

Обзор рынков

Инвесторы фиксируют прибыль после "ударной" недели. В конце дня в пятницу на рынках акций и сырьевых товаров появилось достаточно большое количество желающих зафиксировать прибыль. Соблазн был велик – ведь за неделю индекс S&P 500 прибавил 2.6%. Опубликованная в пятницу статистика носила скорее позитивный характер. Китай продолжает демонстрировать признаки экономического подъема "по всем фронтам". В США сентябрьский индекс уверенности потребителей превысил прогноз, а динамика импортных цен "намекает" на ускорение инфляции. Однако наиболее интересным нам показался отчет американского Минфина: дефицит бюджета в августе оказался существенно ниже прогноза. Немного расстроили данные о сокращении складских запасов. Правда, речь идет о данных за июль. Доходности US Treasuries в пятницу не изменились (10-летние ноты – 3.35%). В российском сегменте сохраняется высокий спрос как на долларовые, так и рублевые облигации. *Продолжение на (стр. 2)*

Основные события

Группа Соллерс (NR) отчиталась за 2008 г. по МСФО; встреча с менеджментом интереснее отчетности; господдержка должна помочь вовремя расплатиться по облигациям *(стр. 3)*

S&P снизило рейтинги **Банка Возрождение (В+)**, **Альфа-Банка (В+)** и **Промсвязьбанка (В)**, но изменило прогноз рейтингов с "Негативного" на "Стабильный"; мы не согласны с логикой S&P *(стр. 4)*

Сегодня

Накануне годовщины краха **Lehman Brothers** ожидаются выступления президента США **Барак Обама** и главы отделения ФРС в Сан-Франциско **Джанет Йеллен**, посвященные ситуации в экономике

Обзор рынков

Интерес к российским облигациям не ослабевает

В еврооблигациях торговая активность в пятницу была невысокой, однако торги проходили в позитивном ключе. Цена выпуска RUSSIA30 (YTM 6.65%) доходила до 105пп, а 5-летний CDS-спрэд сократился до 265бп (-8бп). В корпоративном сегменте мы по-прежнему видим хороший спрос на бумаги Газпрома. Кстати, газовый концерн закрыл сделку по размещению 3-месячных ЕСР. Итоговые параметры оказались лучше первоначальных ориентиров: объем выпуска составил \$600 млн, а доходность – 3.4%. Несколько дней назад речь шла о \$500 млн под 3.5-3.75%. Еще раз отметим, что речь идет о неинтересном для спекулянтов инструменте денежного рынка.

В рублевых облигациях динамика определяется главным образом ожиданием снижения ключевых ставок Банком России. Вслед за главой ЦБ в пятницу несколько достаточно оптимистичных комментариев сделал первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев. В частности, он высказал мнение, что инфляция в сентябре может быть нулевой, а процентные ставки до конца года могут быть снижены еще на 100бп (!).

На этом фоне котировки наиболее ликвидных рублевых облигаций подросли еще примерно на 30бп. Наметившаяся было в четверг тенденция к фиксации прибыли, похоже, не получает развития. Тот факт, что активность на первичном рынке остается весьма скромной, также оказывает поддержку котировкам уже обращающихся бумаг. На этой неделе ожидается только два крупных размещения. В среду (16 сентября) Минфин предложит два выпуска ОФЗ суммарно на 30 млрд руб., а в пятницу ожидается закрытие книги заявок по займу Северстали (10 млрд руб.).

В начало

Максим Коровин

+7 495 663 46 96

maxim.korovin@vtbcapital.com

Основные события

Группа Соллерс (NR) отчиталась за 2008 г. по МСФО; встреча с менеджментом интереснее отчетности; господдержка должна помочь вовремя расплатиться по облигациям

Новость: В прошедшую пятницу группа Соллерс (бывшая Северсталь-Авто) опубликовала отчетность по МСФО. Кроме того, менеджмент провел встречу с аналитиками, где рассказал о текущей ситуации и планах компании.

Наш комментарий: Опубликованная отчетность не дает адекватного представления о текущем кредитном профиле группы. Показатели выручки и рентабельности 2008 г. вряд ли помогут спрогнозировать будущие результаты. Как следует из российской отчетности ключевых заводов Соллерс – УАЗ и ЗМЗ – их выручка в I пол. 2009 г. сократилась вдвое, при этом предприятия стали убыточными на операционном уровне (см. табл.). По словам менеджмента, в консолидированных результатах Соллерс за январь-июнь 2009 г. мы тоже увидим отрицательный показатель EBITDA.

В 2008 г. группа резко увеличила долг – деньги требовались ей для финансирования инвестиций и увеличения оборотного капитала (в тяжелом 4-м квартале резко выросла дебиторская задолженность от дилеров). В последние месяцы Соллерс продолжал наращивать обязательства – на встрече с аналитиками менеджмент сообщил, что сейчас чистый долг составляет около 25 млрд руб. (+2.7 млрд. за 8 мес.).

Тем не менее, мы считаем, что для кредиторов Соллерс все не так плохо – худшие времена уже позади.

Во-первых, компания уже чувствует восстановление спроса на свою продукцию. Согласно статистике Ассоциации европейского бизнеса (www.aebrus.ru), продажи легковых автомобилей и LCV, производимых Соллерс, в августе упали гораздо меньше по сравнению с рынком в целом (-24% против -54%; к августу прошлого года). Мы ожидаем, что в ближайшие месяцы группа будет наращивать продажи и, кроме того, будет способна несколько снизить оборотный капитал и долговую нагрузку.

Во-вторых, компания выиграла от целого ряда важных мер по господдержке российского автопрома. Попав в правительственный перечень системообразующих предприятий, группа Соллерс получила:

- Лояльность госбанков. Сбербанк и ВТБ, на которые приходится более чем 14 млрд. руб. в кредитном портфеле Соллерс, согласились пролонгировать кредиты на 2-3 года. А ВЭБ одобрил целевые кредиты компании на 5 млрд руб. для реализации инвестпроектов "Соллерс-Дальний Восток" и "Соллерс-Штамп";
- Право привлечь кредит под госгарантии на 5 млрд руб;
- Возможность частично компенсировать процентные расходы по новым выпускам облигаций (обращающиеся выпуски компании включены в Ломбардный список ЦБ);
- Крупные госзаказы (Соллерс оценивает продажи по госзаказам на уровне 20% от продаж в 2008 г.).

Учитывая вышесказанное, мы полагаем, что у компании есть неплохие шансы без реструктуризации исполнить свои обязательства по двум выпускам рублевых облигаций (1.5 млрд руб. – погашение в январе 2010 г., УТМ 26%; 3 млрд руб. – оферта в июле 2010 г., УТР 33%). Конечно, как мы могли убедиться на примере других заемщиков, многое будет зависеть от "желания платить". В ходе пятничной встречи нам показалось, что менеджмент не настроен на реструктуризацию облигаций.

На наш взгляд, облигации Соллерс могут быть интересны на текущих уровнях инвесторам с высоким аппетитом к риску, которые верят в продолжение позитивной динамики на глобальных финансовых рынках и не ждут "второй волны" кризиса.

Комментарий к результатам Соллерс также можно увидеть в обзоре ВТБ Капитал *Russian Industrials: Sollers 2008 IFRS and Outlook: Gearing Up* от 11 сентября.

Соллерс: ключевые финансовые показатели

	Соллерс, консолид., МСФО		УАЗ+ЗМЗ, РСБУ		
	I пол. 2008	2008	I пол. 2008	2008	I пол. 2009
Выручка	30,211	61,630	18,506	36,175	5,962
EBITDA	3,646	5,472	2,393	3,679	-201
Чистая прибыль	1,945	-376	1,587	2,070	-358
Долг	13,693	23,185	6,370	14,117	14,840
Чистый долг	10,937	22,286	5,602	13,690	14,359
Собственный капитал	19,165	18,414	18,046	18,529	18,216
Коэффициенты					
Рентабельность EBITDA	12.1%	8.9%	12.9%	10.2%	-3.4%
Чистый долг/EBITDA, х	1.5	4.1	1.2	3.7	-
Чистый долг/собств. к-л, х	0.6	1.2	0.3	0.7	0.8

Источник: данные компании, ВТБ Капитал

В начало

Михаил Галкин

+7 495 663 64 72

mikhail.galkin@vtbcapital.com

Владимир Беспалов

+7 495 663 46 51

vladimir.bespalov@vtbcapital.com

S&P снизило рейтинги Банка Возрождение (В+), Альфа-Банка (В+) и Промсвязьбанка (В), но изменило прогноз рейтингов с "Негативного" на "Стабильный"; мы не согласны с логикой S&P

Новость: Агентство Standard & Poor's снизило долгосрочные кредитные рейтинги Банка Возрождение, Альфа-Банка и Промсвязьбанка на 1 ступень. Одновременно рейтинги выведены из списка CreditWatch с "Негативным" прогнозом. Новый прогноз рейтингов – "Стабильный". S&P объясняет данный шаг продолжающимся ухудшением качества активов данных банков и российского банковского сектора целом.

Наш комментарий: На наш взгляд, время для негативных рейтинговых действий в отношении российского банковского сектора в значительной степени уже прошло. Да, еще несколько месяцев банки продолжают формировать резервы под просроченную задолженность, но основная часть работы по признанию плохих активов уже проделана. И главное – экономика подает четкие сигналы оживления, банки наконец-то готовы начать расширять кредитные операции, а регуляторы сохраняют способность и желание оказывать поддержку крупнейшим финансовым институтам.

Кроме того, нам кажется странным, что S&P ставит банки Возрождение и Альфа-Банк на одну ступень рейтинговой шкалы (B+). На наш взгляд, кредитный риск Альфа-Банка сравнительно ниже за счет таких факторов, как большие размеры (отсюда – большая диверсификация баланса, значимость для системы), а также сильный контролирующий акционер. Альфа-Банк добился получения крупной инъекции капитала II уровня (40 млрд руб. от ВЭБа и акционеров), а также ведет беспрецедентную (судя по сообщениям СМИ) работу по взысканию задолженности, которая обещает высокий показатель возврата по просроченным кредитам.

Котировки облигаций Альфа-Банка, Возрождения и Промсвязьбанка вряд ли отреагируют на эту новость.

В начало

Михаил Галкин

+7 495 663 64 72

mikhail.galkin@vtbcapital.com

Аналитический департамент ВТБ Капитал

Начальник аналитического управления

Алексей Яковичский
+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
georgy.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
wiktoria.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 (собирательное название – "Группа ВТБ") находятся в деловых отношениях и стремятся к установлению таковых с компаниями, деятельность которых освещается в их аналитических обзорах. В связи с этим инвесторы должны осознавать возможность конфликта интересов, который может повлиять на объективность настоящего обзора.

При принятии того или иного инвестиционного решения инвесторы должны руководствоваться комплексом факторов, а не только настоящим обзором. 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 обзоре, ни любая другая информация, касающаяся темы данного обзора, которая может быть распространена в будущем, не могут быть использованы в качестве основы для возникновения какого-либо контракта. Информация, содержащаяся в настоящем обзоре, и выводы, сделанные на ее основе, были получены из открытых источников, которые ВТБ Капитал считает надежными. Несмотря на всю тщательность, с которой готовился настоящий обзор, 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 обзоре. Любая информация, содержащаяся в настоящем обзоре, 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 обзора или уведомлению читателей в какой-либо форме в том случае, если какой-либо из упомянутых в обзоре 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 обзоре, с точки зрения их деловых и инвестиционных целей. Настоящий аналитический обзор 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 обзор не может служить основанием для принятия решений розничными клиентами или лицами, для которых его предоставление не предусмотрено законодательством. Несанкционированное использование или обнародование настоящего аналитического обзора строго запрещено. Члены Группы ВТБ и/или их руководители, директора и сотрудники (в том числе включая лиц, участвовавших в подготовке и публикации настоящего аналитического обзора) могут владеть, иметь открытые позиции по или осуществлять транзакции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, упоминаемыми в настоящем обзоре, либо осуществлять инвестиции в отношении любого из упоминаемых в нем эмитентов, могут участвовать в операциях с ценными бумагами в форме, не согласующейся с данными настоящего аналитического обзора, а в отношении ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем обзоре – 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 обзоре, либо предоставлять инвестиционно-банковские или иные услуги, а также предлагать инвестиционно-банковские или иные услуги любой из компаний, упомянутых в настоящем обзоре. Информация о конфликтах интересов, если таковые имеют место, приводится в конце текста данного аналитического обзора. Члены Группы ВТБ могли предпринять действия в соответствии с информацией и выводами, содержащейся в настоящем обзоре, либо использовать их, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий обзор, 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 обзоре, 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 обзоре. 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.