

### Обзор рынков

**Ликвидность правит бал.** Котировки US Treasuries вчера заметно выросли: к концу дня доходность 10-летних нот опустилась к отметке 3.35% (-12bp). Глядя на эти цифры, можно было бы подумать, что в мире случилось что-то, что заставило инвесторов искать "тихую гавань". Однако это далеко не так: американские индексы акций вчера выросли примерно на 1%. Подорожали и сырьевые товары (CRB +0.2%). Между тем, доллар продолжает сдавать позиции (DXY -0.35%).

На наш взгляд, столь странная несогласованность в динамике рынка US Treasuries и рискованных активов объясняется наличием гигантского объема дешевой ликвидности в сочетании с умеренными инфляционными ожиданиями. Фундаментальные факторы временно отошли на второй план.

На этом фоне продолжается рост котировок российских еврооблигаций. Восходящий тренд сохраняется и на локальном долговом рынке, где уже в начале следующей недели ЦБ наверняка объявит о снижении ставок. *Продолжение на (стр. 2)*

### Обзор сделок

**Акрон (NR)** планирует разместить облигации на 3.5 млрд руб.; инвесторы могут рассчитывать на щедрый купон **(стр. 3)**

### Основные события

Положительное **сальдо торгового баланса** РФ в июле достигло \$10.2 млрд; может ограничить давление на рубль; валютные резервы за неделю не изменились **(стр. 6)**

### Сегодня

Корпоративные отчеты: **Соллерс**

Статистика в **США**: индекс импортных и экспортных цен; индекс потребительских настроений; оптовые продажи; дефицит бюджета

Статистика в **Китае**: розничные продажи, промышленное производство, инвестиции, индексы цен

## Обзор рынков

---

### **Тренд в российских еврооблигациях не меняется; Газпром размещает ЕСР**

Котировки российских еврооблигаций продолжают покорять новые высоты. Цена выпуска RUSSIA30 (YTM 6.73%) вчера достигла уровня 104 ½ - 104 ¼ (+25-50бп). Аналогичным образом ведут себя и корпоративные бумаги. Вчера появились некоторые подробности маркетируемых сейчас ЕСР (commercial paper) Газпрома: ожидается, что это будут 3-месячные бумаги на \$500 млн с купоном 3.5%. Это на 100% инструмент денежного рынка, поэтому традиционные инвесторы в российские облигации его проигнорируют.

#### **Ждем снижения рублевых ставок в начале следующей недели**

На локальном долговом рынке ралли тоже продолжается. Хорошим спросом вчера пользовались ОФЗ, облигации Лукойла, ВТБ, Москвы, Дальсвязи, МТС и пр. По итогам дня они прибавили в цене еще около 20-40бп.

При этом мы обратили внимание, что некоторые инвесторы начинают фиксировать прибыль после недельного ралли. Например, вчера достаточно активны были продавцы в выпусках Магнит-2 (YTM 14.21%, -40бп) и МосОбласть-8 (YTM 16.31%, -50бп).

В рамках оферты по облигациям Волгателеком-4 инвесторы вчера предъявили к выкупу 68% займа. В принципе, на наш взгляд, результат можно признать успешным: ставка купона до новой 1.5-годовой оферты была определена в размере 12%, что трудно назвать привлекательным даже в условиях нынешней конъюнктуры.

Технический дефолт вчера был допущен по облигациям Ипотечного агентства Хакасии, имеющим гарантию региона: инвесторы не получили купон. Судя по заметке в "Ведомостях", в течение ближайшей недели деньги будут перечислены. Каких-то последствий для рынка мы не ожидаем: после эпизодов с "дочками" Московской области и Томск-Инвестом инвесторов вряд ли удивит слабой финансовой дисциплиной эмитентов этой категории.

Уже после закрытия рынка вчера агентство "Интерфакс" сообщило, что в понедельник состоится заседание совета директоров Банка России. На нем наверняка будет принято решение об очередном снижении ключевых процентных ставок на 25бп.

Мы полагаем, что сегодня нас ждет еще один хороший день в рублевых облигациях.

#### **В начало**

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

## Обзор сделок

Эмитент	ОАО "Акрон"
Поручитель	ЗАО "Гранит"
Объем выпуска	3.5 млрд. руб.
Срок обращения	4 года
Купон	182 дня
Размещение	сентябрь 2009
Оферта	2 года
Ставка купона	на аукционе

*Источник: данные компании, ВТБ Капитал*

### **Акрон (NR) планирует разместить облигации на 3.5 млрд руб.; инвесторы могут рассчитывать на щедрый купон**

**Новость:** В конце сентября ОАО "Акрон" планирует разместить выпуск облигаций объемом 3.5 млрд руб. Ориентир по купону – 16.5%-17.5%, что соответствует доходности к оферте 17.2%-18.3%. Средства от размещения облигаций компания планирует направить в равных долях на рефинансирование кредитов и пополнение оборотного капитала.

**Коротко о компании:** Акрон – один из ведущих производителей минеральных удобрений в России и в мире. Доля компании на российском рынке азотных и фосфатных удобрений составила около 11% в 2008 г. Более 50% выручки Акрона в 2008 г. принесли экспортные продажи, еще 20% обеспечили продажи китайской дочерней компании. Акции компании торгуются на российских биржах (в свободном обращении находится 19.8%). Основным владельцем компании является Вячеслав Кантор, контролирующий 71.5% капитала Акрона.

**Наш комментарий:** В результате резкого ухудшения конъюнктуры на рынке удобрений в IV кв. 2008–I кв. 2009 гг., которое сопровождалось резким падением спроса и цен на продукцию компании, рентабельность Акрона сократилась более чем в три раза. Несмотря на оживление спроса на азотные удобрения (основную продукцию Акрона) во II кв. 2009 г., цены на них демонстрировали отрицательную динамику, оставаясь практически вдвое ниже, чем во II кв. 2008 г. Мы ожидаем, что в ближайшее время цены на азотные удобрения будут оставаться существенно ниже рекордных значений 2008 г., что не позволит компании быстро улучшить результаты.

У Акрона сейчас непростая ситуация с долговой нагрузкой. Основная проблема состоит даже не в высоком совокупном объеме долга (почти 32 млрд руб.; показатель чистый долг/ЕБИТДА за 12 мес. по итогам I пол. 2.2x), а огромная краткосрочная задолженность (18 млрд руб.), которую необходимо рефинансировать. Определенные успехи в этой части, правда, уже достигнуты в течение последних недель:

- в начале сентября Акрон завершил сделку по продаже 21% акций ОАО "Сибнефтегаз" группе компаний Итера. По информации "Интерфакса", сумма сделки составила \$ 134 млн. (4.1 млрд руб.);
- подписаны кредитные договоры с банками на сумму около 8 млрд руб. со сроками от 1.5 до 3 лет;
- Идет синдикация кредита на \$100 млн (около 3.1 млрд руб.), которую организует Commerzbank.

В случае успешной синдикации и выдачи уже подписанных кредитов, Акрон получит около 15 млрд руб. денежных средств. Если бы не намеченные на II пол. 2009 г. инвестиции в размере около 7 млрд руб., то проблему краткосрочного долга можно было бы считать по большей части решенной.

Кстати, инвестиционные аппетиты Акрона – еще один важный риск для кредиторов. Помимо 7 млрд руб. во II пол. 2009 г., компания планирует потратить 10.3 млрд руб. в 2010 г. и 8.6 млрд руб. в 2011 г. Акрон не может отложить эти инвестиции, т.к. иначе рискует потерять лицензии на разработку купленных в 2008 г. месторождений. Для реализации этих проектов компания предлагает создать частно-государственную минерально-сырьевую корпорацию "Соль земли", передав в нее лицензии на условиях предоставления кредитов по льготным ставкам. Однако пока неясно, удастся ли Акрону создать такую структуру финансирования.

Так как Акрон не имеет собственной кривой доходности, а облигации производителей удобрений не представлены на локальном рынке, мы вынуждены обратиться за ориентирами к рынку долларовых бумаг и рассмотреть в качестве индикативного выпуска еврооблигации ЕвроХима (EUSHEM 12%; YTM 9.42%) – другого крупного производителя удобрений. Спрэд EUSHEM 12 к кривой доходности еврооблигаций операторов мобильной связи (МТС, ВымпелКом) составляет 300-330бп. Если предположить, что премии на локальном рынке и на рынке еврооблигаций должны быть равны, то на сегодняшний день доходность гипотетического рублевого выпуска ЕвроХима с погашением/офертой через 2 года могла бы составить около 15.6-16%.

На наш взгляд, Акрон уступает ЕвроХиму в кредитном качестве по следующим основным причинам:

- меньшие размеры, чуть более высокая долговая нагрузка;
- гораздо менее удачная структура долга;
- отсутствие рейтингов от международных агентств;

Последнее снижает вероятность того, что облигации Акрона окажутся в списке репо ЦБ. Впрочем, это может произойти, т.к. Акрон входит в перечень системообразующих предприятий (правда, пока лишь единицы благодаря этому перечню попали в "списки" ЦБ). Но даже в этом случае дисконт, скорее всего, будет выше, чем по бумагам эмитентов с кредитным рейтингом. Это снижает инвестиционную привлекательность облигаций Акрона.

Мы оцениваем премию за разницу в кредитном качестве между Акрон и Еврохимом в 150бп и еще 100-150бп – за риски отсутствия бумаг Акрона в списке репо ЦБ. Таким образом, премия облигаций Акрона к гипотетическому выпуску ЕвроХима должна составлять 250-300бп.

Получается, что если бы облигации Акрона размещались сегодня, их "справедливая" доходность к 2-летней оферте составила бы 18.0-19.0%. Это близко к верхней границе ориентира организаторов.

#### Группа Акрон: ключевые финансовые показатели

млн руб.	2007	2008	I кв. 09	I пол. 09
Выручка	31,105	43,132	9,430	22,327
ЕБИТДА	8,566	18,483	2,612	3,834
Чистая прибыль	5,668	9,891	-849	1,092
Долг	5,634	30,290	33,449	29,458
Чистый долг	4,298	26,281	29,058	27,139
Капитал	28,297	25,175	27,653	30,487
<b>Коэффициенты</b>				
Рентабельность ЕБИТДА	28%	43%	28%	17%
Чистый долг / LTM ЕБИТДА	0.5	1.4	1.9	2.2
Чистый долг / собственный капитал	0.2	1.0	1.1	0.9
Краткосрочный долг	45%	66%	75%	63%
ЕБИТДА / процентные расходы	17	51	80	70

*Источник: данные компании, ВТБ Капитал*

#### В начало

Кити Панцхава  
+7 495 663 44 27  
kiti.pantskhava@vtbcapital.com

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

## Основные события

### **Положительное сальдо торгового баланса РФ в июле достигло \$10.2 млрд; может ограничить давление на рубль; валютные резервы за неделю не изменились**

**Новость:** Положительное сальдо торгового баланса РФ в июле 2009 г. достигло \$10.2 млрд (против \$9.0 млрд в июне). По итогам семи месяцев положительное сальдо торгового баланса составило примерно \$54 млрд.

Объем экспорта в июле увеличился по сравнению с предыдущим месяцем на 7.2%, импорта – лишь на 3.8%. Относительно уровня годичной давности масштаб снижения объема экспорта практически не изменился: -44.5% (против -44.1% в июне), в то время как падение импорта ускорилось до -43.8% (-39.3% в июне).

Между тем, международные резервы РФ за последнюю отчетную неделю (29 августа – 4 сентября) не изменились, составив \$404.9 млрд.

**Наш комментарий:** Данные торгового баланса продолжают оказывать поддержку рублю. Если объемы экспорта будут и дальше восстанавливаться на фоне более медленного роста импорта, положительное сальдо торгового баланса вполне может компенсировать значительные объемы выплат по внешнему долгу частного сектора в IV кв. 2009 г. (\$37 млрд, согласно оценке ЦБ). Динамика импорта говорит об определенной степени импортозамещения.

Неизменный уровень валютных резервов на отчетной неделе обусловлен слабовыраженным эффектом переоценки и незначительным движением капитала. На следующей отчетной неделе, международные резервы, скорее всего вырастут, учитывая скачок курса евро к доллару (до 1.45).

### **Торговый баланс, \$ млрд**

	июль 09	изм. за год	изм. за мес.	7 мес. 09	июнь 09	июль 08
Торговый баланс	10.2			53.8	9.0	18.7
Экспорт	26.3	-44.5	7.2	152.2	24.5	47.3
Импорт	16.1	-43.8	3.8	98.4	15.5	28.6

*Источник: ЦБ РФ, ВТБ Капитал*

### **В начало**

Александра Евтифьева

+7 495 663 46 38

aleksandra.evtifyeva@vtbcapital.com

Дмитрий Федоткин

+7 495 663 47 96

dmitri.fedotkin@vtbcapital.com

## Аналитический департамент ВТБ Капитал

### Начальник аналитического управления

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

### Стратегия

**Иван Иванченко**  
+7 495 663 46 40  
ivan.ivanchenko@vtbcapital.com  
**Андрей Амелин**  
+7 495 663 64 89  
andrey.amelin@vtbcapital.com

### Машиностроение, Транспорт, Инфраструктура, Химия

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

### Потребительский сектор, Розничная торговля, Недвижимость

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

### Телекоммуникации, Медиа, Высокие технологии

**Виктор Климович**  
+7 495 663 46 84  
victor.klimovich@vtbcapital.com  
**Анастасия Обухова**  
+7 495 663 46 32  
anastasia.obukhova@vtbcapital.com

### Экономика

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

### Финансовый сектор

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

### Долговой рынок

**Михаил Галкин**  
+7 495 663 64 72  
mikhail.galkin@vtbcapital.com  
**Максим Коровин**  
+7 495 663 46 96  
maxim.korovin@vtbcapital.com  
**Кити Панцхава, CFA**  
+7 495 663 44 27  
kiti.pantskhava@vtbcapital.com

### Сырьевые рынки

**Виктор Белски**  
+44 20 3334 8781  
victor.bielski@vtbcapital.com

### Нефть и газ

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

### Электроэнергетика

**Дмитрий Скрыбин**  
+7 495 663 46 42  
dmitry.skryabin@vtbcapital.com  
**Михаил Расстригин**  
+7 495 663 46 58  
mikhail.rasstrigin@vtbcapital.com  
**Ольга Доронина**  
+7 495 663 44 19  
olga.doronina@vtbcapital.com

### Металлургия и горнодобывающая промышленность

**Александр Пухаев**  
+7 495 663 46 71  
alexander.pukhaev@vtbcapital.com  
**Игорь Лебединец**  
+7 495 663 46 37  
igor.lebedinets@vtbcapital.com

### Производные инструменты

**Кирилл Никифоров**  
+7 495 663 46 61  
kirill.nikiforov@vtbcapital.com

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

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

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

## ВТБ Капитал

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

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

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