



Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	YTM/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	64.36	-2.58	-3.85	Evraz' 13	96.06	0.06	10.22	-2
Нефть (Brent)	64.3	-2.58	-3.86	Банк Москвы' 13	99.77	-0.53	7.19	1
Золото	1009.75	-0.50	-0.05	UST 10	104.23	0.23	3.31	0
EUR/USD	1.4692	0.00	0.18	РОССИЯ 30	107.69	-0.81	6.20	14
USD/RUB	30.1291	0.05	0.18	Russia'30 vs UST'10	289			17
Fed Funds Fut. Prob. авр.10 (1%)	71%	2.00%		UST 10 vs UST 2	244			-1
USD LIBOR 3m	0.28	0.00	-0.66	Libor 3m vs UST 3m	19			0
MOSPRIME 3m	10.90	0.01	0.09	EU 10 vs EU 2	211			0
MOSPRIME o/n	8.00	-0.13	-1.60	EMBI Global	337.53	2.38		8
MIBOR, %	7.97	-0.24	-2.92	DJI	9 707.4	-0.42		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	696.40	73.40	-7.03	Russia CDS 10Y \$	228.65	4.34		10
Сальдо ливк.	-185.4	-101.60	121.24	Gazprom CDS 10Y \$	297.46	2.46		7

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

Первичный рынок: загадки успеха

Акрон = Северсталь?

Москва поделилась с инвесторами

Деньги с вторичного рынка перетекают на первичный

Корпоративные новости

Реструктуризация от Рольфа: сложное, но честное предложение

Седьмой континент пошел на мировую с крупным несговорчивым кредитором

Миракс: с нематериальной поддержкой от Михаила Прохорова?

Связьинвест хочет усилить направление сотовой связи

Энел ОГК-5 предсказуемо отчиталась по МСФО за 1-ое полугодие 2009 г.

Аптечная сеть 36.6 увеличивает рентабельность: итоги МСФО за 1П 2009 г.

МСФО Синергии за 1П 2009 : резкое снижение расходов

Банк «Санкт-Петербург»: итоги 1-го полугодия по МСФО не воодушевляют

Новости коротко

Ключевые новости

- Агентство Thomson Reuters представило предварительные результаты динамики рынков капитала за третий квартал. В 3-м кв. 2009 г. компании выпустили долговые бумаги на \$ 169 млрд, что меньше чем во 2-м квартале, однако с начала года компании выпустили облигаций на \$ 814 млрд, что является абсолютным рекордом. Активнее всего выпускают корпоративные облигации в США — там с начала года зафиксированы эмиссии на \$ 277 млрд, что составляет 33.5 % от общего объема этого года. / Коммерсант

Корпоративные новости

- Автомир-Финанс** уведомило о реорганизации лица, предоставившего обеспечение по облигациям 2-й серии **ООО «Русавтосбыт»**, в форме присоединения к ООО «АМКапитал». / Cbonds

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- Кировская область** погасила оставшиеся 35 % от номинальной стоимости облигаций 2-й серии.
- Мечел** планирует 16 октября начать размещение девятилетних облигаций 5-й серии объемом 5 млрд руб. с трехлетней офертой. Книга заявок открыта с 25 сентября по 14 октября. Ориентир ставки первого купона составляет 15.5-16.5 %, что соответствует доходности 16-17 %. / Reuters
- Минфин 30 сентября планирует размещение **ОФЗ 25070** и **26202** на 20 млрд руб. / Cbonds
- Иркутская область** до конца года планирует разместить облигации на сумму 1.567 млрд руб. В ближайшие дни область получит транш Сбербанка на сумму 500 млн руб. Область намерена погасить короткие кредиты на 2.5 млрд. руб., взятые в этом году, что значительно удешевит обслуживание государственного долга. / Cbonds

Внутренний рынок**Первичный рынок: загадки успеха**

Основное внимание участников рублевого долгового рынка вот уже третью торговую сессию подряд сосредотачивается на размещениях новых выпусков облигаций. Сюрприз преподнес аукцион по облигациям Акрона, который вчера продал свой новый выпуск на сумму 3.5 млрд руб. под неожиданно низкую ставку – 14.05 %. Успех аукционов по доразмещению облигаций Москвы на сумму 30 млрд руб. был ожидаем, поскольку город традиционно предлагает участникам премию к вторичному рынку.

Акрон = Северсталь?

В ходе аукциона первый купон по облигациям Акрон-2 был установлен на уровне 14.05 %, что соответствует доходности к двухлетней оферте на уровне 14.54 % при дюрации выпуска 1.58. Накануне аукциона организаторы ориентировали покупателей на купон в диапазоне от 16.5 до 17.5 %, что соответствует доходности 17.18-18.27 %. Таким образом, установленный купон как минимум на 2.5 п.п. ниже ожидаемого.

Интересно, что итоги аукциона по Акрону практически повторили итоги размещенной двумя днями ранее Северстали. Тогда по облигациям Северсталь БО1 купон был установлен в размере 14 % на двухлетний срок, что соответствует доходности в размере 14.49 %. Ажиотажный спрос на выпуск не был удовлетворен на конкурсе и вызвал взлет котировок новых бумаг на вторичном рынке в среду сразу на 210 б.п., что привело к снижению доходности до 13.18 % (-131 б.п. с размещения).

Одинаковые купоны по близким по структуре выпускам Акрона (нет рейтингов) и Северстали (BB-/Ba3/B+) при существенной разнице в кредитном качестве эмитентов нам представляется несколько настораживающим. Тем более, что накануне торгов ориентир по купону были на 2.5 п.п. выше. Организаторы заявили, что спрос на бумаги составил 7.7 млрд руб. (в 2.2 раза выше объема предложения), в ходе размещения было выставлено 193 заявки со ставками в диапазоне от 13 % до 16.50 %. Между тем анализ сделок в ходе конкурса говорит о существенно более высокой концентрации покупателей выпуска Акрона по сравнению с выпуском Северстали. Более 90 % выпуска ушло десятком сделок крупнейшим покупателям. Сосредоточение большого объема бумаг в руках ограниченного числа держателей может неблагоприятно сказаться на ликвидности выпуска при его выходе на вторичный рынок. С точки зрения предложенной доходности выпуск нам представляется переоцененным.

Москва поделилась с инвесторами

Вчера Москомзайм после двухмесячного перерыва снова вышел на первичный рынок и предложил инвесторам поучаствовать в аукционе по доразмещению выпусков Москва-62 и Москва-56 объемами по 15 млрд руб. Участники рынка с энтузиазмом восприняли предложение, однако потребовали премию к вторичному рынку.

Более короткий выпуск Москва 62 был размещен в полном объеме при превышении спроса над предложением в размере 40 %. Глава Москомзайма Пахомов отметил, что заявки на аукционе были выставлены плотно, разница составляла базисные пункты. Это позволило по приемлемой доходности разместить весь объем выпуска. В ходе аукциона было подано 143 заявки от 45 участников, доходность по цене отсечения составила 12.69 %. Накануне торгов Москва-62 торговалась с доходностью 12.57 %. Таким образом, город предложил премию к вторичному рынку около 12 б.п., что оказалось вполне достаточно для инвесторов.

Более длинный из размещаемых - выпуск Москва 56 – ушел в рынок на 55 % при спросе, незначительно превысившем предложение. Инвесторы запросили большую премию за бумагу, чем город захотел предоставить. Доходность по цене отсечения составила 12.95 %, что всего лишь на 8 б.п. больше доходности, с которой можно было купить Москва 56 накануне конкурса. Всего было подано 72 заявки, из которых 34 удовлетворено от 20 участников. Разброс заявок составил от 12 до 13.58 %.

Итоги проведения аукционов 24.09.09 г. по размещению облигаций Москвы

Выпуск	Объем предложения, млрд руб.	Объем размещения, млрд руб.	Объем спроса, млрд руб.	Превышены над предложен	Дата погашения	Средневзвешенная доходность
Москва 56	15.0	8.2	16.3	1.1	22.09.16	11.99%
Москва 62	15.0	15.0	20.7	1.4	08.06.14	10.73%
	30.0	23.2	37.0	1.2		

Источник: Москомзайм, Аналитический департамент Банка Москвы

Напомним, что до конца года Москомзайм планировал разместить 47 млрд руб. Вчера было размещено почти половина этого объема. Следующий аукцион пройдет в октябре. Рекомендуем участвовать в нем, так как город, в отличие от Минфина предоставляет премию к вторичному рынку в ходе размещений. При этом бумаги Москвы не менее интересны по сравнению с ОФЗ с точки зрения получения рефинансирования в ЦБ или на межбанке.

Деньги с вторичного рынка перетекают на первичный

На фоне большого объема новых выпусков на первичном рынке, вторичный рынок несколько сдал свои позиции. Ликвидные выпуски за день потеряли до трети фигуры: Лукойл БО2 (-35 б.п., 11.82%), Газпром А11 и А13 (-10 и -20 б.п. соответственно), РЖД-12 (-25 б.п., 11.33%), Вымпелком 1 (-18 б.п., 11.44%), Газпром нефть 4 (-40 б.п., 11.35%). Хуже рынка смотрелись выпуск Россельхозбанк-7, который за день подешевел на 150 б.п. После взлета накануне Северсталь БО1 откатилась на 15 б.п.

Против рынка двигались облигации АИЖК-7 – частные инвесторы активно торговали бумагами по факту решения выдать компании госгарантии на сумму 36 млрд руб. С облигациями эмитента вчера прошли 25 сделок, котировки «выстрелили» на 343 б.п.

Биржевые торги отдельными бумагами*

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Cbse	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
ОФЗ 25067	322.0	6	41690.7	17.10.2012		102.72	102.69	-0.03	10.67
ОФЗ 25068	129.0	9	45000	20.08.2014		103.15	103.16	0.01	11.45
ОФЗ 26202	862.70	11		17.12.2014		100.80	100.81	0.01	11.45
СевСт-БО1	1177.84	91	15000	18.09.2012	20.09.2011	102.10	101.95	-0.15	13.27
МРСК Юга 2	569.34	30	6000	26.08.2014	30.08.2011	101.30	101.29	-0.01	17.36
УМПО 2	11.63	24	4000	17.12.2009		94.60	94.50	-0.10	42.59
МГор62-об	1578.15	70	35000	08.06.2014		107.35	107.00	-0.35	12.68
МГор61-об	440.00	6	30000	03.06.2013		109.55	109.50	-0.05	12.32
СЗТелек6об	158.11	12	3000	24.07.2019	09.08.2011	101.30	101.50	0.20	12.55
Система-02	686.61	31	20000	12.08.2014	14.08.2012	103.99	103.95	-0.04	13.48
Зенит 6обл	137.50	7	3000	01.07.2014	06.07.2010	100.90	101.15	0.25	13.76
Лукойл БО3	120.64	6	5000	06.08.2012		104.50	104.50	0.00	11.78
Лукойл БО2	230.55	5	5000	06.08.2012		104.75	104.40	-0.35	11.82
ГазпромА13	369.24	14	10000	26.06.2012	29.06.2010	103.95	103.75	-0.20	8.06
ГазпромА11	185.26	18	5000	24.06.2014	28.06.2011	106.55	106.45	-0.10	9.88
АИЖК 7об	1.48	25	4000	15.07.2016		80.51	83.94	3.43	12.47
ГАЗПРОМ А4	47.65	43	5000	10.02.2010		99.99	99.90	-0.09	8.63
Зенит 5обл	127.80	5	5000	04.06.2013	08.12.2009	99.85	99.80	-0.05	11.14
КБРенКап-3	157.94	13	4000	06.06.2012	13.06.2010	102.30	102.40	0.10	22.10
Промсвб-05	43.09	16	4500	17.05.2012	20.05.2010	102.10	102.10	0.00	12.85
РосселхБ 7	154.81	9	5000	05.06.2018	15.06.2010	104.30	102.80	-1.50	10.03
ВК-Инвест1	428.29	8	10000	19.07.2013	22.01.2010	99.50	99.32	-0.18	11.44
СИБУРХолд1	0.54	29	1500	01.11.2012	11.11.2009	99.35	99.35	0.00	13.11
Газпрнефт4	310.30	14	10000	09.04.2019	25.04.2011	108.40	108.00	-0.40	11.35
РЖД-11обл	102.65	2	15000	18.11.2015	26.05.2010	102.60	-	0.00	9.56
РЖД-12обл	1049.52	18	15000	16.05.2019	24.11.2011	107.50	107.25	-0.25	11.33
САХО 01	120.94	1	2000	21.05.2012	24.05.2010	101.00	100.01	-0.99	21.48
МГор56-об	5526.37	70	20000	22.09.2016		77.00	76.91	-0.09	12.89
ПротекФин1	300.00	3	5000	02.11.2011	04.11.2009	99.75	100.00	0.25	8.94
ТомскАдм 2	301.48	8	500	22.12.2011		-	100.10	0.00	18.91

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

* - облигации с оборотом свыше 100 млн руб или числом сделок более 15

Екатерина Горбунова

Корпоративные новости**Реструктуризация от Рольфа: сложное, но честное предложение**

Ключевой кредитной новостью вчерашнего дня, безусловно, стало предложение автодилера «Рольф» о реструктуризации своих публичных обязательств (предложены 2 опции) и оглашение целого ряда важных сделок. Это и реструктуризация банковского валютного долга Группы, и покупка 40 % бизнеса по продаже автомобилей Mitsubishi в России непосредственно самим японским автопроизводителем Mitsubishi Corp (с опционом на выкуп еще 20 %), и получение кредитных линий от Сбербанка на \$ 150 млн и 1.5 млрд руб. Впрочем судьба последних 2 сделок зависит исключительно от воли облигационеров Рольфа.

В комментарии мы не хотим перечислять фактическую сторону вопроса и детали всех сделок, проработка которых, очевидно, заняла не один месяц сложных и изнурительных переговоров. Они достаточно подробно освящены в сегодняшних деловых СМИ. Познакомиться непосредственно с условиями реструктуризационного предложения от Рольфа можно на сайте компании в разделе <http://www.rolfgroup.com/files/wqjih3742vslan/refinancing-en.pdf>.

Вкратце 2 варианта предложения сводятся к следующему:

1. Голландский аукцион, предусматривающий погашение 60-80 % номинала сразу, однако максимальные выплаты ограничены \$ 150 млн. Именно на эти цели будет привлечен кредит Сбербанка.
2. 21 % от номинала будет выплачено денежными средствами, а 79 % – новыми облигациями с купоном в 13 % и с погашением в 2011 г.

Вот что мы думаем по поводу предложения компании:

Безусловно, согласованная цепочка всех сделок приведет к значительным позитивным сдвигам в кредитоспособности компании. Приход стратегического иностранного партнера, решение проблемы рисков краткосрочного рефинансирования, доступ к деньгам Сбербанка (в том числе на выкуп еврооблигаций) – это резкий и очень значимый прорыв.

Мы безоговорочно считаем условия займа, если не чрезвычайно привлекательными для инвесторов, то, как минимум, очень честными и справедливыми со стороны Рольфа, принимая в расчет текущее финансовое состояние компании. Мы рекомендуем инвесторам не отказываться от предложенных условий. Отметим, что инвесторам из США доступен только вариант продажи бумаг на аукционе, в то время как остальные инвесторы могут выбирать из обеих опций.

Учитывая, что на выкуп выделено \$ 150 млн., а максимальная цена выкупа ограничена 80 % номинала, то, скорее всего, на рынке находятся бумаги номинальным объемом не более \$ 187.5 млн. Это может означать, что почти \$ 60 млн. бумаг (по номиналу) компания выкупила ранее.

Участие в аукционе достаточно выгодно, потому что диапазон по цене выкупа в 60-80 % от номинала фактически начинается с цены, по которой бумаги можно продать на вторичном рынке сейчас. Вчера сделки в облигациях Рольфа проходили по 64-65 % от номинала (до появления новостей) и по 67.5 % (после появления новостей).

Наши рекомендации для держателей бумаг достаточно просты:

Вошедшим в бумагу на уровнях 20-30 % или даже 40 % от номинала целесообразно как зафиксировать прибыль в ходе аукциона, так и согласиться на обмен старых нот на новые.

Вошедшим в бумагу на уровнях близким к 60 % от номинала можно однозначно порекомендовать участвовать в схеме обмена облигаций. Речь будет идти всего об 1-летней пролонгации ранее обращающихся бумаг и эффективной доходности около 45 % годовых (по ценам вчерашнего дня). Уровень 45 % годовых для «перезагруженного» Рольфа будет выглядеть явно избыточным.

Леонид Игнатьев

Седьмой континент пошел на мировую с крупным несговорчивым кредитором

Как написал Интерфакс, Арбитражный суд Москвы вчера утвердил мировое соглашение по иску УК «Капитал» к Седьмому континенту на 410 млн руб. по дефолтным облигациям. Ранее кредитор отказывался принять условия реструктуризации.

Появление еще одного согласившегося кредитора (почти 8 % от суммы задолженности к урегулированию), конечно же, приятно и транслируется в снижение рисков «отката ситуации назад». Мы считали и считаем риски нарушения условий реструктуризации по новым 2-летним бумагам 7 Континент БО-1 на 5.8 млрд руб. очень незначительными. В этом нас убеждает наше понимание кредитных рисков отрасли, подкрепленное операционными и финансовыми показателями Седьмого континента за 1-е полугодие 2009 г.

Учитывая вышесказанное, мы думаем, что покупка выпуска 7 Континент БО-1 с купоном 15.5 % и доходностью 25 % может оказаться небезынтесной, правда, с явным техническим «но»: невысокое число согласных на реструктуризацию пока влечет низкую ликвидность бумаги.

Леонид Игнатьев

Миракс: с нематериальной поддержкой от Михаила Прохорова?

По информации всех деловых СМИ, банк владельца группы ОНЭКСИМ Михаила Прохорова — МФК — вместо классического корпоративного банкинга сконцентрируется на работе с проблемными корпоративными долгами. Любопытно, что первым клиентом МФК на этом поприще стала Mirax Group.

Стороны пока отрицают возможность вхождения структур Прохорова в капитал Mirax Group. Однако уже сам факт заключения контракта «на предоставление консультационных услуг» вселяет пока робкую надежду на то, что дальнейшее развитие событий может произойти по сценарию другого крупнейшего игрока отрасли – Группы «ПИК», которая сотрудничает со Сбербанком Капиталом в части реструктуризации долгов и достигает в этом направлении определенного прогресса.

В настоящее время Mirax Group пробует провести реструктуризацию дефолтных облигаций Миракс-2 (дефолт по погашению и купону наступил 17 сентября 2009 г.) на сумму 3 млрд руб. путем обмена на новые выпуски 3-ей и 4-ой серии. Держателей облигаций может порадовать тот факт, что компания вчера расплатилась по купону по своему дефолтному выпуску.

Леонид Игнатьев

Связьинвест хочет усилить направление сотовой связи

По сообщению Коммерсанта, Связьинвест рассматривает возможность объединения или покупки доли в одном из трех российских сотовых операторов как один из сценариев развития мобильного бизнеса.

На наш взгляд, такое событие в обозримой перспективе маловероятно и вряд ли заинтересует ключевых акционеров операторов «большой тройки» сотовых компаний. После сделки по обмену активами АФК «Система» и Связьинвеста последнему должен достаться оператор Sky Link, на базе которого и предусматривалось создание четвертого полноценного конкурента ВымпелКому, Мегафону и МТС.

Мы не склонны учитывать фактор прихода Связьинвеста в капитал одной из больших сотовых компаний, а уж тем более их объединение в котировках еврооблигаций телекомов. В моменте мы нейтрально относимся ко всем обращающимся инструментам, на доходности которых в последние дни давило предложение ВымпелКома по выкупу облигаций VIP' 11 и VIP' 13 (см. наш обзор от 22 сентября 2009 г.).

Леонид Игнатьев

Энел ОГК-5 предсказуемо отчиталась по МСФО за 1-ое полугодие 2009 г.

Вчера Энел ОГК-5 огласила ключевые финансовые результаты 1-го полугодия 2009 г., подготовленные в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности. Полную версию отчетности компания планирует опубликовать в середине октября.

Выручка ОГК-5 в 1-м полугодии упала на 5.0 % год-к-году, составив 19.2 млрд руб. Сокращение выручки обусловлено падением спроса на электроэнергию (-7.4 % по европейской части России), что, в свою очередь, привело к снижению цен на электроэнергию на свободном рынке.

Чистый долг компании составил 11.5 млрд руб., увеличившись на 5.4 млрд руб. (+89 %) по сравнению с началом текущего года. Увеличение долга связано с реализацией инвестиционной программы. Таким образом, показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» не превысил 2.0х.

Компания сохраняет самый низкий в отрасли показатель «Число сотрудников на 1 МВт мощности». По итогам полугодия данный показатель снизился до 0.46. Это косвенно говорит о том, что компания по крайней мере не хуже других участников отрасли управляет значительной частью своих издержек.

Основные показатели отчетности ОГК-5 по МСФО практически совпали с ранее опубликованными данными российской отчетности. Увеличение рентабельности ОГК-5 в 1-м полугодии (ЕБИТДА margin 19.4 % против 11.7 % годом ранее) мы объясняем опережающим ростом тарифов на электроэнергию по сравнению с ценами на топливо. По нашим оценкам, рост цен на газ во 2-м полугодии должен привести к выравниванию рентабельности компании.

Мы думаем, что рынок проигнорирует отчетность Энел ОГК-5 по МСФО на рублевых бондах. Облигации компании имеют оферту в начале октября 2009 г., в связи с чем котировки бумаги устремились вниз к номиналу, а доходность к погашению (12.11 %) поднялась над кривой Газпрома почти на 100 б.п. В идеале эта премия не должна быть выше 30-50 б.п., о чем наглядно говорят доходности двух годовых биржевых выпусков компании на уровне 10.4%.

Михаил Лямин, Иван Рубинов, Леонид Игнатъев

Аптечная сеть 36.6 увеличивает рентабельность: итоги МСФО за 1П 2009 г.

Вчера Аптечная сеть 36.6 опубликовала финансовые результаты за 2-й квартал 2009 г. Основной интерес представляют результаты в рознице, так как Верофарм уже публиковал свою отчетность ранее.

Финансовые результаты Аптечной сети 36.6 за 1П 2009г. по МСФО

Консолидировано, млн руб.	1 кв 08	1 кв 09	г-к-г, %	2 кв 08	2 кв 09	г-к-г	1 пол 08	1 пол 09	г-к-г
Выручка	6 744	5 864	-13.1%	6 635	5 593	-16%	13 380	11 457	-14%
Валовая прибыль	2 058	2 081	1.1%	2 305	2 366	3%	4 363	4 446	2%
Валовая рентабельность	30.5%	35.5%		34.7%	42.3%		32.6%	38.8%	
ЕБИТДА	-20	212		251	612	144%	232	824	256%
Рентабельность ЕБИТДА	-0.3%	3.6%		3.8%	10.9%		1.7%	7.2%	
Чистая прибыль	-588	-649		394	47	-88%	-195	-602	209%
Розница, млн руб.	1 кв 08	1 кв 09	г-к-г, %	2 кв 08	2 кв 09	г-к-г	1 пол 08	1 пол 09	г-к-г
Выручка	5 583	4 793	-14.2%	5 149	4 045	-21%	10 732	8 838	-18%
Валовая прибыль	1 410	1 451	2.9%	1 338	1 327	-1%	2 747	2 777	1%
Валовая рентабельность	25.3%	30.3%		26.0%	32.8%		25.6%	31.4%	
ЕБИТДА	-271	38		-235	45		-506	84	
Рентабельность ЕБИТДА	-4.8%	0.8%		-4.6%	1.1%		-4.7%	0.9%	
Чистая прибыль	-762	-756		73	-424		-689	-1 181	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Выручка розничного бизнеса группы во 2-м квартале снизилась на 21 % до 4.05 млрд руб., что обусловлено закрытием нерентабельных аптек (сеть сократилась на 13 % г-к-г) и снижением сопоставимых продаж на 16 % в основном из-за сильного снижения трафика. По итогам полугодия продажи упали на 18 %.

Несмотря на рост цен на лекарства, из-за девальвации рубля менеджменту удалось значительно повысить валовую рентабельность в розничном сегменте до 32.8 %, что обусловлено увеличением доли private label в продажах до 7 %, увеличением доли прямых закупок и более эффективным ценообразованием.

Во 2-м квартале операционные расходы снизились на 18 % г-к-г и на 9 % кв-к-кв. Доля операционных расходов к выручке во 2-м квартале составила 33.9 %, немного увеличившись по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и предыдущим кварталом. Это объясняется тем, что темпы снижения продаж были выше темпов сокращения расходов, а также увеличением доли расходов, связанных с выплатой арендной платы по договорам, ставка по которым зафиксирована в долларах.

Долг Группы на конец марта составил 4.7 млрд руб., из которого 3.9 млрд руб. приходится на розничный сегмент. Таким образом, технически показатель «Долг/ЕБИТДА» опустился практически до отметки 3.0х.

Очевидно, что усилия менеджмента сети по повышению рентабельности розничных операций приносят свои плоды. Единственное опасение вызывает динамика сопоставимых продаж. Однако мы надеемся, что проводимые в аптеках промоакции должны помочь восстановить трафик. Учитывая рекордное повышение валовой рентабельности, восстановление продаж должно привести к значительному подъему рентабельности ЕБИТДА.

Помимо улучшения рентабельности компания снизила оборачиваемость запасов в днях благодаря сокращению ассортимента за счет медленно оборачивающихся товаров. Капитальные инвестиции в розницу во 2-м квартале составили всего 28 млн руб.

Финансовые результаты Аптечной сети 36.6 за 2-й квартал мы оцениваем как позитивные. Более того, новостной фон вокруг компании последнее время был также вполне благоприятен (Группе удалось заключить мирное соглашение с Протеком, реструктуризировать кредиты Номос-банка и Уралсиба), что вкупе с общерыночным оптимизмом привело к росту котировок реструктуризационных облигаций Аптек до 52 % от номинала, в то время как доходность бумаг снизилась до 72% годовых.

Мы думаем, что риски невыполнения условий реструктуризации у Аптек заметно снижаются. Наш основной фактор для беспокойства – риски корпоративного управления.

Сабина Мухамеджанова, Леонид Игнатьев

МСФО Синергии за 1П 2009 : резкое снижение расходов

Вчера Группа «Синергия» опубликовала финансовые результаты деятельности за 1-е полугодие 2009 г. по МСФО.

Финансовые результаты Синергии за 1П 2009г. по МСФО

млн руб.	1 пол 08	1 пол 09	г-к-г	2008	2009 П	г-к-г
Выручка	7 200	7 778	8%	16 729	17 533	5%
Валовая прибыль	2 581	2 676	4%	5 974	6 420	7%
Валовая маржа	35.9%	34.4%		35.7%	36.6%	
S&D, % от продаж	14.4%	13.4%		16.5%	15.4%	
G&A, % от продаж	11.2%	7.0%		8.2%	8.5%	
ЕВITDA	1 084	1 398	29%	2 503	2 815	12%
ЕВITDA маржа	15.1%	18.0%		15.0%	16.1%	
Чистая прибыль	567	512	-10%	1 283	971	-24%
Чистая маржа	7.9%	6.6%		7.7%	5.5%	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Продажи Синергии в 1-м полугодии выросли на 8 % до 7.8 млрд руб. К сожалению, компания не представила разбивку выручки по сегментам (ликероводочный и продукты питания). Соответственно, мы не можем сделать вывод, как обстоят дела в основном для Группы ликероводочном сегменте. Ранее Синергия выпускала пресс-релиз об операционных итогах деятельности, где указывала, что консолидированный объем продаж ЛВИ в 1-м полугодии вырос на 2.4 % г-к-г.

Валовая рентабельность снизилась с 35.9 до 34.4 %, что, видимо, обусловлено снижением доли высокоценового сегмента в продажах ликероводочной продукции из-за кризиса.

Падение валовой маржи было более чем компенсировано снижением доли коммерческих и административных расходов (SG&A) с 25.7 до 20.4 %, в результате чего рентабельность ЕВITDA увеличилась с 15 до 18 %. В абсолютном выражении расходы SG&A снизились на 14 % в основном благодаря сокращению административного персонала и урезанию маркетингового бюджета.

Чистый долг на 30.06.2009 составил 6.2 млрд руб., практически не изменившись по сравнению с началом года. Доля краткосрочного долга составляет 80 %. Чистый долг/ЕВITDA на конец 2009 оценивается нами в комфортные 2.0-2.2х.

В целом итоги деятельности Синергии за 1-е полугодие производят хорошее впечатление. Хотя облигации Синергия-2 торгуются по 95 % от номинала за месяц до оферты, мы думаем, что при доступе Синергии к банковскому кредитованию инвесторам едва ли придется участвовать в реструктуризационном процессе.

Сабина Мухамеджанова, Леонид Игнатьев

Банк «Санкт-Петербург»: итоги 1-го полугодия по МСФО не воодушевляют

Вчера Банк «Санкт-Петербург» отчитался за 1-е полугодие 2009 г. по МСФО. Чистый убыток по итогам полугодия составил чуть менее 49 млн руб. за счет убытка во 2-м квартале в размере 289 млн руб.

Маржа и рентабельность

На операционном уровне банку не удалось добиться впечатляющих результатов. Доходы от основной деятельности выросли всего на 1.0 % к 1-му кварталу 2009 г. и на 16.0 % к 1-му полугодю 2009 г. Отчисления в резервы сократились во 2-м квартале на 23.0 % по сравнению с 1-м кварталом, что не смогло компенсировать снижения доходов от операций и переоценки валюты во 2-м квартале до 14 млн руб. с 1.1 млрд руб. в 1-м. В итоге чистая процентная маржа банка упала до 5.3 % с 5.5 % в 1-м квартале.

Банк «Санкт-Петербург», итоги 2 кв. и 1 П 2009 по МСФО

	2 кв. 08	1 кв. 09	2 кв. 09	кв-к-кв, %	г-к-г, %	1П 08	1П 09	г-к-г, %
Финансовый результат, млн. руб.								
Чистые процентные доходы	2 412	2 305	2 285	-0.9%	-5.3%	4034	4590	13.8%
Комиссионные доходы	161	326	373	14.4%	131.5%	525	700	33.2%
Доходы от основной деятельности	2 573	2 632	2 659	1.0%	3.3%	4560	5290	16.0%
Доходы по операциям с ценными бумагами	-4	165	167	1.5%	-	-184	332	-
Отчисления в резервы	-284	-3 086	-2 384	-22.8%	8.4 раз	-663	-5469	8.3 раз
Административные расходы	925	823	847	2.9%	-8.4%	1666	1670	0.2%
Чистая прибыль	1 115	240	-289	-	-	1755	-49	-
Cost/ income, %	35.9%	31.3%	31.8%					
Net interest margin, %	-	5.5%	5.3%					
Net spread, %	-	2.4%	2.4%					
ROAE, %	-	5.08%	отр.					
ROAA, %	-	0.44%	отр.					
млн. руб.								
				кв-к-кв, %	к 01 янв 09, %			
Счета и депозиты клиентов	139 824.5	138 456.6	141 597.1	2.3%	1.3%			
Кредитный портфель	150 724.4	149 972.6	155 214.7	3.5%	3.0%			
Накопленные резервы	5 841.9	8 933.8	11 307.4	26.6%	93.6%			
Provision / Loans, %	3.9%	6.0%	7.3%					
NPL %	0.3%	1.1%	2.6%					

Источники: Банк «Санкт-Петербург», расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Кредитный портфель

Совокупный кредитный портфель в июле 2009 г. достиг 155 млрд руб., прибавив 3.0 % за счет роста корпоративных кредитов (+3.8 %) на фоне 4.0 %-го снижения кредитов розничных.

Доходность работающих активов БСПБ во втором квартале не изменилась и составила, по нашим расчетам, 12 %. Учитывая динамику снижения процентных ставок, мы думаем, что этот показатель будет падать в 2009 г.

Качество активов и резервы

Качество кредитного портфеля продолжило ухудшаться и во 2-м квартале. По данным банка, совокупный объем просроченных (более 1 дня) долгов составил чуть ниже 7.5 %. В то же время, привычный для нас показатель NPL для неработающих более 90 кредитов составил 2.6 %. Для сравнения, у банка «Возрождение» этот показатель составил на середину года 7.3 %, Сбербанк – 6.4 %.

На наш взгляд, Банк «Санкт-Петербург» формирует адекватные резервы для покрытия убытков по сомнительным долгам. Объем отчислений в резервы достиг 11.3 млрд руб., а уровень резервирования – 7.3 %, что более чем вдвое превышает объем неработающих кредитов (NPL>90 дней).

Фондирование

Средства клиентов выросли за первые шесть месяцев всего на 1.3 %, главным образом за счет роста депозитов физлиц (+12.5 % к началу года), в то время как корпоративные счета и депозиты сократились на 4.5 %.

Стоимость заемных средств во 2-м квартале незначительно снизилась – до 9.5 % с 9.7 %. Улучшение ситуации на кредитных рынках будет оказывать давление на этот показатель.

Достаточность капитала

Совокупный показатель достаточности капитала БСПБ снизился на 40 б. п. до 13.8 % на конец июня 2008 г. Совокупный капитал первого и второго уровней составил более 26.3 млрд руб.

Банк осуществляет активную деятельность по наращиванию капитала. Напомним, что уже после отчетной даты банк привлек кредит от ВЭБа по схеме «1 к 1» на сумму \$ 75 млн, а в конце июля общее собрание акционеров приняло решение о доэмиссии конвертируемых привилегированных акций (подробно мы писали об этом в обзоре от 28 июля 2009 г.) для замещения субординированного кредита ЕБРР.

Прогнозы менеджмента:

- Чистая прибыль – около нуля, банк не ожидает убытков;
- Прогноз по объему резервов подтвержден на уровне 14.0 млрд руб. к концу 2009 г.

Мы полагаем, что объем резервов будет скорректирован уже по итогам 3-го квартала. Строго говоря, ситуация в банковском секторе пока не меняется, и вряд ли БСПБ будет отчислять резервы на уровне меньшем, чем во 2-м квартале. Мы полагаем, что отчисления в резервы будут по-прежнему негативно влиять на прибыль и уровень достаточности капитала банка. К счастью, БСПБ уже поработал над последним вопросом, поэтому снижение достаточности капитала во 2-м полугодии при прочих равных банку не грозит.

Мы не можем найти больших поводов для оптимизма в представленных цифрах. В тоже время, вряд ли новые данные смогут оказать давление на кредитные рейтинги банка.

Корпоративные еврооблигации БСПБ с погашением в 2009 г. гасятся уже через 2 месяца. Судя по котировкам, инвесторы полностью уверены в удачном исходе. Субординированные еврооблигации банка с пут-опционом в 2012 г. и доходностью 13.45 %, на наш взгляд, оценены справедливо.

Тем не менее мы не исключаем, что в рамках общей тенденции БСПБ может начать выкуп субординированных долгов до исполнения пут опциона. Ранее банк уже выкупал короткие евробонды с погашением в ноябре 2009 г. в объеме \$ 75 млн.

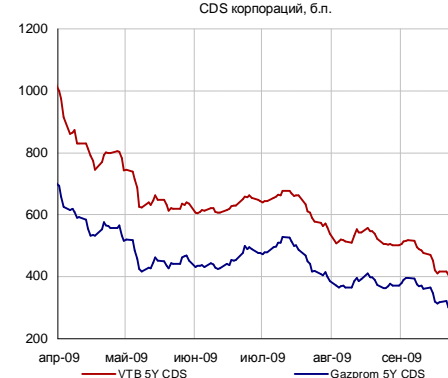
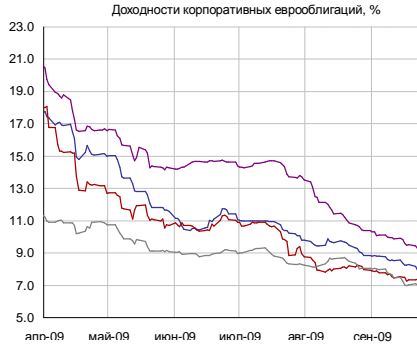
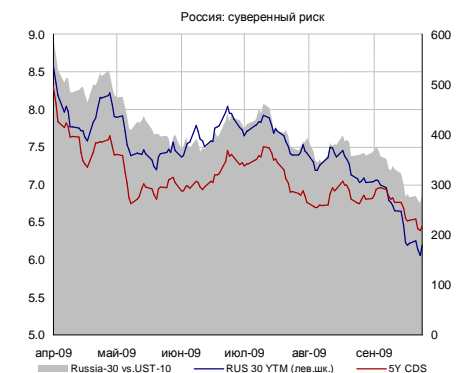
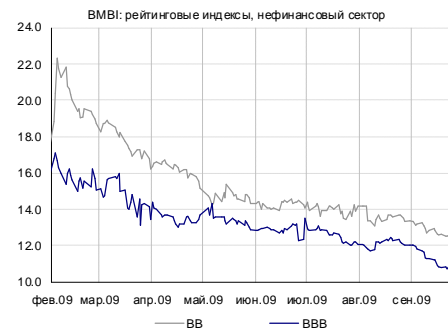
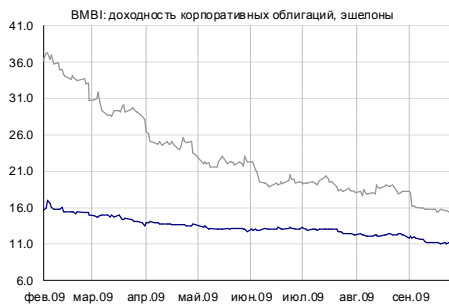
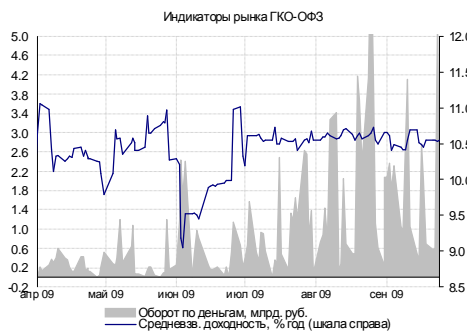
Корпоративные еврооблигации: банки

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за неделю		Рейтинг S&P/ Moody's / Fitch
							Цена, %	YTM, б.п.	
Bank St.Pet' 09	USD	125	25.11.09	101.0	2.95	0.2	0.06	-103	- / Ba3 / B
Bank St.Pet' 17s	USD	100	25.07.17	85.0	13.45	2.1	0.00	0	Be / B1 / -
MDM' 10	USD	425	25.01.10	101.0	4.53	0.3	-0.04	-7	B+ / Ba2 / BB-
MDM' 11s	USD	200	21.07.11	99.6	10.00	1.6	-0.06	4	B / Ba3 / B+
URSA' 11-2€	EUR	300	16.11.11	100.8	7.89	1.8	0.25	-13	- / Ba2 / BB-
URSA' 10	USD	30	06.07.10	-	12.19	0.7	-	-	- / - / -
URSA' 11s	USD	130	30.12.11	100.0	11.98	1.9	0.00	0	- / Ba3 / -
Alfa' 09	USD	400	10.10.09	100.1	3.65	0.0	0.00	-154	B+ / Ba1 / BB-
Alfa' 12	USD	500	25.06.12	97.4	9.30	2.3	0.13	-5	B+ / Ba1 / BB-
Alfa' 15	USD	225	09.12.15	92.8	10.23	1.0	-0.36	8	B- / Ba2 / B+
Alfa' 17s	USD	300	22.02.17	87.8	7.94	2.0	0.00	-1	B- / Ba2 / B+
RenCap' 09	USD	250	17.11.09	98.5	19.66	0.1	2.07	-1214	B+ / B1 / B

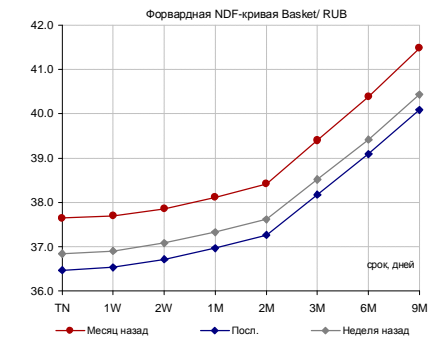
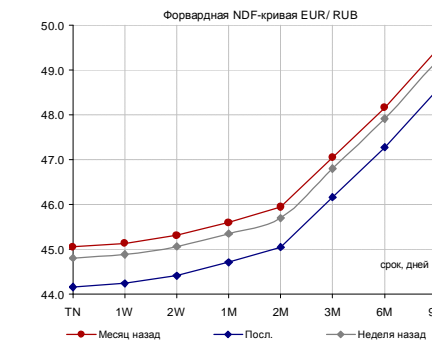
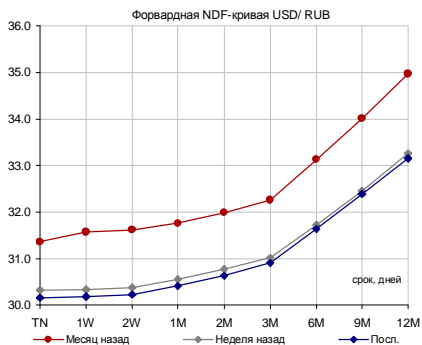
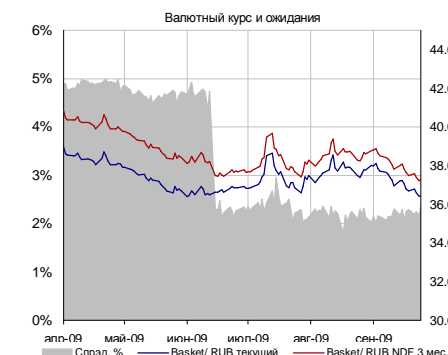
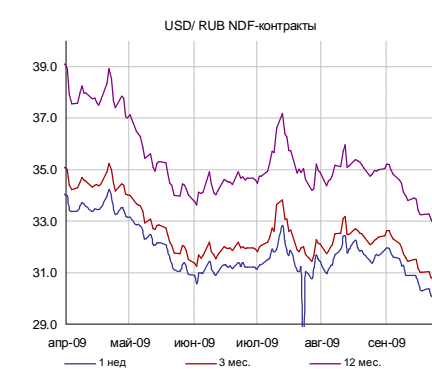
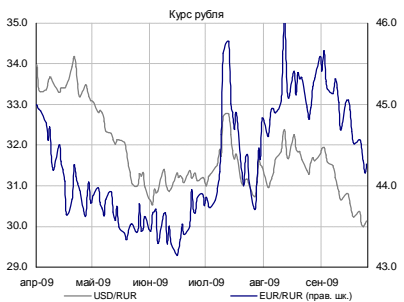
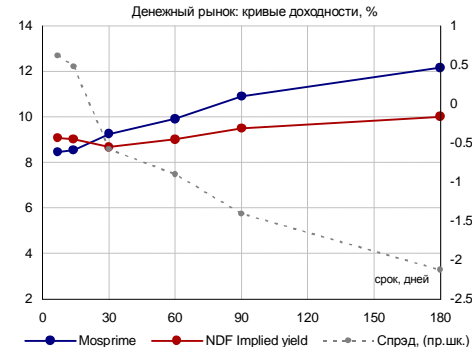
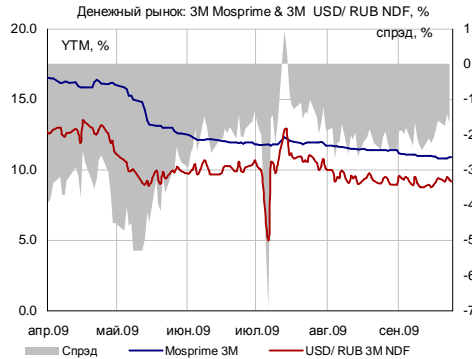
Источники: Bloomberg

Егор Федоров

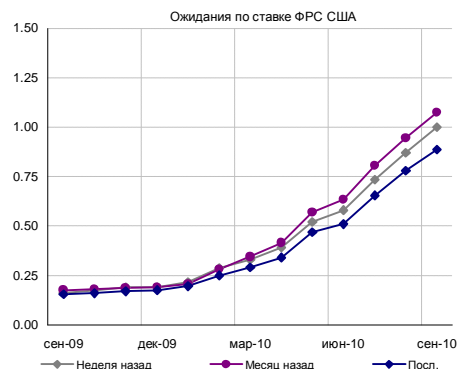
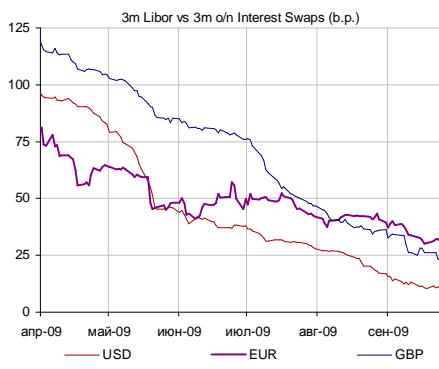
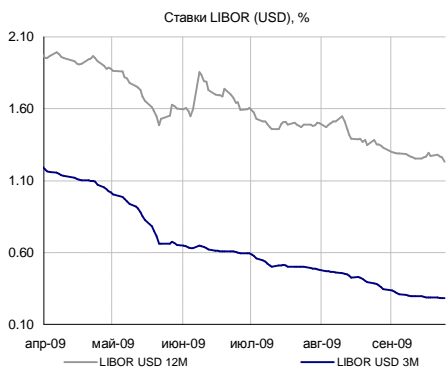
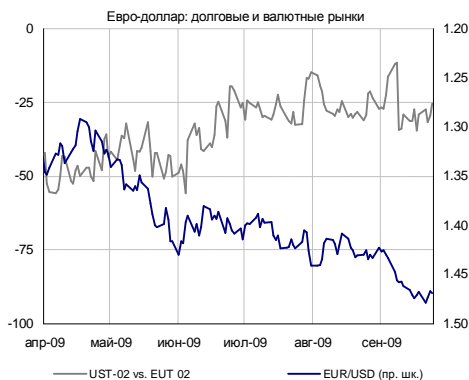
Российский долговой рынок



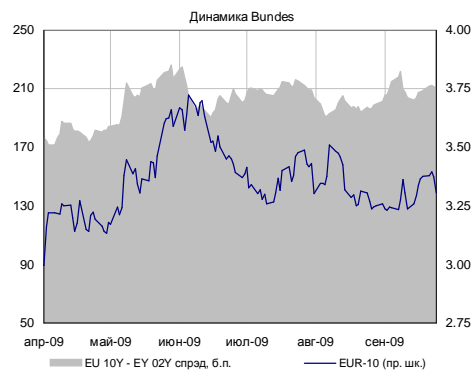
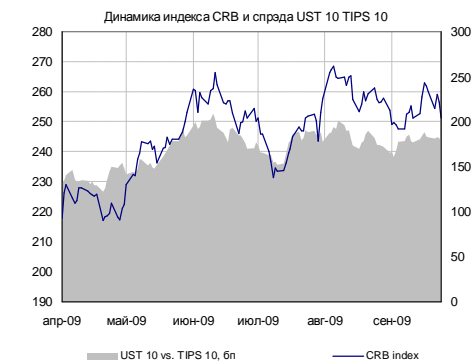
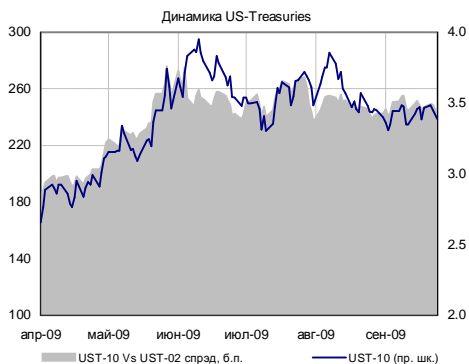
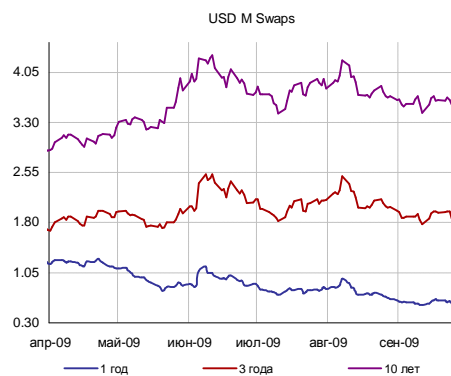
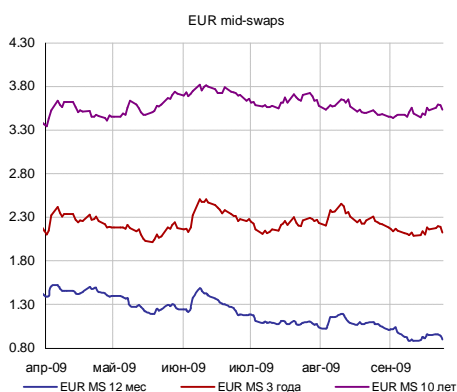
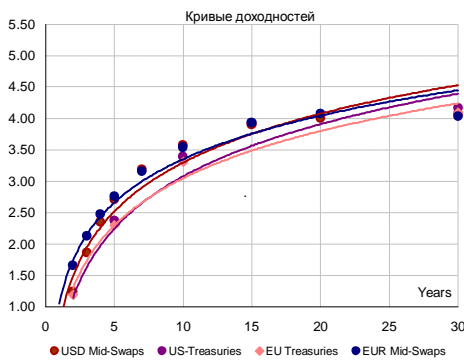
Денежно-валютный рынок



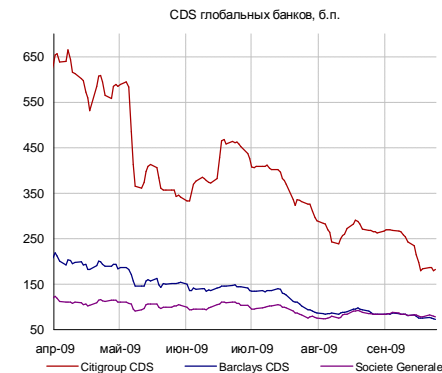
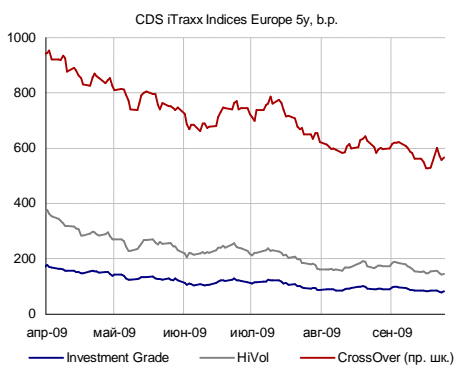
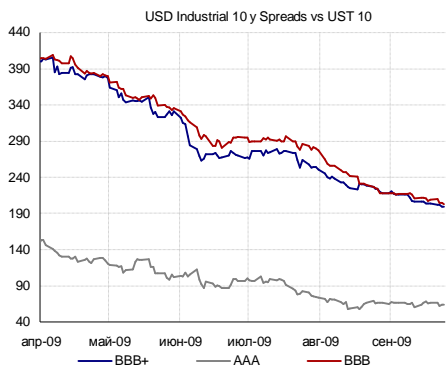
Глобальный валютный и денежный рынок



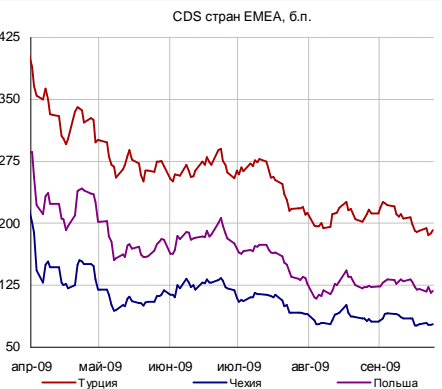
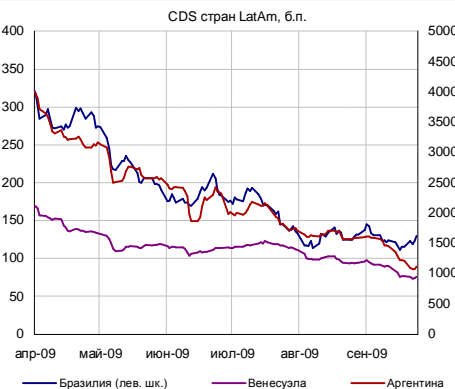
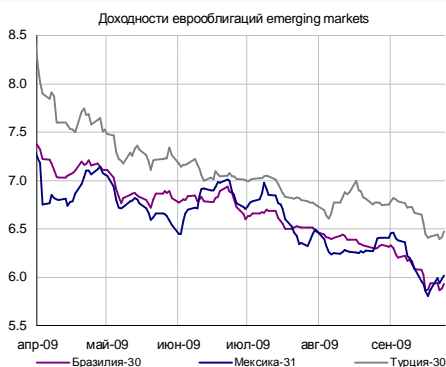
Глобальный долговой рынок



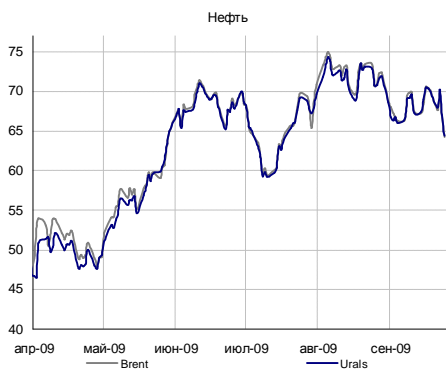
Глобальный кредитный риск



Emerging markets



Товарные рынки



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

К КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	Метрострой	1 500	Оферта	100	1 500
СЕГОДНЯ	ТрансФинМ1	1 200	Погаш.	-	1 200
СЕГОДНЯ	ЭлемЛиз-01	600	Оферта	100	600
26.09.2009	МОИТК-01	1 200	Погаш.	-	1 200
28.09.2009	НКНХ-04 об	1 500	Оферта	100	1 500
29.09.2009	АгрикаПП 1	1 000	Погаш.	-	1 000
29.09.2009	ЖилсоцФ-3	1 500	Оферта	100	1 500
29.09.2009	СМАРТС 03	1 000	Погаш.	-	1 000
29.09.2009	СНХЗ Фин 1	1 000	Погаш.	-	1 000

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru
ТЭК

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Волов Юрий

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru
Потребсектор, телекоммуникации

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Банки

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.