проходить аукцион **ОБР-20** на RUB10 млрд. Далее в понедельник, 29 августа, последуют платежи по налогу на прибыль, что «оттянет» дополнительные RUB190-200 млрд., при том что встречные поступления из бюджета пошли на убыль. Следствием столь внушительного оттока ликвидности будет усиление давления на ставки денежного рынка во второй половине этой – начале следующей недели и возможное удорожание фондирования на 20-50 бп.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Рубль растет благодаря нефти, ожиданиям QE3 и экспортерам, но с окончанием налогового периода тенденция может измениться

Некоторое ожидание улучшений на мировых рынках вкупе с возобновившей рост ценой на нефть позволили рублю во вторник немного укрепить свои позиции. Российская валюта дорожала не только к бивалютному ориентиру на 7 копеек, или 0.2% до RUB34.77, но и к основным валютам. Курс доллара к рублю опустился до RUB29.03 с RUB29.1, курс евро к рублю до RUB41.78 с RUB41.85. Впрочем, обусловленное отсутствием новых негативных новостей увеличение аппетита к риску имеет, на наш взгляд, кратковременный и неоднородный характер.

О том, что среди участников валютного рынка царят противоречивые настроения, а оценки рублевых рисков разнятся, говорит расширение диапазона трехмесячных ставок NDF – до 4.4-4.9% (против 4.54-4.7% накануне). Такое положение вещей все больше убеждает нас в том, что динамика рубля становится все более уязвимой к ухудшению ожиданий, а значит, в большей степени зависит от настроений на глобальных рынках, нежели от фундаментальных факторов. Если бы девальвационные ожидания ослабли, вместо увеличения амплитуды ставок NDF можно было бы наблюдать их снижение. Поддержать рубль в ближайшие дни способны ожидания возможного анонсирования QE3 и сопряженное с этим увеличение аппетита к риску. Однако мы не исключаем, что укрепление рубля сохранит актуальность лишь до конца налогового периода, во время которого рубль традиционно получает стимулы от продаж экспортеров и сужения рублевой ликвидности, после чего есть все предпосылки для его ослабления на фоне сезонного оттока капитала и неопределенности внешнеэкономической ситуации.

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

Кредитные комментарии

Магнит опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; рентабельность несколько выросла; долг увеличивается очень быстрыми темпами; к облигациям относимся нейтрально

Магнит	NR
МСФО, 1П 2011	
Выручка, USD млн.	5,471
EBITDA margin	6.5%
Долг/EBITDA	2.3

Сегодня утром крупнейший по числу магазинов ритейлер России – Магнит – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Магнит продолжает радовать инвесторов отличными операционными результатами: его выручка за 1П 2011 г. достигла USD5.4 млрд. (+59% относительно 1П 2010 г.), EBITDA – USD0.4 млрд. – увеличилась на 42%. Компания продолжает агрессивную экспансию, открыв в 1П 405 новых магазинов (364 дискаунтера, 15 гипермаркетов и 26 магазинов формата «дрогери»). Безусловно, основным драйвером роста операционных показателей остаются «магазины у дома» (доля в консолидированной выручке – 87%), однако гипермаркеты демонстрируют более ощутимую положительную динамику операционных показателей.

Главным беспокойством как для менеджмента компании, так и для рыночных игроков остается низкий уровень рентабельности по EBITDA. Напомним, что по итогам 1К 2011 г. этот параметр достиг рекордно низких значений – 6.3%. Во 2К ситуация несколько улучшилась, поэтому по итогам первого полугодия EBITDA margin составила 6.5%, что все же слишком невысокое значение для Магнита. Ранее менеджмент Магнита снижал прогноз по рентабельности на конец 2011 г. с 8% до 7.5%. Выручка во 2П 2011 г. будет расти более скромными темпами из-за эффекта высокой базы 2П 2010 г., поэтому, на наш взгляд, при сохранении темпов роста EBITDA прогноз менеджмента может быть достигнут.

Операционный денежный поток компании по-прежнему не покрывает большей части капитальных затрат, в результате чего компания прибегла к активным заимствованиям на долговом рынке.

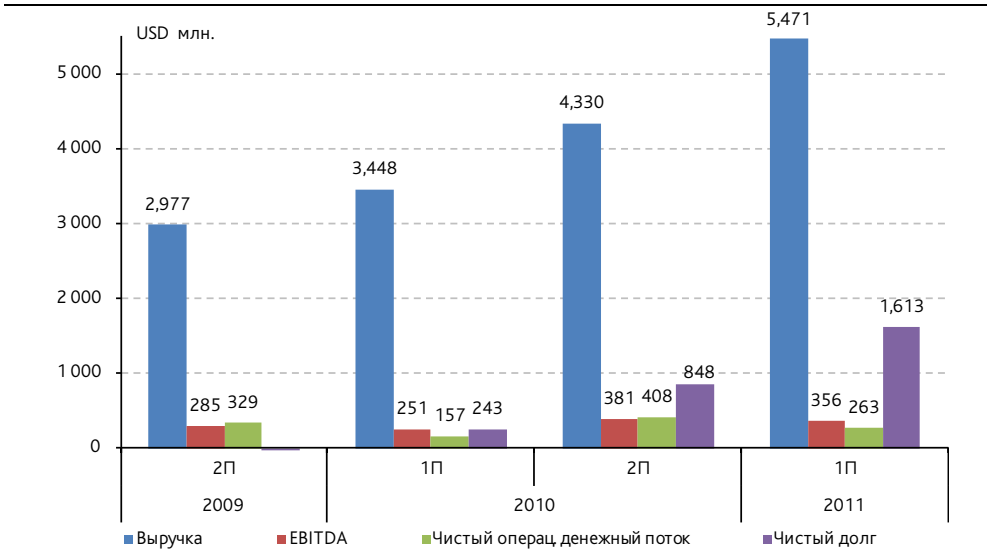
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МАГНИТА

МСФО, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	3,448	7,777	5,471	26%	59%
Магазин у дома	3,143	6,991	4,785	24%	52%
Гипермаркеты	304	785	681	42%	124%
EBITDA	251	632	356	-6%	42%
Чистая прибыль	131	333	140	-31%	7%
Чистый операц. денежный поток	157	564	263	-35%	68%
Капвложения и M&A	389	1,179	767	-3%	97%
Свободный денежный поток	-232	-615	-504		
Совокупный долг, *в т.ч.*	294	981	1,689	72%	474%
краткосрочный долг	65	177	445	151%	584%
Денежные средства и эквиваленты	52	133	76	-43%	47%
Активы	2,513	3,689	4,789	30%	91%
Показатели					
EBITDA margin	7.3%	8.1%	6.5%		
EBITDA/проценты	21.5	17.7	8.0		
Долг/EBITDA*	0.5	1.6	2.3		
Чистый долг/EBITDA*	0.5	1.3	2.2		
Долг/Собственный капитал	0.2	0.6	0.9		

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

Долговая нагрузка Магнита продолжает расти, и теперь положение компании не выглядит абсолютно безопасным, как это было год назад. Показатель «Чистый долг/EBITDA» на конец 1П 2011 г. достиг уровня 2.2х, что было вызвано преимущественно очень активным привлечением нового долга. Совокупный долг за последние 6 месяцев увеличился на внушительные USD700 млн.: в марте и апреле компания разместила 2 выпуска облигаций совокупным объемом RUB10 млрд., а также активно увеличила объем кредитования в банках. Отметим также, что существующие кредитные линии с основными кредитующими Магнит банками (Сбербанк, Альфа-Банк, Росбанк и ВТБ) выбраны практически на 100%, что несколько ограничивает финансовую гибкость компании. С другой стороны, способность Магнита оперативно привлекать средства на публичном долговом рынке позволит ему без проблем рефинансировать короткий долг и осуществлять инвестиционную программу.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МАГНИТА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Рублевые облигации Магнита торгуются с премией к кривой ОФЗ в размере всего 150-170 бп, что, на наш взгляд, слишком мало для компании без рейтингов и с уже весьма ощутимой долговой нагрузкой. Среди бумаг эмитентов отрасли ритейла нам больше нравятся бонды Интуриста, предлагающие доходность около 14% при дюрации менее одного года. Однако мы не сомневаемся в способности Магнита расплатиться с держателями облигаций.

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

ТКС-Банк опубликовал финансовые результаты за 1П 2011; бонды банка привлекательны для склонных к риску инвесторов, но динамика котировок подвержена настроениям на глобальным рынках

КОММЕНТАРИЙ

ТКС-Банк раскрыл ряд финансовых показателей за 1П 2011 г., динамика которых свидетельствует об уверенном росте объемов бизнеса банка. В то же время, как нам кажется, инвесторы не должны забывать и об основных кредитных рисках банка, среди которых: некомфортный уровень достаточности капитала и ликвидных средств при в общем-то повышенных риски бизнес-модели банка, незначительный объем бизнеса и активный рост объемов кредитования.

Кредитный портфель после отчислений в резервы увеличился за 1П 2011 г. на 76% до USD556.7 млн. Доля просроченных кредитов в портфеле, согласно данным эмитента, несколько снизилась, что обусловлено опережающими темпами роста заемного портфеля над динамикой проблемных займов. Тем не менее отметим, что по данным РСБУ за 7М 2011 г. объем просроченных ссуд свыше 1 дня в абсолютном выражении растет у ТКС-Банка в разы быстрее рынка: +30% против +5% в среднем по рынку.

В 2011 г. банк приступил к активной экспансии, существенно увеличив затраты на привлечение клиентов: потраченные за шесть месяцев текущего года средства в 1.5 раза превысили издержки за весь 2010 г. Это, в свою очередь, привело к снижению операционной эффективности. Гибкость управления затратами обеспечивает потенциал для восстановления показателей, хотя исторический уровень операционной эффективности еще выше, чем по рынку в среднем.

Котировки рублевых облигаций банка просели за последний месяц на 1-3 п.п., предлагая на данный момент доходность выше YTW 13-14% в диапазоне 1-2 года. Евробонд банка **TCSBk 14** (YTM 12.1%) также подвергся активной распродаже в августе: –4 п.п. в цене за последний месяц. Высокую доходность облигаций банка мы считаем привлекательной для склонных к риску инвесторов, хотя и не исключаем дальнейшей просадки котировок и более привлекательных возможностей для входа в публичные обязательства ТКС-Банка.

ТКС-Банк	B2/NR/B
МСФО, 1П 2011	
Кредиты-нетто, USD млн.	557
NIM	37.6%
NPLs (+90 дней)	2.1%

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТКС-БАНКА

МСФО, USD млн.	2008	2009	2010	1К 11	1П 11
Чистые процентные доходы	46.6	73.7	95.6	42.7	99.2
Комиссионные затраты	-1.0	-1.6	-2.7	-1.0	-1.8
Расходы на привлечение клиентов	-13.4	-3.4	-17.1	-10.8	-25.1
Операционные расходы	-35.3	-25.1	-43.2	-13.2	-31.9
Отчисления в резервы	-30.3	-18.3	-28.0	-6.7	-16.1
Чистая прибыль	-44.7	17.9	9.0	9.0	19.0
Денежные средства	30.9	18.9	50.9	40.7	88.2
Кредитный портфель, нетто	140.1	173.7	316.4	415.3	556.7
Синдицированные кредиты	50.2	80.4	31.4	0.0	0.0
Средства клиентов	8.4	12.6	174.1	219.4	241.2
Долговые ценные бумаги размещенные	105.7	88.6	143.6	195.0	374.3
Собственный капитал	16.5	35.0	43.9	71.2	82.0
Активы	193.9	211.8	405.1	499.7	716.6
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	-271.8%	69.4%	22.9%	62.8%	60.3%
Доходность активов (ROAA)	-23.1%	8.8%	2.9%	8.0%	6.8%
Расходы/Доходы	139.2%	38.5%	59.6%	56.6%	58.5%
Чистая процентная маржа (NIM)	23.2%	36.2%	32.4%	39.6%	37.6%
Стоимость риска	35.0%	10.0%	10.5%	6.8%	6.9%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	3.2%	5.1%	2.5%	2.2%	2.1%
Резервы/Кредиты	19.1%	9.7%	7.4%	6.8%	6.7%
Достаточность капитала (Н1)	14.1%	28.3%	14.1%	16.7%	14.2%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

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

Банк «Русский Стандарт» привлек RUB4 млрд. кредита от ЕБРР; умеренно позитивно для банка; не исключаем предложения новых облигаций в случае стабилизации ситуации на внешних рынках

БРС	Ba3/B+/B+
МСФО, 2010	
Кредиты, RUB млрд.	89.7
NIM	15.9%
NPLs (+90 дней)	5.9%

Банк «Русский Стандарт» (БРС) привлек от ЕБРР 3-летний кредит на сумму RUB4 млрд. для финансирования роста объемов кредитования.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем новость умеренно позитивной для банка, поскольку она свидетельствует о возможности банка привлекать фондирование от международных финансовых институтов.

За 7М 2011 г., согласно данным РСБУ, БРС восстановил динамику кредитования: +8.7% до RUB100.0 млрд. Основным источником финансирования выступил приток средств частных клиентов. До кризиса 2008 г. фондирование банка в большей степени зависело от оптового долга. На данный момент основную часть пассивов составляют средства частных клиентов (до 80% по данным РСБУ на 01.08.2011). При этом практически 70% от средств физических лиц приходится на текущие клиентские счета и депозиты до года.

В то же время для поддержания дальнейшего роста кредитного портфеля банку, на наш взгляд, необходимы дополнительные источники финансирования, принимая во внимание погашение рублевых облигаций в сентябре этого года на сумму RUB5 млрд. Вдобавок напомним, что еврооблигациям **RusSt 16** назначен колл-опцион в декабре 2011 г.

Мы нейтрально относимся к текущим котировкам долговых бумаг банка. Однако не исключаем возможности увидеть привлекательное предложение для инвесторов в виде новых облигационных займов в случае стабилизации настроений на рынке. Ранее банк заявлял о намерениях выпустить облигации как на внутреннем, так и на внешнем рынках. На данный момент зарегистрировано два выпуска рублевых бондов по RUB5 млрд. каждый.

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

Минэкономразвития предлагает ограничить рост тарифов естественных монополий 6%; для Газпрома будет сделано исключение; негативно для энергетических компаний и РЖД, нейтрально для Газпрома

По данным Коммерсанта, Минэкономразвития предлагает проиндексировать тарифы естественных монополий в 2012 г. на 6%, причем сделать это предписывается только во втором полугодии.

КОММЕНТАРИЙ

Предложение Минэкономразвития совпадает с самым жестким по отношению к компаниям планом, озвучивавшимся ранее. Ограничение роста тарифов уровнем официального прогноза инфляции, причем только со 2П 2012 г., позволит сократить давление на потребительские цены, однако вместе с этим способно серьезно ухудшить операционные показатели компаний стразу нескольких отраслей.

Вместе с тем тарифы на природный газ не претерпят серьезных изменений: их рост в 2012 г. составит ранее заявленные 12.5% (повышение планируется в 2 этапа – на 5% с начала 2012 г. и на 9.5% с апреля). Поэтому выручка Газпрома, получаемая им на внутреннем рынке, серьезно не пострадает.

Среди энергетических компаний наибольшие потери от ограничения роста тарифов понесут сетевые компании, а также менее эффективные генераторы. Согласно принятому RAB-тарифообразованию, для ФСК тарифы на передачу электроэнергии в 2012 г. должны были увеличиться более чем на 25%. Несмотря на то, что с помощью механизма сглаживания часть выпадающих доходов может быть перенесена на более поздний срок (после 2014 г.), в среднесрочной перспективе ФСК может серьезно скорректировать свою инвестиционную программу в сторону ее сокращения или увеличить заимствования на долговом рынке. На наш взгляд, более вероятным окажется совмещения обеих мер. Среди генерирующих компаний наибольшие потери понесут те, у кого доля регулируемых доходов в выручке наиболее существенна. На наш взгляд, ими окажутся все ТГК и часть оптовых генераторов, электростанции которых работают на природном газе.

Потенциальное снижение тарифов на перевозку грузов негативно для РЖД. Напомним, что ранее монополия призывала регуляторов установить рост тарифов на уровне, достаточном для осуществления инвестпрограммы, в размере около 24%. Ограничение роста тарифов, очевидно, приведет и к снижению капитальных затрат, и к новым займам. Например, представители РЖД вчера заявили, что в случае затягивания сроков приватизации дочерних компаний, в частности ПГК, РЖД придется до конца года прибегнуть к дополнительным заимствованиям на долговом рынке.

Мы уже не однократно отмечали, что основной риск для кредиторов энергетических компаний на данный момент – это крайне высокая неопределенность в отрасли, вызванная постоянным пересмотром механизмов регулирования и тарифообразования. Долговой рынок с большой вероятностью не отреагирует на предложение Минэкономразвития, однако спрос со стороны долговых инвесторов на новые предложения бондов энергетических компаний может быть серьезно ограничен. Сейчас кривая рублевых облигаций ФСК предлагает премию к кривой ОФЗ в размере 50-60 бп, что выглядит близко к справедливому значению.

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@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-3бо	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-1бо	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-1бо	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-1бо	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-6бо	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-4бо	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-5бо	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-2бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-1бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-7бо	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-1бо	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 выпуски

Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	н.д.	1*

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
25 авг	Белон-2	2.0	17.00%	0.01%	1
26 авг	Медведь-1бо	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%	13.50%	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-1бо	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

Ближайшие погашения

Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
23 сен	МетроСтрой	1.5

** срок до ближайшей оферты, лет*

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	MetalloInvest 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

ТРАСТ | Банк

Инвестиционный блок

Руководитель инвестблока — **Игорь Потапов** — **+7 495 647-90-44**

Дирекция анализа долговых рынков

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

Руководитель дирекции

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

Кредитный анализ

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

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

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru
+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов
+7 495 647-25-98
dmitry.igumnov@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

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. Представленные 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 Правиле 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, выраженным 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.