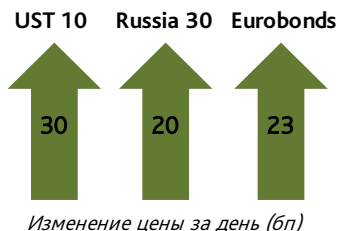


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

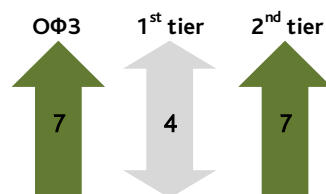
- Итоги торгов по еврооблигациям: преимущественно положительная динамика при сохранении низкой активности; суверены смотрелись лучше
- Открытие торгов по еврооблигациям: у США осталось меньше недели для решения проблемы госдолга; рынки не верят в катастрофу; ждем позитива на открытии
- Минфин РФ не исключает выхода на внешний рынок в 2012 с небольшим выпуском евробондов; ощутимой реакции в суверенных бумагах не ждем



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Ралли в средних и длинных ОФЗ, невзирая на напряженности с ликвидностью; Минфин снова дал рыночные ориентиры по аукциону ОФЗ 25079 – ждем размещения всего предлагаемого ведомством объема
- Повышенный спрос на рублевую ликвидность под налоги, аукционы и операции на FX толкает ставки вверх
- Рубль дорожает благодаря налогам, стабильной цене на нефть, и как «убежище» от рисков
- ММК успешно разместила очередной выпуск биржевых облигаций объемом RUB5 млрд., установив купон в размере 7.25% годовых; на наш взгляд, потенциал курсового роста бумаги ограничен 10-15 бп
- Сегодня начинаются торги облигациями Tele2 Russia; ожидаем курсовой рост не менее чем на 100 бп в первый же день вторичных торгов

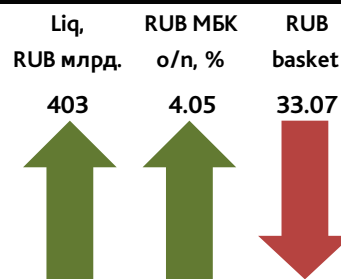


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- Транснефть опубликовала хорошую отчетность по МСФО за 1К 2011; кредитное качество не вызывает опасений; новых евробондов не ждем; существующие долговые бумаги оценены справедливо
- ТНК-ВР опубликовала операционные результаты и отдельные цифры финансовой отчетности по US GAAP за 1П 2011; рентабельность бизнеса растет; длинные евробонды интересны как альтернатива бумагам Лукойла
- Менеджмент Акрона озвучил планы относительно инвестпрограммы; кредитное качество компании улучшится; бонды Акрон-2 в сентябре уйдут с рынка
- Московский Кредитный Банк доразместил RUB4.5 млрд. акций; позитивно для кредитного профиля банка; облигации банка интересны
- Дикая орхидея объявлена банкротом; на основной актив компании по залогу претендует Сбербанк, у инвесторов шансов на возврат средств мало; инвесторам, ранее не согласившимся обменять бонды Дикая орхидея-2 на более длинный выпуск Дикая Орхидея ДО-1, будет предложена еще одна попытка; ждем, что котировки опустятся с 10-15% до нулевых значений

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Последние обзоры

- 15 июля Металлоинвест дает премию. Железно!
- 7 июля Стратегия долговых рынков – июль 2011 г.
- 23 июня Банковская система в мае: между качеством и количеством
- 14 июня Украинские еврооблигации: в плену страновых рейтингов
- 10 июня Стратегия долговых рынков – июнь 2011 г.

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

13:00	Итоги аукциона по 10-летним госбумагам Италии в объеме EUR1 млрд.
16:30	Заказы на товары длительного пользования в США за июнь
18:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 22 июля
21:00	Итоги аукциона UST5 в объеме USD35 млрд.
22:00	Бежевая книга ФРС

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	194	+3
UST10	◄►	2.97	-0.03
Russia 30 - UST 10	◄►	135	0
EUR/USD	▲	1.4512	+1%
Oil (Brent)	▲	118.4	+0.8%
VIX	▲	20.23	+0.88

Итоги торгов по еврооблигациям: преимущественно положительная динамика при сохранении низкой активности; суверены смотрелись лучше

Торги вторника на российском рынке еврооблигаций завершились преимущественно на положительной территории, а активность инвесторов сохранилась на пониженных уровнях в условиях все еще нерешенной проблемы по повышению потолка госдолга в США и сходящего на нет позитива от решений саммита еврозоны на прошлой неделе.

Среди бумаг компаний нефтегазового сектора можно отметить длинные выпуски Газпрома, прибавившие по итогам торгов около 40 бп, а также дальний конец кривой Лукойла, который приподнялся в цене на 15-20 бп. Во втором эшелоне во вторник наблюдалась смешанная динамика. Выпуск **Evrax 15** подешевел на 10 бп, в то время как более длинный **Evrax 18**, напротив, подорожал на 15 бп. В умеренном плюсе завершил день и евробонд **Koks 16** (+10 бп). Бумаги Вымпелкома в основном дешевели. Так, евробонды **VimpelCom 17** и **VimpelCom 18** сбросили в среднем по 10 бп. В банковском секторе колебания котировок были почти незаметны. Стоит отметить выпуск **SberBank 21** (+10 бп), а также долгосрочные евробонды ВТБ, подорожавшие на 20-30 бп. Относительно неплохо на фоне общего затишья выглядели также еврооблигации ВЭБа, поднявшиеся в цене в пределах 15 бп.

Суверенный сегмент российского рынка еврооблигаций завершил торги вторника на позитиве. Индикативный выпуск **Russia 30** по итогам дня прибавил 20 бп до 118.33% от номинала, в то время как спред **Russia 30–UST10** остался неизменным – на уровне 135 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: у США осталось меньше недели для решения проблемы госдолга; рынки не верят в катастрофу; ждем позитива на открытии

Ситуация вокруг повышения потолка госдолга США остается напряженной: до обозначенного Минфином рубежа (2 августа) остается уже меньше недели, а единственное, чем пока могут «похвастаться» американские демократы и республиканцы это наличие определенного числа схожих мер в предлагаемых однопартийных планах по урегулированию проблемы госдолга. Фактически же, сегодня у США последний день, чтобы согласовать план по госдолгу – около недели как раз уйдет на процедуру его обсуждения и одобрения в обеих палатах Конгресса.

Между тем глобальные рынки по-прежнему не готовы поверить в какой-либо катастрофический сценарий. Азиатские индексы находятся преимущественно в зеленой зоне (японский Nikkei находится под давлением укрепляющейся йены), а фьючерс на S&P 500 прибавляет чуть более 0.1%. Котировки Brent составляют около USD118.4/барр, что немного выше уровня закрытия основных торгов в России накануне. Заметить напряженность инвесторов невооруженным глазом можно, пожалуй, лишь на валютном рынке, где евро за последние сутки значительно укрепился к американскому коллеге – до 1.4521 против 1.4380 на начало торгов в понедельник. Мы ждем небольшого роста котировок на открытии торгов на российском рынке еврооблигаций.

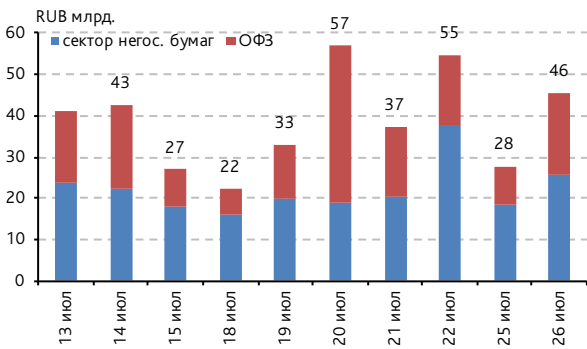
Влияние на динамику торгов в среду могут оказать статданные из США, в частности, статистика по объему заказов на товары длительного пользования. Однако более важное событие состоится уже после закрытия торгов в России. ФРС в 22:00 МСК опубликует Бежевую книгу, которая, в худшем случае, может подтвердить замедление темпов восстановления крупнейшей в мире экономики.



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	7.8%
от 1 до 1.5 лет	12.6%
от 1.5 до 2 лет	7.5%
от 2 до 3 лет	12.7%
от 3 до 5 лет	53.2%
> 5 лет	6.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 5.20%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▼ 6.87%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	◄ 7.77%	6.5
Банки	▼ 6.98%	1.5
Корп 1 эшелон	◄ 6.61%	2.5
Корп 2 эшелон	▼ 7.21%	2.0

Ралли в средних и длинных ОФЗ, невзирая на напряженности с ликвидностью; Минфин снова дал рыночные ориентиры по аукциону ОФЗ 25079 – ждем размещения всего предлагаемого ведомством объема

Несмотря на усиление напряженности с ликвидностью вслед за налоговыми выплатами в понедельник и рост ставок МБК, в ОФЗ и первом эшелоне преобладали покупки.

В сегменте ОФЗ сегодня пройдет аукцион ОФЗ 25079 с предложением RUB25 млрд. Около 14:00 МСК Минфин озвучил ориентир доходности – 6.80-6.85%. Как и по аукциону **ОФЗ 26206** на прошлой неделе, ориентиры ведомства вполне рыночные. С утра во вторник сделки по **ОФЗ 25079** шли с доходностью 6.89-6.92%, а после полудня, до появления ориентиров, рыночная доходность по выпуску снизилась до 6.85-6.87%. Доходность по ценам bid/offer в стакане в преддверие выхода целевого диапазона по ставке размещения составляла 6.85/6.81%.

Последние сделки на рынке по **ОФЗ 25079** во вторник проходили с доходностью 6.84%. Ориентиры Минфина вновь не предлагают выраженной премии, но находятся «в рынке» и, с учетом сильного интереса участников к покупкам в длине, позволяют нам ожидать размещение сегодня всего объема предложения, несмотря на давление на ликвидность со стороны налоговых выплат. Существенной поддержкой сегодняшнему доразмещению ОФЗ видится привлечение банками RUB20 млрд. в рамках вчерашнего аукциона Минфина по размещению бюджетных средств на депозиты.

На вторичном рынке **ОФЗ 25079** завершил вчерашний день ростом на 11 бп по средневзвешенной цене (YTM 6.85%). В целом в сегменте ОФЗ во вторник покупки шли практически во всех выпусках на дюрации свыше 3.5 лет – рост цен составил 5-40 бп. Особо впечатляющими выглядят покупки в 10-летнем **ОФЗ 26205**: десятую сессию подряд выпуск обновляет ценовые максимумы, завершив вторник на уровне 99.82% от номинала (+41 бп по цене к понедельнику). Напомним, что цена первичного размещения выпуска в апреле составляла 98.41%.

В первом эшелоне инвесторы по-прежнему «считают» новые выпуски РСХБ (12, 13, 14), прибавившие вчера 30-40 бп в цене и торгующиеся на 70-85 бп выше цены первичного размещения. Наряду с этим продолжились покупки в РусГидро-1 (+22 бп по цене, YTW 7.58%), остальные ликвидные выпуски первого эшелона существенных ценовых движений не показывали.

Во втором эшелоне выше 102% от номинала «ушел» **Вымпелком-Инвест-6** (+38 бп по средневзвешенной цене, YTW 7.80%). Ликвидность в недавно размещенном **Газпромбанк БО-2** (-4 бп в цене, YTW 6.82%), активно торговавшимся в первые несколько дней после выхода на вторичку, в последние дни заметно снизилась.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

27 июл	Зачисление на депозиты банков RUB20 млрд. (аукцион от 26.07.11)
27 июл	Аукцион ОФЗ 25079 до RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)
27 июл	Выплата купонов по ОФЗ суммарным объемом в RUB7.1 млрд.
27 июл	Возврат с депозитов RUB78.9 млрд. Минфину и RUB7.0 млрд. фонду ЖКХ
28 июл	Аукцион ОБР-20 до RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
28 июл	Завершение уплаты налога на прибыль (RUB210-220 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.25	3.80	4.15	3.90/4.00
2-й круг	3.75/4.50	4.00	4.50	4.00/4.25

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.25	4.15-4.25	4.00-4.10

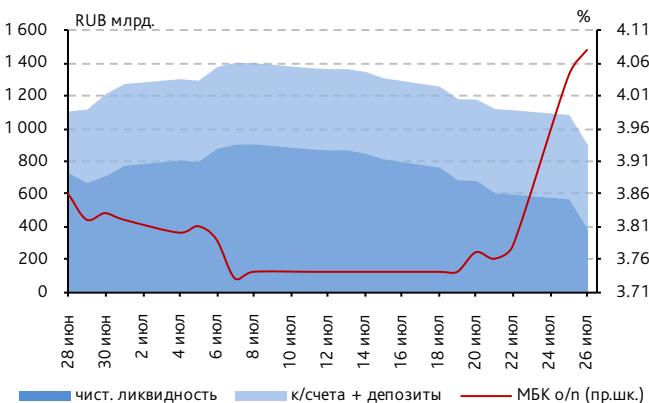
Повышенный спрос на рублевую ликвидность под налоги, аукционы и операции на FX толкает ставки вверх

Внутреннее сокращение ликвидности в преддверии аукционов и платежей по налогу на прибыль (RUB210-220 млрд., до 28 июля) вынуждает банки выводить средства с депозитов (-RUB41.3 млрд. до RUB275.7 млрд.) для того, чтобы нарастить более ликвидные корсчета (+RUB65.7 млрд. до RUB645.3 млрд.). Итогом вчерашних расчетов стал рост суммарного запаса остатков на корсчетах и депозитах на сумму RUB24.4 млрд. до RUB921.0 млрд. При этом чистая ликвидная позиция, которая рассчитывается как ликвидные активы, в числе которых ОБР, за вычетом обязательств банков перед ЦБ, составляет сейчас RUB403.1 млрд. – минимум с декабря 2009 г.

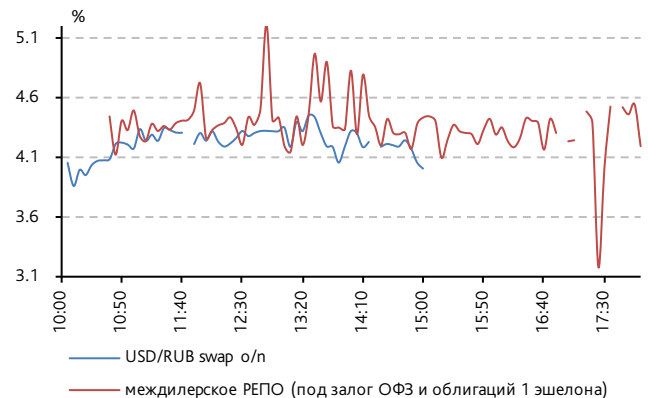
Об осложнениях, вызванных общим снижением уровня ликвидности, можно судить по росту ставок. Средняя ставка МБК овернайт по банкам 1-го круга в течение дня была на 25-50 бп выше, чем накануне, составляя 4.15-4.25%, а на закрытие торгов разрыв с уровнями предшествующего дня уменьшился лишь до 30-40 бп – 4.0-4.1%. Сопоставимое повышение наблюдалось и для банков 2-го круга. Напряженность отмечена и в сегменте междилерского РЕПО, где ставки вчера прибавили в среднем 12 бп – до 4.45% по сделкам под залог ОФЗ и до 4.37% под залог 1-го эшелона, что несколько хуже наших ожиданий (см. Навигатор долгового рынка от 26.07.11).

Потребность в рублевых средствах под налоги и аукционы привела к ожидаемо высокому спросу на бюджетные средства на вчерашнем аукционе Минфина. Востребованным оказался весь заявленный объем в RUB20 млрд., зачисление которого в платежную систему сегодня практически полностью покроет потенциальный отток средств, связанный с аукционом ОФЗ 25079 (до RUB25 млрд.). Выплата купонов по ОФЗ на RUB7.1 млрд. компенсирует перечисление фонду ЖКХ RUB7.0 млрд. Таким образом, главным источником изъятия ликвидности на сегодня станет необходимость возврата Минфину RUB78.9 млрд. и предварительные платежи по налогу на прибыль (до 28 июля). Поскольку поддержка со стороны поступлений из бюджета оказывает ограниченный положительный эффект, ставки могут продемонстрировать тенденцию к росту вплоть до конца этой недели. В добавление к уже состоявшемуся приросту ставок на 45-65 бп относительно доналогового уровня, по нашим оценкам, возможно повышение на 20 бп, т.е. в среднем до 4.3% по МБК овернайт и 4.6% по междилерскому РЕПО.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Рубль дорожает благодаря налогам, стабильной цене на нефть, и как «убежище» от рисков

До тех пор пока не прояснилась ситуация относительно повышения порога госдолга США и проблем еврозоны, российская валюта пользуется спросом как более надежный актив, особенно на фоне стабилизации цен на нефть. Как следствие, рубль вчера укрепился на 10 копеек против бивалютной корзины до RUB33.07, подорожав тем самым до максимума с середины мая 2011 г. Временную поддержку национальной валюте оказывает стремление подзапастись рублевой ликвидностью под предстоящую уплату налога на прибыль (до 28 июля), опасаясь дальнейшего ухудшения курса рубль-доллар и при ограниченных возможностях занять сопоставимые суммы на внутреннем рынке, где наблюдается сжатие ликвидности.

Помимо притока валюты по счету текущих операций, который остается стабильным, еще больше укрепить рубль в ближайшее время способен наблюдаемый разворот капитального счета в сторону притока капитала, однако потенциал такого укрепления и его продолжительность будет зависеть от устойчивости сложившейся тенденции.



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

 Кредитные комментарии

Транснефть опубликовала хорошую отчетность по МСФО за 1К 2011; кредитное качество не вызывает опасений; новых евробондов не ждем; существующие долговые бумаги оценены справедливо

Вчера транспортная монополия опубликовала консолидированную отчетность по международным стандартам за 1К 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели Транснефти продемонстрировали уверенный рост: выручка компании увеличилась на 45% относительно 1К 2010 г. (+19% относительно 4К 2010 г.) и достигла RUB149 млрд., EBITDA прибавила 21% (без существенного изменения относительно 4К 2010 г.). Во многом подобная динамика объясняется ростом тарифов на транспортировку нефти и нефтепродуктов, а также некоторым изменением в структуре выручки транспортной монополии.

Напомним, что с 1 января 2011 г. Транснефть начала продажи сырой нефти в КНР, закупая ее у Роснефти. Маржинальность этого направления бизнеса крайне невысока по сравнению с основным – транспортной монополией. Так в 1К 2011 г. выручка компании от продажи нефти составила около RUB25.1 млрд., при затратах на ее покупку RUB24.5 млрд. В результате консолидированный показатель рентабельности по EBITDA компании оказался на 10 п.п. ниже аналогичного показателя за 1К 2010 г.

В 1К 2011 г. Транснефть продала контрольный пакет акций в Приморском торговом порту за USD2.1 млрд., компания признала прибыль от сделки в размере чуть более RUB29 млрд., кроме того получила блокирующий пакет акций Новороссийского морского торгового порта, покупателя ПТП. Получение столь финансово сильного партнера в большей степени позитивно для НМТП – это позволит компании получить гарантированного клиента по перевалке сырой нефти и нефтепродуктов. С другой стороны, и Транснефть от подобной сделки получит определенные преимущества – более выгодные условия перевалки нефти и нефтепродуктов.

Операционный денежный поток Транснефти фактически не изменился за год (снижения этого показателя относительно 4К 2010 г. можно считать эффектом высокой базы). В очередной раз свободный денежный поток оказался отрицательным, однако мы не видим в этом значительных проблем для компании, так как в ее пользу говорят и огромный запас денежных средств на счетах, и помощь государства в реализации инфраструктурных проектов.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТРАНСНЕФТИ

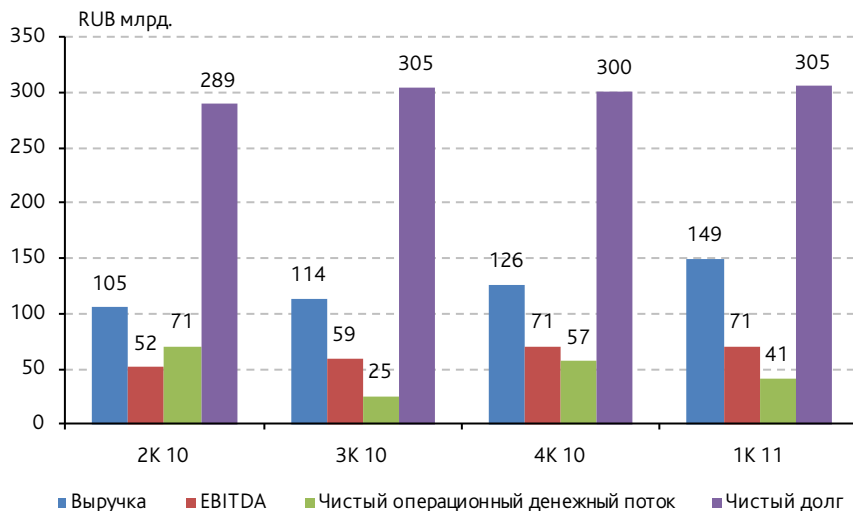
МСФО, RUB млрд.	1К 10	2010	1К 11	1К11/4К10	1К11/1К10
Выручка	103	448	149	19%	45%
ЕБИТДА	58	239	71	-0.2%	21%
Чистая прибыль	35	126	86	129%	146%
Чистый операционный денежный поток	42	194	41	-27%	-1%
Капитальные вложения	41	225	49	-23%	19%
Свободный денежный поток	0	-31	-8		
Совокупный долг, в т.ч.	541	584	556	-5%	3%
краткосрочный долг	12	11	10	-5%	-19%
Денежные средства и эквиваленты	261	284	250	-12%	-4%
Активы	1,473	1,652	1,727	5%	17%
Показатели					
EBITDA margin	57%	53%	47%		
EBITDA/проценты (x)	14.3	6.4	11.6		
Долг/ЕБИТДА (x)	2.5	2.4	2.2		
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.3	1.3	1.2		
Долг/Собственный капитал (x)	0.8	0.7	0.6		

Источник: данные компании, НБ «Траст»

С долговой точки зрения Транснефть в очередной раз подтвердила свой статус крайне надежного заемщика: при совокупном долге в RUB556 млрд. благодаря подушке ликвидности в RUB250 млрд. показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составляет всего 1.2x. Компания озвучивала планы по его дальнейшему снижению ниже отметки 1.0x, поэтому в среднесрочной перспективе Транснефть не будет прибегать к новым заимствованиям.

Транснефть	Ваа1/BBB/NR
МСФО, 1К 2011	
Выручка, RUB млрд.	149
EBITDA margin	47%
Долг/ЕБИТДА	2.2

ДИАГРАММА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТРАНСНЕФТИ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Еврооблигации Транснефти традиционно торгуются с небольшим дисконтом к кривой евробондов Газпрома, что выглядит справедливо. Бумаги Транснефти включены в индекс EMBI, что и объясняет исторический дисконт к бумагам Газпрома. На наш взгляд, евробонды Транснефти не смогут продемонстрировать опережающей рынок динамики.



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

ТНК-ВР опубликовала операционные результаты и отдельные цифры финансовой отчетности по US GAAP за 1П 2011; рентабельность бизнеса растет; длинные евробонды интересны как альтернатива бумагам Лукойла

Вчера ТНК-ВР первой из российских нефтяных компаний опубликовала пресс-релиз, в котором раскрыла некоторые цифры финансовой отчетности по US GAAP за 1П 2011 г. Полностью консолидированная отчетность будет раскрыта 2 августа 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели ТНК-ВР растут уверенными темпами, что во многом объясняется позитивной динамикой нефтяных цен. За год выручка компании увеличилась на 41% при росте цен на нефть марки Urals за этот же период в 42%. Среднедневной объем добычи нефти и газа за год практически не изменился и составил 1765 тыс. бар.н.э. в сутки. Компания также увеличила объем нефтепереработки на 11% до 761 тыс. бар. в сутки, что привело и к большей доли нефтепродуктов в совокупной выручке компании (на 6% относительно 1П 2010 г.). В результате этого рентабельность по ЕБИТДА компании увеличилась до 25.4% с 22.2% в 1П 2010 г.

Динамика операционного денежного потока ТНК-ВР не вызывает никаких опасений: инвестиционная программа компании полностью покрывается за счет собственных средств, а существенные дивидендные выплаты, которые компания осуществила по итогам 2010 г. (USD3.4 млрд.), не оказали значительного негативного влияния на ликвидную позицию ТНК-ВР.

ТНК-ВР	Ваа2/BBB-/BBB-
US GAAP, 1П 2011	
Выручка, USD млрд.	29.2
ЕБИТДА margin	25%
Долг/ЕБИТДА	0.5

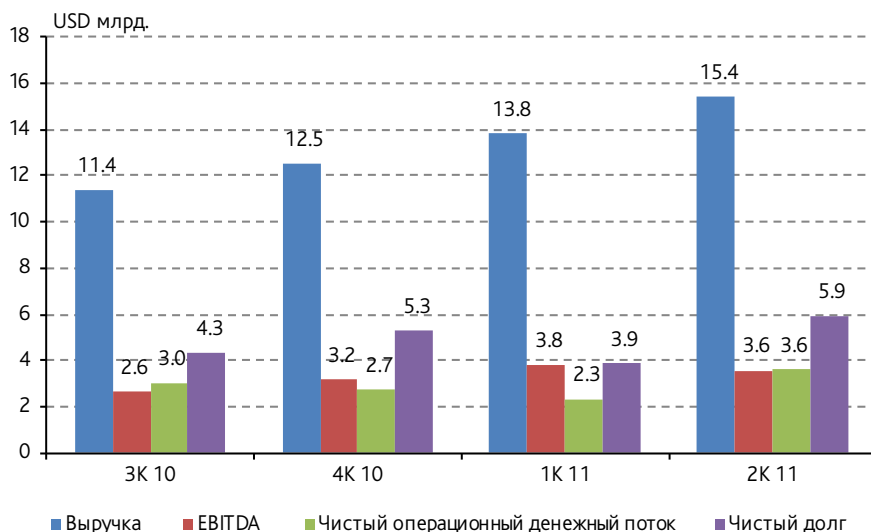
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТНК-ВР

US GAAP, USD млрд.	1П 10	2010	1П 11*	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	20.7	44.6	29.2	22%	41%
ЕБИТДА	4.6	10.4	7.4	28%	61%
Чистая прибыль	2.6	6.3	4.5	25%	73%
Чистый операционный денежный поток	3.9	9.7	5.9	3%	51%
Капвложения, дивиденды и приобретение ДЗО	3.8	8.7	3.0	-38%	-22%
Свободный денежный поток	2.2	6.2	3.7	-6%	72%
Совокупный долг, в т.ч.	6.6	7.1	6.9	-3%	5%
краткосрочный долг	0.6	1.1	1.6	51%	148%
Денежные средства и эквиваленты	0.5	1.8	1.0		
Активы	30	33	н.д.		
Показатели					
ЕБИТДА margin	22.2%	23.3%	25.4%		
ЕБИТДА/проценты (x)	34	43	н.д.		
Долг/ЕБИТДА (x)	0.7	0.7	0.5		
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.6	0.5	0.4		
Долг/Собственный капитал (x)	0.4	0.4	н.д.		

* на основе презентации менеджмента
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Долговая нагрузка ТНК-ВР остается на крайне низком уровне. Компания в 1П 2011 г. отказалась от заимствований, поэтому совокупный долг за полугодие уменьшился на USD200 млн. В 3К 2011 г. ТНК-ВР планирует привлечь кредитные средства в размере USD1 млрд., которые могут быть потрачены на дальнейшую зарубежную экспансию. На данный момент компания уже создала СП в Венесуэле, а также ожидает одобрения регулирующих органов Бразилии и Вьетнама для завершения приобретений в этих странах.

ДИАГРАММА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТНК-ВР



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Еврооблигации ТНК-ВР на фоне конфликта вокруг сделки между Роснефтью и ВР оказались под давлением и даже торговались с премией к бумагам Лукойла в 40 бп. И хотя сделка была окончательно сорвана, новостной фон вокруг дальнейших намерений ВР и Роснефти продолжать сотрудничество в том или ином виде способен вызвать повышенную волатильность в длинных бумагах ТНК-ВР. Сейчас евробонды **TNK 18** и **TNK 20** предлагают премию к кривой евробондов Лукойла в размере около 10-15 бп, поэтому эти бумаги могут служить хорошей альтернативой длинным евробондам последнего.



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

Менеджмент Акрона озвучил планы относительно инвестпрограммы; кредитное качество компании улучшится; бонды Акрон-2 в сентябре уйдут с рынка

Вчера первый вице-президент Акрона Александр Попов провел встречу с инвесторами, в ходе которой раскрыл некоторые планы компании относительно инвестиционной программы и судьбы пакета акций Уралкалия, которым владеет Акрон.

КОММЕНТАРИЙ

Г-н Попов заострил внимание инвесторов на нескольких инвестиционных проектах, в которых на данный момент участвует Акрон.

Месторождение апатит-нефелиновых руд «Олений ручей» планируется к вводу в июле 2012 г. В 2011 г. этот проект потребует инвестиций в размере около USD200 млн., а в 2012 г. – еще USD74 млн. Таким образом, первый этап (2009-2012 гг.), включающий разработку карьера, строительство обогатительного комбината и необходимой инфраструктуры, совокупно потребует от Акрона около USD420 млн. Компания и раньше озвучивала планы по завершению первого этапа апатитового проекта в 2012 г., однако конкретная дата дает инвесторам больше уверенности, что начало поступления собственного фосфатного сырья не будет существенно сдвинуто.

Стратегия компании относительно Талицкого участка Верхнекамского месторождения калийных солей была несколько пересмотрена. Теперь Акрон планирует разделить риски проекта с одним или несколькими партнерами, продав до 49% дочерней компании, владеющей лицензией на разработку этого участка. Компания оценивает такую долю в USD720 млн. и называет ВЭБ одним из претендентов на участие в проекте. Безусловно, сценарий вхождения стороннего инвестора в проект был бы для кредиторов Акрона наиболее благоприятным: сама компания не смогла бы осуществить проект за счет собственных средств, что неизбежно привело бы к наращиванию долговой нагрузки. Необходимо также учитывать, что разработка Талицкого участка находится лишь на начальной стадии, поэтому собственное калийное сырье Акрон мог бы получить не раньше 2017-2018 гг. На наш взгляд, крупные российские производители удобрений не изъявляют желания участвовать в проекте Акрона: Уралкалий намерен расширять собственные участки, ЕвроХим уже близок к завершению собственного калийного проекта на Гремячинском месторождении в Волгоградской области.

Наиболее важным для кредитного качества Акрона оказалось явно озвученное намерение компании продать принадлежащий ей пакет акций Уралкалия в 2.7%. Акции будут продаваться равными частями в течение трех лет; таким образом, в 2011 г. Акрон сможет выручить за акции Уралкалия около USD270-300 млн., что практически полностью покроет его инвестиционную программу и избавит от необходимости увеличивать долг. Совокупно за акции Уралкалия компания сможет выручить около USD850 млн. (исходя из вчерашних котировок акций на LSE и без учета их потенциального роста в ближайшие 2 года).

Сумма, полученная Акром от продажи акций Уралкалия, составляет около 70% от совокупного долга компании, поэтому вполне можно ожидать, что в среднесрочной перспективе Акрон не будет выходить на рынки публичного долга с новым предложением. Более того, г-н Попов вчера заявил, что компания планирует полностью выкупить выпуск облигаций **Акрон-2**, оферта по которому наступает 26 сентября 2011 г. Эти облигации были размещены в период кризиса, поэтому установленный на тот момент купон в 14.05% годовых является неадекватно большим для Акрона. На конец 1К 2011 г. денежные средства на счетах компании составляли более RUB10 млрд., а в конце мая текущего года Акрон успешно разместил 2 выпуска бондов совокупным объемом RUB7.5 млрд., поэтому прохождение оферты не вызовет у компании никаких сложностей.

Рублевые облигации Акрона традиционно торговались без существенной премии к бумагам ЕвроХима, кредитные рейтинги которого на 2 ступени выше. Очевидно, что и выпуск **Акрон-3** (купон по нему составляет 13.85%) может ждать та же участь, что и выпуск **Акрон-2**, следовательно, после мая 2012 г. на российском рынке облигаций предложение бумаг Акрона будет крайне ограниченным. Поэтому та часть последних размещенных выпусков, которая досталась локальным игрокам (по нашим сведениям большая часть всего объема была конвертирована в юани и продана иностранным инвесторам), будет пользоваться высоким спросом и вряд ли будет расширять спред к бумагам ЕвроХима. На этом фоне длинные бонды ЕвроХима выглядят привлекательно особенно в сравнении с бумагами компаний металлургического сектора.

Акрон	B1/NR/B+
<i>МСФО, 1К 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	13.9
EBITDA margin	30%
Долг/EBITDA	3.0



Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Московский Кредитный Банк доразместил RUB4.5 млрд. акций; позитивно для кредитного профиля банка; облигации банка интересны

По данным Интерфакс, Московский Кредитный Банк увеличил объем уставного капитала на RUB4.5 млрд. за счет доэмиссии акций в пользу текущих акционеров. Также менеджмент озвучил намерения нарастить кредитный портфель на 40% в 2011 г., включая рост объема розничных займов на 65%.

КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно оцениваем увеличение объема собственных средств для кредитного профиля Московского Кредитного Банка (МКБ), поскольку вливание дополнительных средств позитивно скажется на уровне обеспеченности капиталом.

По нашим оценкам, увеличение уставного капитала на RUB4.5 млрд. позволит банку нарастить объем собственных средств на 17%, исходя из отчетности банка по МСФО за 1К 2011 г. Это в свою очередь поддержит уровень достаточности капитала МКБ и обеспечит потенциал для реализации амбициозного роста кредитного портфеля в 2011 г. в совокупности с капитализацией полученных доходов (ROAE банка выше 25%). Показатель Tier 1 по итогам 1К 2011 г. составил приемлемые 8.9%.

Напомним, что ранее менеджмент банка заявлял о возможном привлечении стратегического инвестора в структуру акционеров. Однако, как мы понимаем, речь идет скорее о намерениях собственника продать часть своих акций при сохранении за собой контрольного пакета. Поэтому, по всей видимости, на первом этапе сделки не стоит ожидать дополнительного вливания средств в капитал МКБ. В любом случае появление иностранного инвестора будет позитивным для банка в долгосрочной перспективе, в виду возможности привлечения дополнительных источников фондирования.

На наш взгляд, банку вполне по силам нарастить кредитный портфель в 2011 г. на 40%. В 1К 2011 г. банк продемонстрировал довольно успешный старт, увеличив объем кредитного портфеля на 11% до RUB118.4 млрд. Вдобавок согласно данным РСБУ по итогам 1П 2011 г. объем активов уже составил RUB210.3 млрд., что близко к таргетируемому RUB225-230 млрд. по итогам всего 2011 г.

На данный момент банк проводит маркетинг еврооблигаций на сумму USD200 млн. Ориентир по доходности озвучен на уровне YTM 8.0% к погашению через 3 года, что мы находим весьма интересным. Премия к бумагам МКБ составляет выше 200 бп, хотя справедливый уровень видится нам на уровне более 150 бп. Нам нравятся бумаги МКБ на внутреннем рынке – наиболее ликвидные выпуски предлагают премию около 300 бп к кривой ОФЗ.

МКБ	B1/NR/B+
<i>МСФО, 1К 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	118.4
NIM	5.0%
NPLs (>90 дней)	1.3%



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
26 июл	ММК-7бо	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-1бо	1.5	11.00%	3	11.30%
21 июл	ФСК ЕЭС-16	20.0	7.95%	7*	8.11%
19 июл	АИЖК 2011-2-3	1.7	н.д.	32	н.д.
19 июл	АИЖК 2011-2-2	7.5	6.00%	32	8.74%
19 июл	АИЖК 2011-2-1	7.5	8.25%	32	8.51%
18 июл	ГПБ-2бо	10.0	6.75%	2*	6.86%
15 июл	РСХБ-13	5.0	7.70%	4*	7.85%
15 июл	Инг Банк (Евразия)-1	5.0	4.99%	3	4.88%
14 июл	ММК-6бо	5.0	7.20%	3	7.33%
14 июл	РСХБ-12	5.0	7.70%	4*	7.85%
12 июл	РСХБ-14	10.0	7.70%	4*	7.85%
12 июл	СКБ-Банк-6бо	2.0	8.50%	2*	8.68%
7 июл	Новикомбанк-1бо	3.0	8.50%	2*	8.68%
7 июл	Уралсиб ЛК-4бо	3.0	8.50%	3	8.78%
5 июл	ФСК ЕЭС-13	10.0	8.50%	10	8.68%
4 июл	Русфинанс Банк-1бо	4.0	7.15%	2*	7.28%
29 июн	Обувьрус-1	0.7	12.25%	1*	12.63%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
28 июл	Стройкредит КБ-1бо	1.0	9.90-10.40%	1*
28 июл	Стройкредит КБ-2бо	1.0	9.90-10.40%	1*
28 июл	Группа ЛСР-5бо	2.0	8.50-8.75%	3
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5
1 авг	Глобэкс КБ-4бо	3.0	6.80-7.20%	1*
1 авг	Глобэкс КБ-6бо	2.0	6.80-7.20%	1*
2 авг	МеталлургКомБанк-1бо	1.5	8.75-9.00%	2*
2 авг	Мираторг Финанс-1бо	3.0	8.50-9.00%	3*
2 авг	ОТП Банк-1бо	5.0	8.00-8.25%	3
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.25-8.75%	3*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
27 июл	РЖД-19	10.0	13.50%	8.15%	7*
28 июл	МИА-5	2.0	7.40%	7.90%	2*
29 июл	Интурист-2	2.0	14.00%	14.00%	1*
1 авг	ПромТрактор-3	5.0	18.00%	11.25%	2
2 авг	ИАРТ	1.0	8.00%	8.50%	1*
4 авг	ЛокоБанк-5	2.5	9.25%	8.10%	1*
5 авг	Мираторг Финанс	2.5	11.00%	6.00%	1
8 авг	ПЭС	0.1	9.00%	9.50%	1*
10 авг	Фортум-2	5.0	7.60%	6.50%	2
11 авг	МОЭК	6.0	9.00%	6.35%	2
11 авг	РосТелеком-01	2.0	9.50%	н.д.	2
12 авг	ВТБ Лизинг-9	5.0	6.65%	н.д.	6
16 авг	РТК Лизинг-1бо	1.3	12.00%	н.д.	2
25 авг	Белон-2	2.0	17.00%	н.д.	1
26 авг	Медведь-1бо	1.0	14.00%	н.д.	2
30 авг	Макромир Финанс-1	1.0	7.75%	н.д.	2
1 сен	МРСК Юга-2	6.0	17.50%	н.д.	3
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
29 июл	Банк Москвы-1	10.0
1 авг	Сев.Казна-2	1.5
1 авг	Стройкредит Банк	1.0
2 авг	Марта-3	2.0
4 авг	Арсенал-3	0.3
5 авг	КрайИнвестБанк-1	0.6
11 авг	Самарская Обл-3	4.5
11 авг	Вестер-Финанс	1.5
11 авг	Европлан	1.0
16 авг	М-Индустрия-1	1.0
23 авг	АИЖК КО-2	0.6
29 авг	Калужская Обл-2	0.8
30 авг	ОМЗ-5	1.5
30 авг	ТГК2-1	4.0
30 авг	РосТелеком-07	1.2
5 сен	ТК Финанс-2	1.0
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 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
20 июн	Koks 16	USD	350	7.75%	5

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
29 июл	TMK 11	USD	600
4 авг	UkrSibBank 11N	USD	250
10 авг	VTB 11C	CHF	750
11 авг	AlfaBank Ukr 11	USD	250
11 авг	HCFB 11N	USD	450
7 сен	UkrExim 11	USD	500
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450
17 окт	NurBank 11	USD	150

Дирекция анализа долговых рынков

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

Руководитель дирекции

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

Макроэкономика и стратегия

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

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

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

Кредитный анализ

Сергей Гончаров
+7 495 786-35-31
sergey.goncharov@trust.ru

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

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

Дирекция финансовых рынков

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

Руководитель дирекции

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

Торговые операции

Андрей Труфакин
+7 495 789-60-58
andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий
+7 495 647-28-39
aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова
+7 495 647-25-90
olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян
+7 495 647-25-67
petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер
+7 495 647-25-74
yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. 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 намереваются 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.