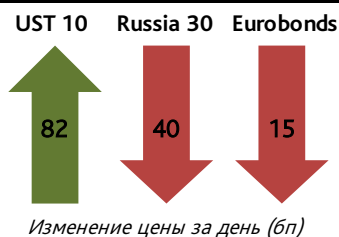


Навигатор долгового рынка

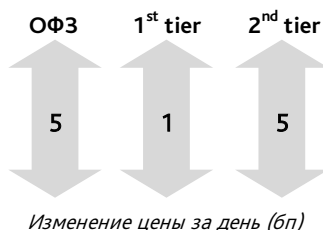
Глобальные рынки и еврооблигации

- 📌 **Падение EUR/USD** – новый триггер для возможного снижения кредитных рейтингов крупнейших банков **Франции**
- 📌 **Итоги торгов по еврооблигациям:** новый всплеск негатива на внешних рынках обусловил снижение котировок российских евробондов; рост стоимости бумаг **Сбербанка** будет вскоре ликвидирован
- 📌 **Открытие торгов по еврооблигациям:** ждем снижения котировок на открытии; неделя обещает быть богатой на новости из Европы
- 📌 **А. Кудрин:** РФ не будет в 2011 осуществлять заимствования на внешних рынках; новость была ожидаема; нейтрально для суверенных евробондов



Рублевые облигации и денежный рынок

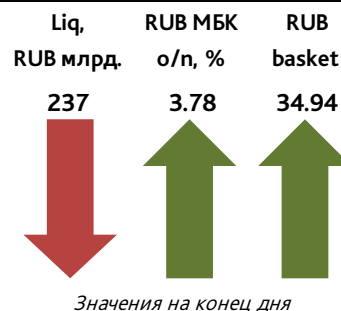
- 📌 Министр финансов **А. Кудрин** сообщил о планах сокращения объемов внутренних заимствований в 2011 до RUB1.4 трлн. – по нашим оценкам; первичное предложение ОФЗ в 4К 2011 может составить RUB80-90 млрд.
- 📌 **ОФЗ** в пятницу торговались без единой динамики, низкая активность в корпоративных выпусках, в течение дня ждем курса на продажи
- 📌 **Отток ликвидности** усилится с уплатой страховых взносов; смягчить последствия платежей способны депозитные аукционы **Минфина**



Кредитные комментарии

- 📌 **КБ «Ренессанс Капитал»** опубликовал отчетность за 1П 2011 по МСФО: восстановление позитивной динамики кредитного портфеля не повлекло за собой рост показателей рентабельности; бумаги банка интересны в качестве высокодоходных инвестиций до погашения
- 📌 **Ситроникс** опубликовал слабую отчетность по US GAAP за 1П 2011: долговая нагрузка остается запредельной; прогнозы по рентабельности были понижены; облигации на нынешних уровнях неинтересны
- 📌 **Мрия** опубликовала некоторые цифры отчетности по МСФО за 1П 2011; наиболее показательны будут завтрашние комментарии менеджмента; к еврооблигациям относимся нейтрально
- 📌 По данным Коммерсанта, **ВТБ Капитал** может стать якорным инвестором при проведении **СРО Номос-банка**; для **ВТБ** это станет очередной портфельной инвестицией; нейтрально для обоих банков; евробонды неинтересны
- 📌 **ТКС Банк** раскрыл полный текст отчетности по МСФО за 1П 2011: показатели соответствуют ранее опубликованным в презентации данным; бонды банка привлекательны для склонных к риску инвесторов
- 📌 **Fitch** подтвердил рейтинг **РусГидро** на уровне «BB+» со «стабильным» прогнозом

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 8 сентября VimpelCom Ltd. и МТС: результаты 1П 2011 г. говорят в пользу МТС
- 8 сентября ЦБ Швейцарии хочет видеть франк слабым. Рынки могут не согласиться
- 6 сентября Стратегия долговых рынков: сентябрь 2011 г.
- 1 сентября Банковская система в июле: качество кредитов под сомнением
- 15 августа Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы

Контакты и ссылки



☎ +7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

12:00	Переговоры канцлера ФРГ А. Меркель и главы Еврокомиссии Ж.-М. Баррозу
13:00	Итоги аукциона по 3- и 12-мес. госбумагам Италии в объеме EUR11.5 млрд.
19:30	Итоги аукционов по 3- и 6-мес. US T-bills в объеме USD56 млрд.
21:00	Итоги аукциона UST3 в объеме USD32 млрд.
24:00	Выступление главы ФРБ Далласа Р. Фишера по вопросам монетарной политики
04:00	Выступление главы ФРБ Сент-Луиса Д. Балларда

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	269	+11
UST10	▼	1.93	-0.09
Russia 30 - UST 10	▲	217	+15
EUR/USD	▼	1.3651	-1.7%
Oil (Brent)	▼	111.8	-2.7%
VIX	▲	38.52	+4.2

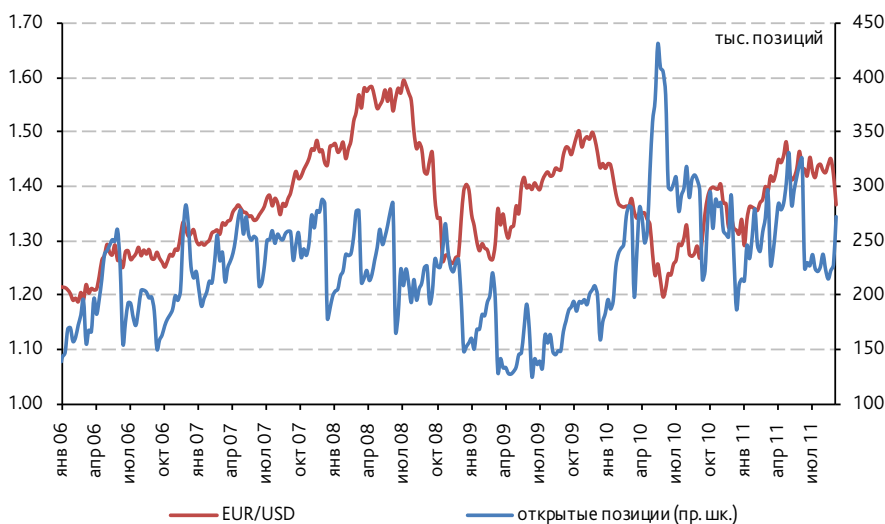
Падение EUR/USD – новый триггер для возможного снижения кредитных рейтингов крупнейших банков Франции

Устойчивость курса евро, так долго отказывавшемся падать по причине высокого спроса на ликвидность со стороны европейских банков, против остальных валют в последние два дня прошедшей недели исчезла. Факторов падения евро немало. В дополнение к снижению прогнозов ЕЦБ по росту экономики еврозоны на 2011-2012 гг. в четверг и отставке члена Совета управляющих ЕЦБ Ю. Штарка в связи с несогласием относительно программы выкупа ЕЦБ суверенных долгов проблемных экономик на выходных актуализировался еще один негативный фактор. В субботу агентство Bloomberg, со ссылкой на незванные осведомленные источники, сообщило, что на предстоящей неделе агентство Moody's может понизить кредитные рейтинги трех крупнейших французских банков – BNP Paribas, Societe Generale SA и Credit Agricole SA.

В этой связи в понедельник с утра пара EUR/USD торгуется в пределах 1.3530 против 1.3650 на закрытие торгов на глобальных рынках в пятницу. Пятничный отчет Commitments of Traders, еженедельно публикуемый Комиссией по срочной биржевой торговле США и раскрывающий информацию о позициях крупных участников на рынке производных инструментов, показал максимальный с середины июля рост числа открытых позиций (open interest) во фьючерсах и опционах на евро – см. диаграмму. Рост числа открытых позиций участниками рынка на фоне снижения цены инструмента в традиционной трактовке выступает сигналом к продолжению его нисходящего движения.

Дополнительное давление на единую европейскую валюту, помимо сообщений о возможном снижении рейтинга французских банков, очевидно, оказали также невнятные итоги встречи министров финансов стран G7 и продолжающееся обострение ситуации вокруг очередного транша для Греции.

ДИАГРАММА. ВАЛЮТНАЯ ПАРА EUR/USD И ЧИСЛО ОТКРЫТЫХ ФЬЮЧЕРСНЫХ И ОПЦИОННЫХ ПОЗИЦИЙ В ДАННОМ ИНСТРУМЕНТЕ НА СМЕ



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Итоги торгов по еврооблигациям: новый всплеск негатива на внешних рынках обусловил снижение котировок российских евробондов; рост стоимости бумаг Сбербанка будет вскоре ликвидирован

Вновь возникшие в пятницу волнения на внешних рынках увеличили цены российских евробондов вниз. Исключением стал сектор квази-суверенных банков, однако и здесь ближе к концу дня сделки проходили по меньшим по сравнению с уровнем закрытия четверга ценам.

Из нефтегазовых компаний наибольшая активность традиционно сосредоточилась в длинных бумагах Газпрома, подешевевших на 10-40 бп. Во втором эшелоне под давлением вновь оказались долгосрочные выпуски Вымпелкома. Снижение котировок на дальнем конце кривой эмитента составило 20-30 бп. Около 10 бп прибавили по итогам дня длинные еврооблигации Сбербанка, а выпуски ВЭБа подорожали на 20-40 бп. Мы полагаем, что уже в ближайшие торговые сессии данный рост стоимости в бумагах Сбербанка будет ликвидирован, и они продолжат следовать вниз за рынком.

Суверенные евробонды РФ подчинились общему негативу. Индикативный выпуск **Russia 30** подешевел за пятницу на 40 бп до 119.5% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** колебался в течение дня в пределах 202-205 бп, однако с открытием в красной зоне американских бирж начал стремительно расширяться, достигнув по итогам дня 217 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: ждем снижения котировок на открытии; неделя обещает быть богатой на новости из Европы

Глобальные рынки начинают неделю с явно минорной ноты. Довлеющий над основными экономиками мира груз проблем в конце прошлой недели и в течение выходных лишь увеличился. В результате мы наблюдаем очередное снижение спроса на рискованные активы, что приведет к негативному открытию торгов на рынке российских еврооблигаций.

Фондовые площадки Азии торгуются в глубоком минусе: японский **Nikkei 225** теряет 2.4%. В отрицательной зоне находится и фьючерс на S&P 500 (-1.1%). Продолжает снижение уже преодолевшая локальные минимумы пара EUR/USD (торгуется вблизи отметки 1.35). Важным фактором для российского рынка станет также существенное снижение цен на нефть. Баррель Brent стоит сейчас около USD111.5, тогда как еще в пятницу за него предлагали USD113-114.

Начинающаяся неделя будет богата новостями, причем основными ее поставщиками обещают стать европейские чиновники. Так, в понедельник в Берлине состоятся переговоры канцлера ФРГ А. Меркель с главой Еврокомиссии Ж.-М. Баррозу, во вторник Меркель примет премьер-министра Финляндии, а в пятницу пройдет неформальное заседание Еврогруппы. Завершится же неделя очередными земельными выборами в ФРГ – в воскресенье они пройдут в Берлине. Кроме того, как ожидается, Италия должна на текущей неделе завершить процесс принятия мер бюджетной экономии.

Из американской статистики рынки наверняка обратят внимание на данные по инфляции за август, индекс деловой активности от ФРБ Филадельфии и индекс потребительских настроений от Мичиганского университета. Небезынтересно будет также послушать на текущей неделе выступления представителей ФРС в преддверии двухдневного заседания регулятора, назначенного на 20-21 сентября.

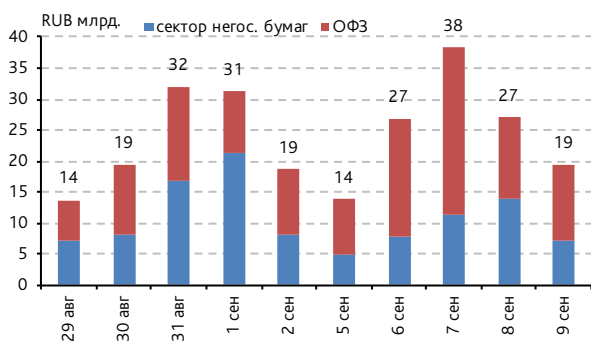
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

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



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	10.2%
от 1 до 1.5 лет	10.2%
от 1.5 до 2 лет	2.2%
от 2 до 3 лет	13.9%
от 3 до 5 лет	34.3%
> 5 лет	29.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.44%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.22%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.98%	6.5
Банки	7.66%	1.5
Корп 1 эшелон	7.15%	2.5
Корп 2 эшелон	7.85%	2.0

Министр финансов А. Кудрин сообщил о планах сокращения объемов внутренних заимствований в 2011 до RUB1.4 трлн. – по нашим оценкам; первичное предложение ОФЗ в 4К 2011 может составить RUB80-90 млрд.

Агентство Интерфакс со ссылкой на министра финансов А. Кудрина сообщило о намерениях правительства снизить плановый объем заимствований на внутреннем рынке до RUB1.4 трлн. против ранее предполагавшихся RUB1.7 трлн. С учетом состоявшихся и еще предстоящих погашений в 2011 г. ОФЗ и ГСО общим объемом порядка RUB360 млрд., чистые заимствования на внутреннем рынке составят порядка RUB1.0 трлн., что соответствует нашим ранее озвученным прогнозам.

К настоящему моменту Минфин занял на внутреннем рынке в общей сложности RUB937 млрд., из которых RUB721 млрд. пришлось на ОФЗ, RUB216 млрд. – на ГСО. Таким образом, ведомству остается разместить госбумаг примерно на RUB450 млрд. Не исключено, что порядка RUB300 млрд. из данного остатка будет размещено в рамках схемы санации Банка Москвы. В предположении, что оставшиеся RUB150 млрд. будут привлекаться через рыночные заимствования (ОФЗ), а также исходя из наших ожиданий фактических размещений ОФЗ в сентябре на уровне не более RUB60-70 млрд. при плановом остатке в RUB105 млрд., объявленный план аукционов ОФЗ на 4К 2011 г. может составить RUB80-90 млрд.

ОФЗ в пятницу торговались без единой динамики, низкая активность в корпоративных выпусках, в течение дня ждем курса на продажи

На рынке ОФЗ пятница прошла без единой ценовой динамики: основные обороты торгов пришлось на средние и длинные **ОФЗ 26204** (+8 бп по цене, YTM 7.88%), **ОФЗ 25079** (+5 бп, YTM 7.16%) и **ОФЗ 26206** (-6 бп, YTM 7.78%). Активность вне сектора госбумаг была крайне низкой: общий объем сделок без учета РЕПО составил всего RUB7 млрд. Сегодня на рынке ждем усиления продаж на фоне сильного ухудшения внешнего фона. Условия для аукциона 10-летнего **ОФЗ 26205** в среду с планируемым объемом в RUB35 млрд. складываются неблагоприятными – видимо, Минфин придет к необходимости сокращения предложения.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

- 13 сен Депозитный аукцион Минфина на RUB20 млрд. (расчеты на след. день)
- 14 сен Аукцион ОФЗ 26204 на RUB35 млрд.
- 14 сен Возврат с депозитов банков RUB9.15 млрд. Минфину
- 14 сен Заседание совета директоров ЦБ по ставкам
- 15 сен Аукцион ОБР-21 на RUB500 млрд. (расчеты на след. день)
- 15 сен Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.00	3.75	4.00	3.70/3.85
2-й круг	3.75/4.25	3.50	4.25	3.75/4.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.00	3.75-4.00	3.70-3.85

Отток ликвидности усилится с уплатой страховых взносов; смягчить последствия платежей способны депозитные аукционы Минфина

Пятница была примечательна оттоком ликвидности. Так, с депозитов было изъято RUB70.8 млрд. (снижение до RUB294.5 млрд.), лишь RUB53.7 млрд. из которых поступили на корсчета (увеличение до RUB592.4 млрд.). На этом фоне общий объем средств на корсчетах и депозитах снизился до RUB887 млрд., а чистая ликвидная позиция упала до RUB237.2 млрд.

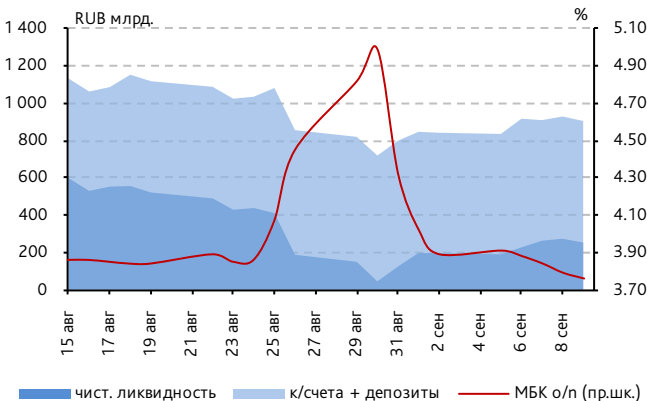
На некоторое снижение запаса свободных средств банковской системы отреагировали разве что ставки по межбанковским кредитам. На протяжении подавляющей части дня ставки МБК овернайт для банков 1-го круга держались в диапазоне 3.75-4.0%, превышая стоимость депозитов овернайт с ЦБ (3.5%) даже на закрытие – 3.7-3.85%. Сегмент междилерского РЕПО оказался более устойчивым к одномоментному оттоку ликвидности: под воздействием навеса пришедших с начала месяца бюджетных средств (около RUB250 млрд.) средневзвешенная стоимость РЕПО продолжает идти на снижение. Вчера сделки под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона подешевели на 13 бп – до 4.3% и 4.25% соответственно.

Единственным существенным источником изъятия ликвидности на этой неделе выступают платежи по первому в этом месяце налогу – страховым взносам во внебюджетные фонды, объем выплат по котором до 15 сентября может в сумме составить порядка RUB270 млрд. Из крупных аукционов стоит отметить размещение нового выпуска ОБР-21 15 сентября объемом до RUB500 млрд. Однако с учетом отсутствия каких-либо заметных покупок ОБР в течение последних нескольких месяцев и в свете приближающихся налогов, истощающих ликвидность, ОБР-21 едва ли будут пользоваться существенным спросом на предстоящем в четверг аукционе. Мы ожидаем, что состояние денежного рынка на этой неделе ухудшится незначительно, а ставки денежного рынка будут колебаться вблизи текущих значений. Удорожания фондирования стоит опасаться не раньше следующей недели с выплатой НДС и НДСПИ. Впрочем, в значительной степени нивелировать отток ликвидности из-за налогов способно своевременное расширение предложения средств в рамках депозитных аукционов Минфина. Так, уже завтра ведомство предоставит участникам рынка на RUB10 млрд. больше фондирования, чем обычно – до RUB20 млрд.

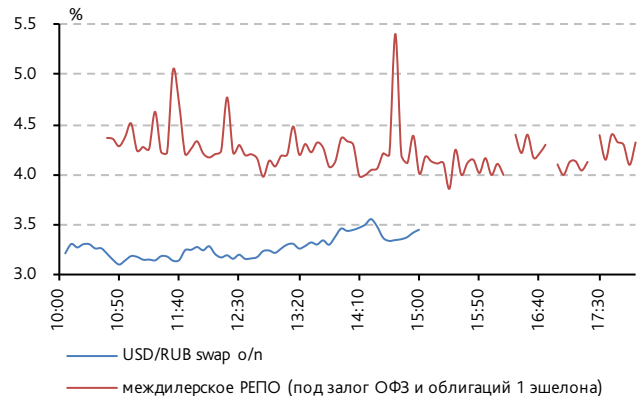


Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday




Кредитные комментарии

КБ «Ренессанс Капитал» опубликовал отчетность за 1П 2011 по МСФО: восстановление позитивной динамики кредитного портфеля не повлекло за собой рост показателей рентабельности; бумаги банка интересны в качестве высокодоходных инвестиций до погашения

КОММЕНТАРИЙ

На прошлой неделе КБ «Ренессанс Капитал» (Ренессанс Кредит) опубликовал финансовую отчетность за 1П 2011 г. по МСФО, которая свидетельствует об активизации розничного кредитования при улучшении качества займов. В то же время в 1П 2011 г. операционная эффективность банка снизилась, как и уровень отдачи от кредитного портфеля, что не позволило нарастить показатели рентабельности.

В 1П 2011 г. кредитный портфель банка увеличился на 12.5% до RUB36.5 млрд. При расширении объемов кредитования Ренессанс Кредит сконцентрировался на продвижении своего основного продукта – нецелевых займов наличными, объем которых увеличился за период более чем на треть и достиг 54% от кредитного портфеля (45% в начале года). Заметим, что в 1П 2011 г. был погашен основной объем займов связанным сторонам: на балансе таких кредитов осталось только RUB0.4 млрд.

Доля просроченных свыше 90 дней кредитов сократилась за полугодие на 0.9 п.п. до 5.4% от всего заемного портфеля. Тем не менее отметим, что ввиду операций на высокорискованном сегменте беззалоговых розничных кредитов, стоимость риска сохраняется на высоком для отрасли уровне в 6.5% (15.6% в 2010 г.).

Активная экспансия рынка потребительского кредитования в 1П 2011 г. привела к снижению операционной эффективности: показатель «Расходы/Доходы» увеличился практически на 20 п.п. до 59.4% с прошлого полугодия. Это неблагоприятно сказалось на показателях рентабельности бизнеса (ROAE сократился до 13.1%). Негативное влияние на прибыль оказало и сокращение чистой процентной маржи: по нашим оценкам, NIM снизилась на 3.5 п.п. до 11.7% относительно 2П 2010 г.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КБ «РЕНЕССАНС КАПИТАЛ»

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	11.6	12.5	9.5	3.5
Чистые процентные доходы без штрафов и пеней	8.9	6.0	4.9	2.2
Чистые комиссионные доходы	3.0	0.5	2.3	1.8
Операционные доходы до резервов	15.0	11.2	11.9	5.2
Операционные расходы	-6.3	-3.6	-5.1	-1.1
Отчисления в резервы	-6.7	-12.5	-5.1	-1.1
Чистая прибыль	1.5	-4.2	1.6	0.8
Денежные средства	8.7	3.7	5.7	4.8
Ценные бумаги	1.5	1.0	1.0	0.6
Кредитный портфель, gross	53.6	33.0	32.5	36.5
Резервы	-2.8	-4.8	-1.2	-1.3
Средства кредитных организаций (включая ЦБ)	16.1	14.9	0.0	0.0
Средства клиентов, в т.ч.	9.4	6.2	18.2	21.7
<i>частных клиентов</i>	2.7	3.0	15.2	18.6
Долговые ценные бумаги размещенные	18.2	10.4	10.2	8.5
Прочие заемные средства	7.1	0.0	0.0	0.8
Собственный капитал	12.2	9.5	11.3	12.1
Активы	64.3	43.1	40.7	44.2
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	15.1%	-39.1%	15.0%	13.1%
Расходы/Доходы	42.2%	32.5%	42.2%	59.4%
Чистая процентная маржа (NIM) *	18.0%	12.7%	13.8%	11.7%
Стоимость риска	14.4%	28.9%	15.6%	6.5%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	6.8%	20.0%	6.3%	5.4%
Резервы/Кредиты	5.2%	14.5%	3.6%	3.7%
Достаточность капитала (TCAR)	19.2%	21.2%	29.0%	27.0%

* из процентных доходов исключены штрафы и пени
Источник: данные банка, НБ «Траст»

Стоит отметить, что в 1П 2011 г. КБ «Ренессанс Капитал» привлек кредит от ЕБРР на сумму RUB0.8 млрд. по плавающей ставке Mosprime 3М + 6.0 п.п. Кредит погашается равными частями до 2014 г. Стоимость долга может служить интересным ориентиром для держателей бондов банка. Исключая неизвестную структуру погашения кредита и

КБ Ренессанс Капитал	В3/В/В
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	36.5
NIM	11.7%
NPLs (+90 дней)	5.4%

принимая во внимание текущую кривую свопов на диапазоне 3-х лет, стоимость данного долга составляет приблизительно 12.1-12.2%.

На данный момент рублевые облигации банка достаточно ликвидны и торгуются с доходностью YTW 9.5-11.1% на диапазоне одного-двух лет, а евробонд **RenCB 13** предлагает YTM 13.2%. Мы считаем инвестиции в данные выпуски привлекательным инструментом до погашения для склонных к риску инвесторов.



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

Ситроникс опубликовал слабую отчетность по US GAAP за 1П 2011: долговая нагрузка остается запредельной; прогнозы по рентабельности были понижены; облигации на нынешних уровнях неинтересны

В минувшую пятницу еще одна «дочка» АФК «Система» – Ситроникс – отчиталась за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные результаты Ситроникса в 1П 2011 г. сложно назвать успешными: при неплохом росте выручки (+33% относительно 1П 2010 г.), эффективность всех бизнес-направлений существенно снизилась. Рентабельность по EBITDA всех трех основных направлений бизнеса – Телекоммуникации, IT и Микроэлектроника – снизилась до 6%, 1% и 9% соответственно (10%, 5% и 14% в 1П 2010 г.). Это связано преимущественно с увеличением продаж менее маржинального оборудования и усилением конкуренции в отрасли в сегментах Телекоммуникации и IT. Рентабельность сегмента «Микроэлектроника» снизилась из-за увеличения затрат на внедрение линии 90 нм. Ситроникс заявляет, что до конца года у него уже заключены контракты на USD650 млн., т.е. план по росту выручки по итогам всего 2011 г., озвученный компанией в конце 1К текущего года, вряд ли будет выполнен (прогнозировалось около 20%). Кроме того, Ситроникс снизил план и по консолидированной рентабельности по EBITDA с 9% до 7%, что лишний раз подтверждает крайне слабое кредитное качество эмитента.

Операционный денежный поток в очередной раз оказался на отрицательной территории, причем в 1П 2011 г. в гораздо большей степени, чем год назад. Учитывая подобную динамику основных операционных показателей, надеяться на снижение долговой нагрузки не приходится.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СИТРОНИКСА

US GAAP, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2011	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	459	1,167	610	20%	33%
ЕБИТДА	33.3	105.6	16.9	2%	-49%
Чистая прибыль	-55.4	-59.7	-34.5	-18%	-38%
Чистый операц. денежный поток	-23	178	-132		
Капвложения и М&А	29	0	34	н.д.	17%
Свободный денежный поток	-51	178	-166		
Совокупный долг, в т.ч.	937	913	1,007	36%	7%
краткосрочный долг	308	529	632	н.д.	105%
Денежные средства и эквиваленты	152	262	127	-26%	-17%
Активы	1,788	2,010	1,997	-1%	12%
Показатели					
ЕБИТДА margin	7%	9%	3%		
ЕБИТДА/проценты	0.8	1.7	0.5		
Долг/ЕБИТДА*	23.4	8.6	11.3		
Чистый долг/ЕБИТДА*	19.6	6.2	9.9		
Долг/Собственный капитал	2.3	2.1	2.3		

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

Долговая нагрузка Ситроникса очень высока, а обслуживание долга чрезвычайно обременительно для компании: объем процентных выплат в очередной раз превысил размер EBITDA компании. Не вызывает никаких сомнений, что без поддержки материнской АФК «Система» финансовая состоятельность Ситроникса была бы под большим вопросом. Пока же компания имеет доступ к кредитным ресурсам государственных банков, что существенно снижает ставки по ним (по итогам 1П 2011 г. средневзвешенная ставка по заимствованиям компании составила около 7.7%).

Ситроникс	ВЗ/NR/В-
<i>МСФО, 1П 2010</i>	
Выручка, USD млн.	610
ЕБИТДА margin	3%
Долг/ЕБИТДА	11.3

Рублевые облигации Ситроникса торгуются с доходностью чуть менее 14% при дюрации около 1 года. На наш взгляд, кредитные риски компании слишком велики, а помощь АФК «Система» будет просто необходима для успешного прохождения оферт по обоим выпускам облигаций. Мы не рекомендуем эти бумаги к покупке, даже с учетом высокой в абсолютных значениям доходности.



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

Мрия опубликовала некоторые цифры отчетности по МСФО за 1П 2011; наиболее показательны будут завтрашние комментарии менеджмента; к еврооблигациям относимся нейтрально

В минувшую пятницу украинский агрохолдинг «Мрия», специализирующийся на производстве зерновых и овощных культур, опубликовал неаудированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Промежуточная отчетность агрохолдингов, специализирующихся на производстве зерновых культур, не слишком показательна из-за очень существенного фактора сезонности. К примеру, в 2010 г. на 1П пришлось менее 5% выручки, так как на этот период в основном приходятся продажи запасов продукции. Однако существенные диспропорции в распределение выручки по полугодиям вносит и структура посевных площадей. Так, в 2011 г. под озимую пшеницу было выделено около 50% всех посевных земель, находящихся под управлением компании, поэтому первые результаты текущего года будут видны в отчетности за 3К 2011 г.

Мы отмечаем позитивную динамику операционного денежного потока Мрии, который в отличие от 1П 2010 г. оказался положительным. Хотя компания не раскрывает подробной разбивки статей, оказавших влияние на операционный денежный поток компании, мы связываем подобную динамику с уменьшением дебиторской задолженности связанных сторон (сахарных заводов, использующих сахарную свеклу, произведенную Мрией). Мы ожидаем получить комментарии менеджмента компании по этому вопросу в ходе завтрашней телеконференции.

Ситуация с долгом остается стабильной: Мрия, как и планировала, использовала часть поступлений от выпуска еврооблигаций для погашения краткосрочного долга, поэтому на конец 1П 2011 г. его доля составила чуть более 10% от совокупного кредитного портфеля компании.

Еврооблигации Мрии предлагают премию к длинному выпуску МХП в размере всего 100 бп. На наш взгляд, разница в их кредитном качестве должна выражаться в премии не менее 170-200 бп. Хотя мы не сомневаемся в способности Мрии расплатиться с кредиторами, все же не ожидаем опережающей динамики от бумаг агрохолдинга и в текущей напряженной ситуации на рынках рекомендуем воздержаться от агрессивных покупок этих бумаг.



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

Агрохолдинг «Мрия»		NR/B/B-
<i>МСФО, 2010</i>		
Выручка, USD млн.		162
ЕБИТDA margin		38%
Долг/ЕБИТDA		2.0

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
31 авг	ТрансФин-М-13бо	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-12бо	0.5	8.50%	3	8.68%
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	8.50%	5*	8.68%
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	12.50%	1*	13.08%
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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
14 сен	ЮниКредит Банк-1ип	5.0	н.д.	5
20 сен	ВЭБ-лизинг-6	10.0	н.д.	3*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	0.10%	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	0.10%	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	9.50%	2
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6
22 сен	ПЭБ Лизинг-3	0.5	14.00%	12.00%	3
22 сен	Русский Межд.Банк-3	1.1	10.75%	10.50%	1*
22 сен	СеверСталь-1бо	15.0	14.00%	7.50%	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%	10.50%	2*
5 окт	РостТелеком-04	2.0	7.50%	н.д.	2
7 окт	РСХБ-04	10.0	11.50%	н.д.	6
7 окт	Фармпрепарат	0.0	12.00%	12.00%	1*
8 окт	ИнвестТоргБанк-4	1.5	9.50%	н.д.	1
13 окт	Банк Санкт-Петербург-1бо	5.0	8.10%	н.д.	2
14 окт	Новопластуновское	0.0	12.00%	н.д.	1*
18 окт	Тензор-1бо	0.3	12.00%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
27 сен	Разгуляй Фин.-2	2.0
29 сен	ОГК5-01	5.0
5 окт	КВАРТ	0.3
5 окт	ВТБ24-1	6.0
6 окт	ФСК ЕЭС-04	6.0
10 окт	Газпромбанк-3	10.0
11 окт	Красноярск-11	0.0
12 окт	ХКФ Банк-4	3.0
18 окт	МДМ Банк-05	3.0
18 окт	ПромТрактор-2	3.0
19 окт	Белгородская Обл-4	1.0

* 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.
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
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

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 данному 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.