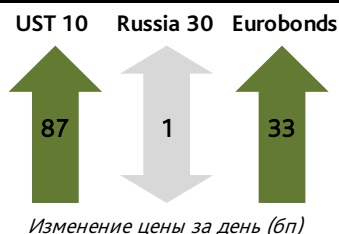


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

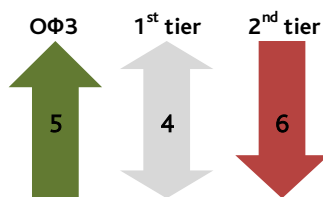
- Глобальная конъюнктура: спрос на риск неустойчив в связи с негативными ожиданиями по темпам экономического роста на развитых рынках; в случае положительных non-farm payrolls покупки в рисковом активах возобладают на протяжении всей первой половины сентября
- Доходности греческих госбумаг покоряют новые высоты; Афины получают очередной транш стабкредита, но наверняка будут наказаны рынками за невыполнение плановых показателей; спокойного сентября в еврозоне не ждем
- Итоги торгов по еврооблигациям: статистика из США помогла рынку закрыться в плюсе; высокий интерес вновь в бумагах Вымпелкома; суверенные выпуски не изменились в цене
- Открытие торгов по еврооблигациям: ожидания ключевых данных с рынка труда США не позволят рынку вырасти
- Министр финансов Германии считает необходимым изменить договор ЕС с целью передачи больших экономических полномочий Брюсселю; направление верное, но долговой кризис в еврозоне требует более оперативных мер



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Торговая активность в четверг не выросла, покупки в отдельных средних выпусках ОФЗ; продажи в длинных выпусках ФСК ЕЭС
- Ситуация с ликвидностью нормализуется, создавая «почву» для снижения ставок money market; рынок останется в норме до новых налогов

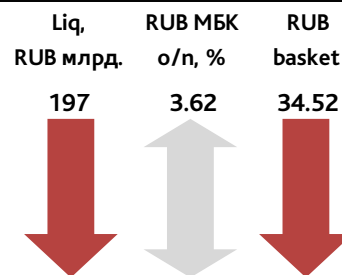


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- ВТБ и Транскредитбанк отчитались за 1П и 2К 2011 по МСФО, продемонстрировав уверенный рост кредитных портфелей; нейтрально смотрим на бумаги банков
- А. Мельниченко получил контроль в СУЭКе, а С. Попов сократил свою долю ниже блокакта; несмотря на предположительно существенные расходы Мельниченко по сделке, новость с позитивным оттенком для кредитного качества СУЭКа; рублевый бонд слегка недооценен
- Иркутскэнерго опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 1П 2011; рентабельность выросла, а долг существенно снизился; рублевые облигации оценены справедливо
- S&P изменило прогноз по рейтингу «В+» ХКФ Банка на «позитивный», после чего отозвало рейтинг по просьбе банка; нейтрально для ХКФ Банка, рейтинг которого от других агентств «ВаЗ/ВВ-»; не ожидаем опережающего рынок роста котировок бумаг

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Российская макроэкономика

- По словам Алексея Улюкаева июньский приток капитала сменился небольшим оттоком – негативно для курса рубля

Последние обзоры

- 1 сентября Банковская система в июле: качество кредитов под сомнением
- 15 августа Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы
- 3 августа Ликвидность в ЗК 2011: риски – в деталях
- 29 июля Опасения ЦБ сместились от инфляционных рисков к процентным
- 28 июля Стратегия долговых рынков: август 2011 г.

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

- 12:00 Голосование в парламенте Испании по «бюджетной поправке» к Конституции
- 16:30 Число новых рабочих мест вне сельского хозяйства в США за август

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	250	-3
UST10	▼	2.14	-0.1
Russia 30 - UST 10	▲	192	+10
EUR/USD	▼	1.4258	-0.8%
Oil (Brent)	▼	114.6	-0.5%
VIX	▲	31.82	+0.2

Глобальная конъюнктура: спрос на риск неустойчив в связи с негативными ожиданиями по темпам экономического роста на развитых рынках; в случае положительных non-farm payrolls покупки в рисковом активах возобладают на протяжении всей первой половины сентября

После четырех сессий роста индекс S&P 500 вчера снизился на 1.1%, несмотря на то, что фактическое значение индекса деловой активности в производственной сфере ISM Manufacturing за август оказалось значительно лучше ожиданий – 50.6 при консенсус-прогнозе Reuters в 48.5, хотя и ниже июльского уровня в 50.9.

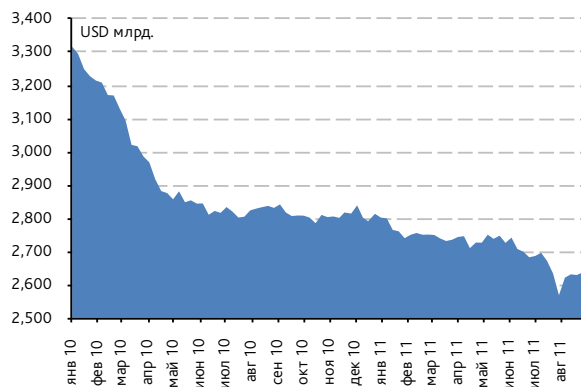
Причиной угасшего оптимизма на американском рынке акций по-прежнему является экономика: сегодня публикуется ежемесячный отчет о занятости населения за август, и участники рынков настроены на очередные негативные сигналы с рынка труда. Консенсус-прогноз Reuters по числу новых рабочих мест вне сельского хозяйства составляет 75 тыс. против фактического значения в июле в 117 тыс., по занятости в частном секторе – 105 тыс. против июльских 154 тыс. Обнародованная в среду оценка занятости в частном секторе института ADP – 91 тыс. рабочих мест. Далеко не самой последней ложкой дегтя для спроса на рискованные активы стал пересмотр прогноза по non-farm payrolls банком Goldman Sachs (до 25 тыс. с прежних 50 тыс.).

Несмотря на то, что высказывания ФРС заставляют полагать, что QE3 все же состоится, рынки стали обращать большее внимание на экономику. Напомним, что ФРС в протоколе заседания 9 августа сообщила об очередном «существенном понижении» своих прогнозов роста ВВП на 2011 и 2012 гг. Обновленные цифры прогнозов ФРС мы увидим по итогам заседания 20-21 сентября.

Сегодняшние данные по августовской занятости определяют динамику рынков вплоть до сентябрьского заседания ФРС: в случае оптимистичных цифр следует ожидать волны покупок в рисковом активах (в том числе долгах EM) на протяжении всей первой половины сентября.

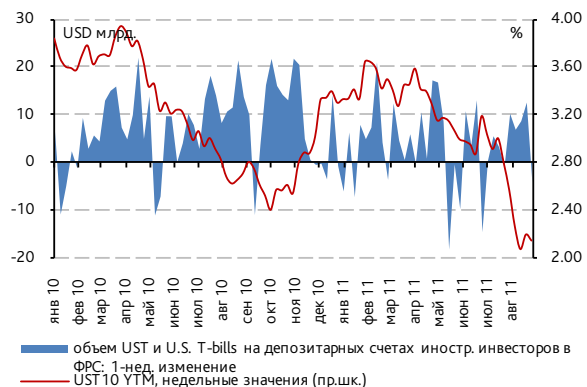
Однако пока же спрос на защитные инструменты не исчезает. Объемы активов американских взаимных фондов, инвестирующих в инструменты money market, за неделю до 31 августа выросли на USD7.95 млрд. При этом весьма высокие уровни цен UST существенно ограничивают потенциал к их покупкам. Так, объемы UST и US T-bills на нерезидентских депозитарных счетах в ФРС за неделю 25-31 августа снизились на USD4.2 млрд.

ДИАГРАММА 1. ОБЪЕМ АКТИВОВ ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА США, ЯНВАРЬ 2010 – АВГУСТ 2011



Источник: Investment Company Institute

ДИАГРАММА 2. 1-НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST И US T-BILLS НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИТОРОВ В ФРС И ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2010 – АВГУСТ 2011



Источник: Board of Governors of Federal Reserve System, Reuters, НБ «Траст»

Доходности греческих госбумаг покоряют новые высоты; Афины получат очередной транш стабкредита, но наверняка будут наказаны рынками за невыполнение плановых показателей; спокойного сентября в еврозоне не ждем

Фокус долговых проблем еврозоны на текущей неделе вновь сместился на Грецию. Доходность однолетних госбумаг страны в понедельник перевалила за отметку в 60% а по итогам торгов четверга уже приблизилась к 62%. Всего за минувший месяц показатель «выстрелил» более чем на 20 п.п. Не лучше обстоят и дела на дальнем конце суверенной кривой Греции: доходность 10-летних бумаг вновь поднялась к исторически максимальному уровню 18%. Последний раз такой показатель фиксировался перед саммитом ЕС 21 июля, где было принято решение о выделении второго пакета помощи Афинам.

Примечательно, что очередной антирекорд, установленный на рынке краткосрочного госдолга Греции, совпал по времени с прибытием в Афины инспекторской «тройки» (Еврокомиссия, ЕЦБ и МВФ), которая приступила к оценке выполнения страной взятых на себя в рамках первого bailout обязательств.

Согласно источникам Reuters, близким к «тройке», Греция рискует превысить установленный в программе помощи дефицит бюджета на 2011 г. как минимум на 1 п.п. Кроме того, под серьезное сомнение междунаrodnые наблюдатели ставят и способность страны выполнить требования по приватизации госактивов. Так, из необходимой к 30 сентября суммы в EUR1.7 млрд. Афинам пока удалось аккумулировать лишь около EUR400 млн. Мы не сомневаемся в том, что Греция в итоге получит в сентябре очередной транш стабкредита на EUR8 млрд., однако провальные экономические показатели могут послать рынкам крайне негативный сигнал.

Отметим однако, что в греческом долговом вопросе существует еще как минимум три точки напряженности. Во-первых, до сих пор окончательно не решен вопрос участия частного сектора в финансовой помощи Греции посредством обмена погашаемых в ближайшие несколько лет гособлигаций на более длинные. Как ранее сообщало Reuters, пока далеко не все потенциальные участники данной схемы выразили свое согласие на участие в ней, что может вылиться в недобор той суммы, на которую рассчитывали подписанты второго bailout.

Еще одним фактором, заставляющим рынки нервничать, остается вопрос залога, который Греция обещала предоставить Финляндии в обмен на участие последней во втором пакете помощи. Судя по последней информации, жесткая позиция Германии по данному вопросу полностью исключает подобный избирательный подход к участникам второго bailout. Компромиссные варианты, судя по всему, как раз и станут темой обсуждения на предстоящей 6 сентября встрече министров финансов Германии, Финляндии и Нидерландов.

Мы полагаем, что предстоящий месяц рискует стать очередной проверкой на прочность для еврозоны. Ключевым моментом в данном случае нам видится окончательное одобрение трансформированного и расширенного Европейского фонда финансовой стабильности, а главным риском – попытки сделать его функционирование чрезмерно бюрократизированным. Важную роль в сентябре будет также играть ситуация на долговом рынке Италии. Наш более подробный взгляд на предстоящие основные моменты долгового кризиса в еврозоне мы представим в готовящейся к публикации «Стратегии долговых рынков на сентябрь».

Итоги торгов по еврооблигациям: статистика из США помогла рынку закрыться в плюсе; высокий интерес вновь в бумагах Вымпелкома; суверенные выпуски не изменились в цене

Торги четверга на российском рынке еврооблигаций характеризовались неровной динамикой. В начале торгов котировки бумаг устремились вниз, однако после выхода в 16:30 МСК относительно благоприятной статистики по рынку труда в США инвесторы перешли к покупкам, что позволило корпоративным бумагам завершить день в неплохом плюсе. В суверенных бумагах каких-либо существенных движений замечено не было.

В нефтегазовом секторе заметный прирост котировок был отмечен по выпускам **Gazprom 34** и **Gazprom 37** (+80 и +60 бп соответственно). На 30-70 бп подорожали долгосрочные выпуски ТНК-ВР, а евробонды Новатэка прибавили порядка 20 бп. Во втором эшелоне основная активность вновь сосредоточилась в бумагах Вымпелкома, а на выпуск **VimpelCom 22** снова пришлось более половины дневного торгового оборота в корпоративном секторе. Котировки бумаг телекоммуникационной компании поднялись на 20-30 бп. В более значительном плюсе завершил день выпуск **MTS 20** (+80 бп). В секторе квази-суверенных банков наиболее заметный рост котировок был отмечен на дальнем конце кривой ВТБ (+30-100 бп). Долгосрочные выпуски Сбербанка

завершили день в плюсе на 10-20 бп. Среди частных банков инвесторы проявили интерес к выпускам **AlfaBank 15N** (+60 бп) и **НСФВ 14** (+20 бп).

Суверенный индикативный выпуск **Russia 30** практически не изменился в цене по итогам торгов в четверг, потеряв символический 1 бп – до 119.77%. Между тем спред **Russia 30–UST10** расширился на 10 бп, ликвидировав половину сжатия среды, и зафиксировался на отметке 192 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: ожидания ключевых данных с рынка труда США не позволят рынку вырасти

Российские евробонды, вероятно, начнут торги пятницы на минорной ноте. Ухудшившаяся за ночь внешняя конъюнктура и ожидания слабых данных с рынка труда США негативно сказываются на настроениях инвесторов. Азиатские фондовые площадки торгуются глубоко в красной зоне (японский Nikkei 225 теряет порядка 1.1%), также в минусе находится фьючерс на индекс S&P 500 (-0.3%). Не будет способствовать росту котировок российских евробондов и динамика цен на нефть – за баррель Brent предлагают около USD114, что на USD0.5 меньше уровня закрытия основных торгов в России накануне. Мы не ждем высокой активности на рынке сегодня, полагая, что до выхода августовских данных по payrolls в 16:30 МСК инвесторы будут проявлять изрядную осторожность.

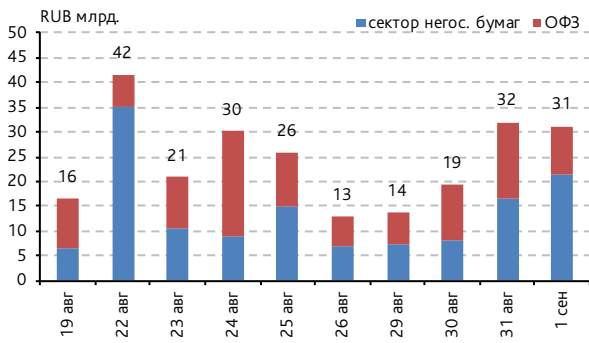
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

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



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	10.5%
от 1 до 1.5 лет	11.1%
от 1.5 до 2 лет	7.1%
от 2 до 3 лет	20.5%
от 3 до 5 лет	29.7%
> 5 лет	21.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.36% ▲	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.13% ▼	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.89% ◀▶	6.5
Банки	7.54% ◀▶	2.0
Корп 1 эшелон	7.14% ◀▶	2.5
Корп 2 эшелон	7.74% ▲	2.0

Торговая активность в четверг не выросла, покупки в отдельных средних выпусках ОФЗ; продажи в длинных выпусках ФСК ЕЭС

Активности на рублевом рынке в четверг относительно среды не прибавилось: объем сделок без учета РЕПО составил чуть больше RUB30 млрд. В госбумагах покупались отдельные выпуски средней дюрации: **ОФЗ 25079** (+31 бп по цене, YTW 7.19%) и **ОФЗ 25077** (+10 бп, YTW 7.36%). На первых строчках по оборотам в четверг стояли длинные выпуски ФСК ЕЭС: **ФСК ЕЭС-19** (-3 бп, YTW 8.21%) и **ФСК ЕЭС-13** (-16 бп, YTW 8.36%).

Как и в случае спреда **ОФЗ 26205-ОФЗ 26204** (который мы рекомендовали к покупке – см. «Навигатор долгового рынка» от 19.08.2011), мы не считаем текущий уровень спреда **ФСК ЕЭС-13-ФСК ЕЭС-19** в 15 бп при разнице в дюрации выпусков около 1.5 лет справедливым. Однако не готовы рекомендовать данный спред или образующие его выпуски к покупке с учетом длины бумаг и весьма непостоянной ликвидности данных выпусков.

«Средняя» доходность выпусков второго эшелона в четверг выросла, но обусловлено это было в основном значительными ценовыми движениями вследствие низкой ликвидности на рынке. Из ликвидных выпусков заметные продажи прошли лишь в **Вымпелком-Инвест-1** (-22 бп по цене, YTW 7.81%).



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

Денежный рынок

События денежного рынка

2 сен	Расчеты по аукциону ОБР-20 на RUB120 млн. (аукцион от 01.09.11)
7 сен	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB15 млрд.
7 сен	Выплата купонов по ОФЗ на RUB3.6 млрд.
14 сен	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB35 млрд.
15 сен	Уплата страховых взносов за август
15 сен	Аукцион ОБР-21 в объеме RUB500 млрд.

RUB МБК о/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.00	3.60	3.75	3.50/3.75
2-й круг	3.75/4.50	3.75	4.25	3.75/4.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.00	3.60-3.75	3.50-3.75

Ситуация с ликвидностью нормализуется, создавая «почву» для снижения ставок money market; рынок останется в норме до новых налогов

После того как со вторника бюджетные средства стали поступать в систему, пополнив балансы ЦБ на RUB127.2 млрд., в четверг встречный приток средств приостановился. Чистый прирост ликвидности составил лишь RUB4.9 млрд., поскольку изъятие с корсчетов RUB35.8 млрд. (снижение до RUB613.2 млрд.) практически полностью были вложены в депозиты ЦБ (+RUB30.9 млрд. до RUB227.7 млрд.). Чистая ликвидная позиция (ликвидные активы за вычетом обязательств банков перед ЦБ и Минфином) восстановилась до приемлемого уровня RUB196.8 млрд.

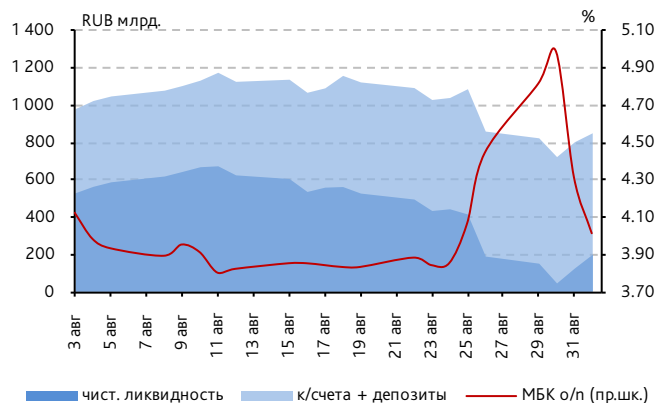
Стабилизация состояния ликвидности и ее постепенное распространение по отдельным сегментам рынка способствует плавной коррекции ставок. МБК овернайт для банков 1-го круга вчера днем стоило значительно дешевле, чем накануне – 3.6-3.75% (-25-50 бп), а к вечеру ставки остаются лишь немного выше стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.5%), составляя 3.5-3.75%. С притоком средств комфортнее себя чувствует и сегмент междилерского РЕПО, где, к примеру, средневзвешенная ставка по сделкам под залог ОФЗ упала до 4.69%.

Более быстрое освоение бюджетных средств в первой половине сентября станет определяющим положительным фактором для восстановления запасов свободных средств банковской системы. Если ставки МБК уже откатились к привычным уровням и достигли локального равновесия, то наиболее сильно подросшие во время налогового периода ставки по междилерскому РЕПО, на наш взгляд, еще имеют небольшой потенциал для снижения.

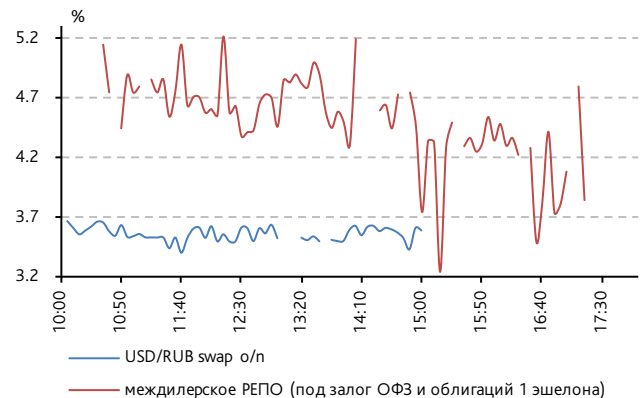


Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов о/n intraday



Кредитные комментарии

ВТБ и Транскредитбанк отчитались за 1П и 2К 2011 по МСФО, продемонстрировав уверенный рост кредитных портфелей; нейтрально смотрим на бумаги банков

КОММЕНТАРИЙ

ВТБ и его дочерний Транскредитбанк (ТКБ) опубликовали финансовые результаты по МСФО за 1П и 2К 2011 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Оба банка продемонстрировали во 2К 2011 г. уверенный рост объемов кредитования (+7.0% у ВТБ и +20.7% у ТКБ), улучшили качество кредитов и заработали существенный объем прибыли, не прибегая к восстановлению резервов и при стабильном значении чистой процентной маржи. Также вчера менеджмент ВТБ провел телеконференцию с участниками рынка, в ходе которой озвучил следующие моменты:

- **Консолидация Банка Москвы (БМ).** ВТБ подтвердил свои намерения консолидировать 75% акций столичного банка до конца 3К 2011 г. через дочерние компании, в сентябре БМ будет предоставлена поддержка от АСВ в размере RUB295 млрд. После этого ВТБ намерен инвестировать RUB100 млрд. в капитал БМ до конца 2012 г.
- **Влияние консолидации Банка Москвы на показатели группы.** В результате консолидации БМ менеджмент не ожидает снижения финансовых показателей до критических значений и прогнозирует увидеть показатель достаточности капитала Tier 1 по итогам всего 2011 г. на уровне не менее 10.0%. Раскрытие более детальной структуры качества активов БМ состоится при публикации отчетности группы за 3К 2011 г., тогда же будет представлена и стратегия развития столичного банка в рамках группы.
- **Политика оптимизации затрат.** Таргетируемым значением для показателя «Расходы/Доходы» обозначен уровень в 40%, в том числе и для дочерних банков. По итогам 1П 2011 г. данный показатель составил 44.4% у группы и более высокое значение в 51.8% у ТКБ. Впрочем заметим, что во 2К 2011 г. ТКБ добился существенных результатов в повышении операционной эффективности: «Расходы/Доходы» уменьшились за квартал на 14.2 п.п. до более приемлемого значения в 45.4%.
- **Сохранение планов на 2011 г.** Группа планирует заработать порядка RUB100 млрд. чистой прибыли в 2011 г. (включая RUB3 млрд. чистой прибыли у Банка Москвы), что вполне реализуемо, учитывая текущие результаты (RUB53.6 млрд. за 1П 2011 г.). Показатель чистой процентной маржи планируется поддержать на текущем уровне в 4.8%. ВТБ также планирует реализовать ранее намеченный график по публичным займам в размере USD5 млрд. в 2011 г., т.е. во 2П 2011 г. предполагается привлечь оставшиеся USD1 млрд.
- **Консервативная политика отчислений в резервы.** ВТБ не рассчитывает приступать к восстановлению резервов в 2011 г., придерживаясь консервативного подхода к их формированию. Заметим, что с начала года качество кредитного портфеля улучшилось: доля NPLs от всех займов сократилась на 0.9 п.п. до 7.7%.

Еврооблигации ВТБ на данный момент торгуются с премией к суверенной кривой на уровне 180-210 бп., что, на наш взгляд, не предполагает существенного снижения премии. Несмотря на высокий уровень поддержки банка со стороны государства, ограничивающими факторами роста котировок выступают высокий объем публичного долга, активная M&A политика банка, а также еще незавершенный процесс консолидации и финансового оздоровления БМ. Мы нейтрально смотрим на рублевые облигации ВТБ и ТКБ в условиях ограниченной ликвидности бумаг корпоративного и банковского секторов.

ВТБ	Ваа1/BBB/BBB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	360.4
NIM	4.2%
NPLs (+90 дней)	8.1%

ТКБ	Ва1/BB+/NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	360.4
NIM	4.2%
NPLs (+90 дней)	8.1%

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ВТБ И ТКБ

МСФО, RUB млрд.	ВТБ			ТКБ		
	2010	1К 11	1П 11	2010	1К 11	1П 11
Чистые процентные доходы	171	46	95	29.2	8.1	17.2
Чистые комиссионные доходы	25	8	18	4.5	1.0	2.3
Операционные доходы до резервов	219	73	152	21.6	5.8	12.8
Операционные расходы	-95	-33	-67	-11.3	-3.5	-6.6
Отчисления в резервы	-52	-8	-17	-0.3	-0.4	-2.2
Чистая прибыль	55	26	54	7.5	1.6	3.1
Денежные средства	276	248	228	35.0	21.9	19.2
Ценные бумаги	452	465	636	66.5	61.9	87.7
Кредитный портфель, гросс	3,060	3,064	3,277	215.8	246.1	297.0
Резервы	-274	-274	-280	-11.9	-12.3	-14.1
Кредитный портфель, нетто	2,785	2,790	2,997	203.9	233.8	282.9
Средства кредитных организаций	397	396	437	25.9	25.2	35.1
Средства клиентов, в т.ч.	2,213	2,373	2,635	276.5	297.3	308.7
частных клиентов	748	781	862	62.7	67.4	76.5
Долговые ценные бумаги размещенные	593	588	556	40.1	39.3	26.9
Субординированный долг	206	206	206	16.0	16.3	22.1
Прочие заемные средства	186	160	125			
Собственный капитал	578	601	575	28.2	29.5	30.5
Активы	4,291	4,448	4,720	390.9	413.8	426.9
Показатели						
Доходность собственного капитала (ROAE)	10.1%	17.7%	18.6%	31.0%	21.5%	21.1%
Доходность активов (ROAA)	1.4%	2.4%	2.4%	2.3%	1.5%	1.5%
Расходы/Доходы	43.4%	45.3%	44.4%	52.1%	59.6%	51.8%
Чистая процентная маржа (NIM)	4.8%	4.8%	4.8%	5.0%	4.8%	4.8%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	8.6%	8.2%	7.7%	3.6%	3.4%	2.9%
Резервы/NPLs (x)	1.0	1.1	1.1	1.5	1.5	1.6
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	12.4%	13.2%	12.0%	7.1%	7.1%	6.6%
Достаточность капитала (TCAR)	16.8%	15.5%	14.1%	10.8%	10.7%	10.9%

Источник: данные банка, НБ «Траст»



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

А. Мельниченко получил контроль в СУЭК, а С. Попов сократил свою долю ниже блокпакета; несмотря на предположительно существенные расходы Мельниченко по сделке, новость с позитивным оттенком для кредитного качества СУЭКа; рублевый бонд слегка недооценен

Вчера вечером пресс-служба СУЭКа заявила Интерфаксу, что бенефициары компании 31 августа 2011 г. закрыли сделку по перераспределению долей в компании. Теперь доля А. Мельниченко в компании превышает контрольную, пакет С. Попова снижен до уровня ниже блокирующего. Точное распределение долей собеседник агентства не назвал.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что переход контроля над СУЭК к Мельниченко имеет для компании больше позитивных кредитных последствий по сравнению с тем, если бы полным бенефициаром компании стал Попов. Мы исходим из того, что после начала раздела активов двух бизнесменов Мельниченко владеет Еврохимом – высокомаржинальным бизнесом по производству минеральных удобрений с рентабельностью по EBITDA почти в 40%, низкой долговой нагрузкой и большой чистой прибылью (RUB20 млрд в 2010 г. и RUB21 млрд только за 1П 2011 г.). Основной бизнес Попова – МДМ банк – в настоящее время генерирует на порядок меньший операционный денежный поток, имеет невысокую NIM в 4.3%, а чистая прибыль за 2010 г. составила всего RUB2.1 млрд. Кроме того, кредитный портфель МДМ банка последовательно стагнирует с момента объединения с УРСА-банком (2009 г.), и эта тенденция продолжается на протяжении 8 месяцев 2011 г.

Операционный бизнес СУЭК представляется нам очень привлекательным и крайне рентабельным. После выделения энергетического бизнеса EBITDA margin компании подскочила в 1.5 раза до 32% в 1П 2011 г., а чистая прибыль, заработанная за этот период, сравнима с аналогичной у Еврохим. У СУЭК невысокая долговая нагрузка в

СУЭК	Moody's: B1
МСФО, 1П 2011	
Выручка, RUB млрд.	82.1
EBITDA margin	32%
Долг/EBITDA	1.5

1.5x по показателю «Долг/ЕБИТДА», а также возможность финансировать масштабные инвестиции за счет собственных средств. Мы полагаем, что выделение от СУЭКа непрофильных бизнесов будет далее способствовать укреплению его финансового положения.

По нашему мнению, СУЭК скоро будет повышен рейтинг из-за улучшения кредитного качества, а полюбовный «развод» бывших партнеров с точки зрения рейтинговых агентств также будет трактован позитивно, так как полностью исключает возможные корпоративные конфликты. Насколько мы понимаем, последний довод имеет довольно высокую значимость для аналитиков рейтинговых служб.

Ключевой вопрос сделки – форма ее исполнения. Разумеется, самым хорошим вариантом была бы для Мельниченко и СУЭКа, в частности, безденежная и частично денежная форма. Денежный характер предполагает, что снижение доли Попова с 48.65% до менее чем 25% посредством выкупа могло бы обойтись нынешнему владельцу от USD1.5 до USD2.0 млрд. Более того, как пишет Интерфакс, Попову достаются все дивиденды компании за прошедший период в размере USD888 млн. Иными словами, это дополнительные USD444 млн недополученной прибыли (читай, расходов) для Мельниченко. Тем не менее мы считаем, что даже полностью денежный характер сделки не делает Мельниченко менее финансово сильным бенефициаром. Так, при должном подходе «расходы» Мельниченко восполняемы в пределах 1-1.5 лет при сохранении рентабельности СУЭКа и Еврохима.

На наш взгляд, среди всех представителей сектора «металлургия и горнодобыча» именно у СУЭКа есть самые хорошие предпосылки для заметного улучшения кредитного качества и роста рейтингов для перехода в полноценную лигу double BB. Мы думаем, что уже в краткосрочной перспективе бонды СУЭКа «оторвутся» от кривой Евраза и начнут приближаться по доходности к выпускам Алросы. Рублевый выпуск облигаций СУЭКа торгуется с премией к бумагам Алросы в размере 50-60 бп, т.е. на уровне кривой Евраза и отчасти Мечела. Позитивный эффект от разделения бизнесов на кредитный профиль компании может быть с оптимизмом воспринят инвесторами и уж точно оценен Moody's. На наш взгляд, бонды СУЭКа могут сузить спред к бумагам Алросы еще на 20-30 бп до конца года, триггером к этому может стать рейтинговое действие Moody's.



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

Иркутскэнерго опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 1П 2011; рентабельность выросла, а долг существенно снизился; рублевые облигации оценены справедливо

Вчера крупный игрок энергетической отрасли – Иркутскэнерго – опубликовал сокращенный вариант консолидированной отчетности по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Иркутскэнерго раскрыла только формы отчетности без комментариев к ним, что не позволяет в полной мере оценить динамику статей баланса, а также отчет о прибылях и убытках. Опираясь только на опубликованные данные, мы отмечаем неплохой рост операционных показателей энергетической компании в 1П 2011 г.: выручка увеличилась на 21% относительно 1П 2010 г. и достигла RUB39.4 млрд., ЕБИТДА прибавила 26%. Позитивное влияние на выручку оказало увеличение доли электроэнергии, продаваемой по рыночным ценам. Доля низкорентабельной статьи доходов – продажа тепловой энергии – несколько снизилась, что позитивно отразилось на консолидированной рентабельности по ЕБИТДА Иркутскэнерго – она увеличилась до 35% (30% в 1П 2010 г.)

Иркутскэнерго в 1П 2011 г. сгенерировала операционный денежный поток в размере RUB6.9 млрд., который существенно превысил объем капитальных затрат. Это позволило компании снизить совокупный долг более чем на 40% до RUB8.5 млрд., как результат долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» снизилась до 0.4x, что для генерирующей компании, в структуре активов которой преобладают ГЭС, можно считать очень консервативным уровнем.

Основная интрига вокруг Иркутскэнерго на данный момент – обмен активами между РусГидро и Интер РАО, в ходе которого 40% доля Иркутскэнерго будет передана РусГидро. Получение профильного и финансово крепкого акционера должно позитивно сказаться на кредитном качестве Иркутскэнерго.

Иркутскэнерго	NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	39.4
ЕБИТДА margin	35%
Долг/ЕБИТДА	0.4

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ИРКУТСКЭНЕРГО

МСФО, RUB млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка, в т.ч.	32.7	64.1	39.4	25%	21%
<i>Электроэнергия</i>	22.4	44.8	28.3	27%	26%
<i>Теплоэнергия</i>	7.7	13.6	7.6	30%	-2%
ЕВИТДА	9.7	18.5	13.6	55%	40%
Чистая прибыль	-9.8	13.1	-4.8		
Чистый операц. денежный поток	3.6	13.9	6.9	-33%	90%
Капвложения и М&А	1.7	4.5	1.2	-59%	-30%
Свободный денежный поток	2.0	9.4	5.7	-24%	193%
Совокупный долг, в т.ч.		14.7	8.5	-42%	
<i>краткосрочный долг</i>		6.1	3.4	-45%	
Денежные средства и эквиваленты		0.6	0.4	-38%	
Активы		89	72	-19%	
Показатели					
ЕВИТДА margin	29.7%	28.9%	34.5%		
ЕВИТДА/проценты, (x)	11.2	8.0	17.1		
Долг/ЕВИТДА, (x)		0.8	0.4		
Чистый долг/ЕВИТДА, (x)		0.8	0.4		
Долг/Собственный капитал, (x)		0.3	0.2		

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

Рублевые облигации Иркутскэнерго не отличаются хорошей ликвидностью: последний размещенный выпуск **Иркутскэнерго БО-1** торгуется вблизи номинала и предлагает доходность около 7.75% годовых. Такая доходность предполагает премию к кривой ФСК в размере 50-60 бп, что, на наш взгляд, выглядит минимально справедливым уровнем для финансово крепкой компании с низкой долговой нагрузкой, но не имеющей кредитных рейтингов.



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

 **Российская макроэкономика****По словам Алексея Улюкаева июньский приток капитала сменился небольшим оттоком – негативно для курса рубля**

По заявлениям первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева в кулуарах Международного банковского форума в Сочи, отток капитала из РФ в июле 2011 г. был небольшим, а цифры по июню и июлю «вместе дают нулевое сальдо».

КОММЕНТАРИЙ

Согласно заявлению первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева, отток капитала, лишь в июне сменившийся небольшим притоком (по предварительным оценкам USD3.0 млрд.), продолжился в июле. Несмотря на то, что такое положение вещей полностью соответствует нашим ожиданиям, новая информация оставляет все меньше надежд на разворот капитальных потоков в положительную сторону в ближайшем будущем.

Факт оттока капитала в июле при заметном укреплении рубля и значительном увеличении Центробанком покупок иностранной валюты для противодействия росту курса (до USD5.1 млрд. против USD4.0 млрд. месяцем ранее) означает, что удорожание российской валюты в июле происходило лишь благодаря сохранению сильных позиций текущего счета.

Поскольку последний месяц лета прошел под знаком турбулентности на глобальных рынках и сопряженного с этим повсеместного «бегства от риска», с высокой долей вероятности тенденция к оттоку капитала продолжилась и в августе, что на фоне негативных ожиданий относительно высоких темпов роста импорта может иметь следствием ослабление рубля. Косвенным подтверждением ухудшения платежного баланса служит тот факт, что впервые с начала года в августе Банк России перешел от покупок иностранной валюты, к ее продажам.



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
31 авг	ТрансФин-М-13бо	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-12бо	0.5	8.50%	3	8.68%
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	8.50%	5*	8.68%
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	12.50%	1*	13.08%
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-3бо	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-1бо	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-1бо	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-1бо	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-6бо	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-4бо	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-5бо	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-2бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-1бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-7бо	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-1бо	1.5	11.00%	3	11.30%

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	10.00%	1
8 сен	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0	13.50%	13.50%	1
8 сен	Элемент Лизинг-2	2.3	11.50%	12.00%	3
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	0.10%	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	н.д.	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	н.д.	2
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6
22 сен	ПЭБ Лизинг-3	0.5	14.00%	н.д.	3
22 сен	Русский Межд.Банк-3	1.1	10.75%	н.д.	2
22 сен	СеверСталь-1бо	15.0	14.00%	н.д.	1
26 сен	Акрон-2	3.5	14.05%	н.д.	2
29 сен	Ай Теко-1	0.6	12.50%	н.д.	1
29 сен	МИК-2	1.0	13.75%	н.д.	4
5 окт	РостТелеком-04	2.0	7.50%	н.д.	2
7 окт	РСХБ-04	10.0	11.50%	н.д.	6
7 окт	Фармпрепарат	0.0	12.00%	12.00%	1*
8 окт	ИнвестТоргБанк-4	1.5	9.50%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
5 сен	ТК Финанс-2	1.0
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0
6 сен	МиГ-2	3.0
6 сен	Волгоградская Обл-03	0.5
7 сен	МОИА-2	1.8
7 сен	ЕБРР-3	7.5
13 сен	МосЭнерго-1	5.0
14 сен	НК Альянс-1	3.0
15 сен	Запсибкомбанк-1	1.5
20 сен	СатурнНПО-2	2.0
20 сен	Русский Стандарт-7	5.0
22 сен	НОК-2	0.2
23 сен	МетроСтрой	1.5
27 сен	Разгуляй Фин.-2	2.0
29 сен	ОГК5-01	5.0
5 окт	КВАРТ	0.3
5 окт	ВТБ24-1	6.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.