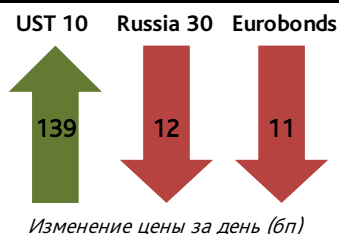


Навигатор долгового рынка

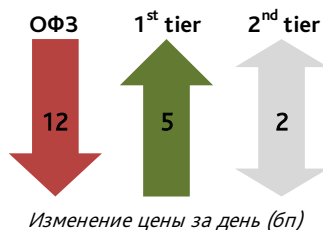
Глобальные рынки и еврооблигации

- Статистика по августовской занятости в США обвалила рынки; полагаем, что спрос на рискованные активы будет отсутствовать на рынках всю первую половину сентября в ожидании решений ФРС по итогам заседания 20-21 сентября
- ЕЦБ может приостановить выкуп госбумаг Италии, а Словакия – заблокировать изменения в EFSF до декабря; греческие 10-летние госбумаги на новом максимуме; впереди непростая неделя для еврозоны
- Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок при низкой активности; спред Russia 30-UST10 снова выше 200 бп
- Открытие торгов по еврооблигациям: крайне негативный внешний фон уведет рынок в глубокий минус; просадка по отдельным выпускам может превысить 1 п.п.
- Fitch сохранило суверенный рейтинг РФ на уровне «BBB» с «позитивным» прогнозом; позиция в целом совпадает с версией S&P, озвученной в минувшую среду; нейтрально для российских евробондов



Рублевые облигации и денежный рынок

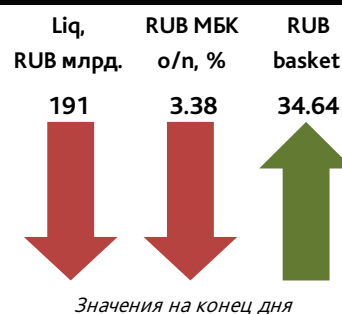
- Продажи и низкая активность в рублевом долге в пятницу на фоне американской статистики по занятости; обороты в госбумагах будут повышенными в связи с расчетами по сентябрьским фьючерсам на ОФЗ
- Ставки money market пошли на снижение благодаря восстановлению ликвидности, однако приток бюджетных средств приостановился
- ЦБ спешит выразить готовность предоставления фондирования в случае шоков ликвидности
- Рубль подешевеет из-за нисходящей коррекции цен на нефть и резкого ухудшения внешнего фона



Кредитные комментарии

- ТМК опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; свободный денежный поток уже положительный, но снижения долга пока не произошло; евробонды расширили спред к кривой Евразия до привлекательного уровня
- Fitch подтвердило рейтинги ЕвроХима на уровне «BB» со «стабильным» прогнозом; ключевые черты кредитного профиля по-прежнему сильны; еврооблигации – интересная защитная инвестиция
- Позитивные рейтинговые действия от S&P в отношении Альфа-Банка, Райффайзенбанка и УБРиР в виду улучшения операционной среды; нейтрально смотрим на бумаги банков
- Газпромбанк предложил ВЭБу конвертировать субординированный долг в акции; рост капитала 1-го уровня позитивен для ГПБ; сохраняется неопределенность реакции других акционеров банка на размытие долей; нейтрально для евробондов
- Детский мир раскрыл частичные данные по US GAAP за 1П 2011: рост долговой нагрузки, негативная динамика EBITDA; рублевые облигации, гарантированные Москвой, при премии в 250-270 бп к кривой города привлекательны
- Ferrexpo привлекла 5-летнюю кредитную линию объемом USD420 млн.; структура кредитного портфеля улучшится; премия евробондов компании к бумагам Метинвеста в 100 бп слишком велика

Индикаторы FX/MM



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

5 сен	Выходной в США по случаю Дня труда
12:00	Индекс деловой активности PMI в сфере услуг в еврозоне за август
13:00	Розничные продажи в еврозоне за июль
22:00	Встреча главы Европейского совета Х. Ван Ромпея и канцлера ФРГ А. Меркель

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	260	+10
UST10	▼	1.99	-0.15
Russia 30 - UST 10	▲	209	+17
EUR/USD	▼	1.4203	-0.4%
Oil (Brent)	▼	111.7	-2.5%
VIX	▲	33.92	+2.1

Статистика по августовской занятости в США обвалила рынки; полагаем, что спрос на рискованные активы будет отсутствовать на рынках всю первую половину сентября в ожидании решений ФРС по итогам заседания 20-21 сентября

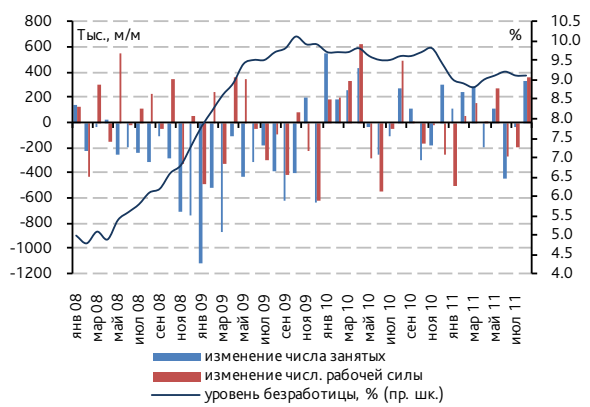
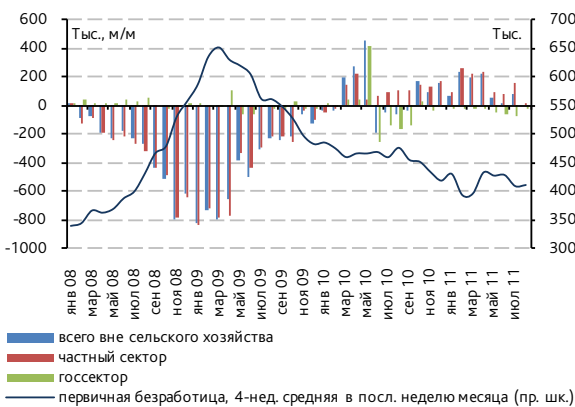
Обнародованные в пятницу цифры по августовской занятости оказались плохими, особенно в части числа созданных за месяц рабочих мест. Прирост новых рабочих мест вне сельского хозяйства (non-farm payrolls) оказался нулевым, консенсус-прогноз Reuters составлял 75 тыс. Обнародованная в среду институтом ADP неофициальная оценка занятости в частном секторе (+105 тыс.) также оказалась существенно завышенной относительно обнародованной Департаментом статистики в сфере труда цифры в +17 тыс.

Отметим, что новые рабочие места в несельскохозяйственном секторе являются суммой таковых в частном и государственном секторах, а суммарная нулевая величина non-farm payrolls была обеспечена соразмерным приросту рабочих мест в частном секторе их снижением в государственном. На диаграмме 1 наравне с вышеописанными цифрами мы привели среднюю 4-недельную (на последнюю неделю месяца) по еженедельным данным первичной безработицы, и ее последнее августовское значение соответствует уровню января 2011 г. Таким образом, устойчивости в восстановлении занятости в США, что лично мы считаем необходимым условием для обеспечения экономического роста в стране, как и в начале года по-прежнему нет.

Относительная безработица осталась на уровне 9.1% (см. диаграмму 2). Данный уровень определился ростом численности рабочей силы в августе на 366 тыс. граждан при меньшем росте числа занятых (+330 тыс.), соответственно увеличение числа безработных граждан составило 36 тыс.

ДИАГРАММА 1. НОВЫЕ РАБОЧИЕ МЕСТА ВНЕ СЕЛЬСКОГО ХОЗЯЙСТВА И ПЕРВИЧНАЯ БЕЗРАБОТИЦА, ЯНВАРЬ 2008 – АВГУСТ 2011

ДИАГРАММА 2. АБСОЛЮТНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ ЗАНЯТОСТИ И ОТНОСИТЕЛЬНАЯ БЕЗРАБОТИЦА, ЯНВАРЬ 2008 – АВГУСТ 2011



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor, НБ «Траст»

Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics, НБ «Траст»

Реакция на обнародованные цифры со стороны рынков была сильнейшей: доходность **UST10** с 2.13% на 16:00 МСК пятницы снизилась до 2.01% на закрытие торговой сессии на американском рынке акций (00:00 МСК). На открытии российских торгов **UST10** торгуется на уровне 1.994% по доходности. Основной американский индекс акций S&P 500 потерял за пятницу 2.49%, нефть (Brent) к утру понедельника потеряла более USD2 относительно периода до публикации статистики по занятости.

Желание участников торгов продавать было вполне ожидаемым. В последние дни ФРС неоднократно обращала внимание на замедление экономического роста: соответствующие ноты звучали и в ходе выступления Б. Бернанке в Джексон-Хоул, и в

обнародованном на прошлой неделе протоколе августовского заседания ФРС. В свете пятничной статистики мы полагаем, что спрос на рискованные активы (в том числе и на долги EM) будет отсутствовать на рынках всю первую половину сентября в ожидании решений ФРС по итогам заседания 20-21 сентября.

ЕЦБ может приостановить выкуп госбумаг Италии, а Словакия – заблокировать изменения в EFSF до декабря; греческие 10-летние госбумаги на новом максимуме; впереди непростая неделя для еврозоны

Конец прошлой недели и прошедшие выходные преподнесли рынку сразу несколько негативных новостей с европейского долгового фронта. Причем на этот раз в центре внимания оказались сразу несколько стран: традиционные Греция и Италия, но также Германия и даже Словакия.

Как мы уже отмечали, существует высокая вероятность того, что Греция не уложится в установленные на 2011 г. параметры бюджета. В пятницу данные предположения были подтверждены прерванными до середины сентября переговорами между Афинами и «тройкой» международных кредиторов (Еврокомиссия, ЕЦБ и МВФ). И хотя официальной причиной были названы чисто технические моменты, рынки восприняли это как сигнал возможных трудностей с получением Грецией очередного транша стабкредита. Ситуация усугубляется еще и тем, что в пятницу истекает срок, отведенный банкам на обдумывание формы участия в «добровольной» реструктуризации греческого госдолга. Между тем в пятницу доходность греческих 10-летних госбумаг обновила исторический максимум, подскочив сразу на «полфигуры» и достигнув 18.28%.

Нет повода для оптимизма на рынках и в отношении Италии. Первые числа сентября прошли под знаком острой полемики между Римом и ЕЦБ. Регулятор потребовал от Италии быстро и полного принятия программы бюджетной экономии, голосование по которой в парламенте страны должно начаться на текущей неделе. Пока же ЕЦБ, с нашей точки зрения, может сократить объем выкупа госбумаг Италии с тем, чтобы стимулировать власти страны к активизации экономических реформ. Вероятно, более отчетливо позиция ЕЦБ будет представлена главой регулятора Ж.-К. Трише на традиционной пресс-конференции в четверг. Вновь возникшая на Апеннинском полуострове экономическая и политическая напряженность не замедлила сказаться и на долговом рынке: доходности 10-летних бумаг Италии за минувшую неделю выросли на 20 бп – до 5.28%.

Тем временем состоявшиеся в воскресенье в Германии региональные выборы нанесли очередной удар по позициям федерального канцлера. Отметим, что начинающаяся сегодня неделя обещает много новостей, и как раз из Берлина. Сегодня там состоится встреча А. Меркель с «президентом» ЕС, а в среду Конституционный суд вынесет решение о законности участия Германии в bailout Греции.

Еще одним фактором, который может заставить инвесторов сильно понервничать, обещает стать позиция Словакии (0.7% от общего ВВП еврозоны) по вопросу расширения полномочий и увеличения объема Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF). Как стало известно на выходных, парламент страны приступит к голосованию по данному вопросу не ранее декабря, в то время как основной «донор» европейской «периферии», Германия, намерена уже до конца сентября принять решение по EFSF.

Мы сохраняем наш пессимистический взгляд по ситуации в еврозоне на сентябрь (подробнее см. «Навигатор долгового рынка» от 2 сентября) и не рассчитываем на поворот в настроениях рынка по крайней мере до конца месяца, когда появится большая ясность относительно программ бюджетной экономии в Греции и Италии и судьбы EFSF.

Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок при низкой активности; спред Russia 30-UST10 снова выше 200 бп

Российский рынок еврооблигаций был крайне неактивен в минувшую пятницу – инвесторы ждали выхода статданных по рынку труда США. В итоге торговый оборот оказался вдвое меньшим среднего за год значения, а основное внимание участников рынка привлекли суверенные выпуски РФ и долгосрочные евробонды Вымпелкома.

Из бумаг нефтегазовых компаний рост котировок на 20-40 бп показали длинные евробонды Газпрома. Во втором эшелоне подорожали евробонды Евраз (+30-50 бп), а также выпуски ТМК (+30+60 бп). Между тем долгосрочные выпуски Вымпелкома, **VimpelCom 21** и **VimpelCom 22**, подешевели по итогам пятницы на 20 и 40 бп соответственно. В минусе на 20 бп также завершился день евробонд **Sovcomflot 17**. В банковском секторе более-менее отчетливая динамика котировок прослеживалась в бумагах Сбербанка. Долгосрочные евробонды крупнейшего банка РФ снизились в цене на 20-25 бп.

Суверенный индикативный выпуск **Russia 30** потерял за день чуть более 10 бп – до 119.65% от номинала. Тем временем спред **Russia 30–UST10** расширился почти на 20 бп, достигнув 209 бп, в том числе благодаря резкому снижению доходности **UST10** после публикации августовских payrolls в США.

Открытие торгов по еврооблигациям: крайне негативный внешний фон уведет рынок в глубокий минус; просадка по отдельным выпускам может превысить 1 п.п.

Опубликованная в минувшую пятницу крайне слабая статистика по рынку труда США, а также резко обострившиеся за выходные долговые проблемы еврозоны не оставляют рынкам шанса на рост в понедельник. Азиатские биржи демонстрируют резко отрицательную динамику: японский Nikkei 225 падает почти на 2%. Фьючерс на S&P 500 торгуется также в минусе, теряя порядка 0.6%. Между тем биржи США сегодня работать не будут по случаю национального праздника – Дня труда.

Резко снизившийся спрос на риск нашел свое отражение также на валютном и сырьевых рынках. Так, пара евро/доллар, начинавшая прошлую неделю на уровне 1.4520, в понедельник с утра находится на отметке 1.4160. Баррель Brent подешевел до USD111.5, в то время как еще в пятницу за него предлагали USD114. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся в отрицательной зоне, а падение котировок в таких высоковолатильных в последнее время бумагах как долгосрочные евробонды Газпрома и Вымпелкома может составить более 1 п.п., особенно с учетом пониженной ликвидности в связи с выходным днем в США.

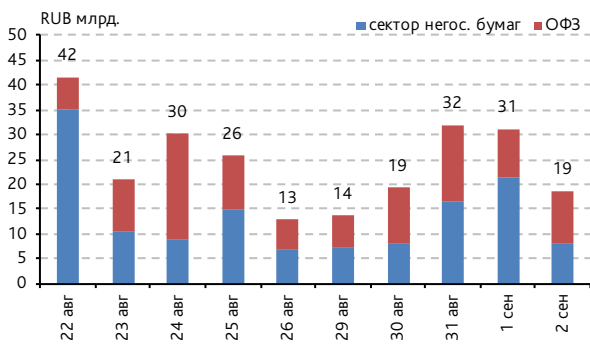
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

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	15.4%
от 1 до 1.5 лет	8.4%
от 1.5 до 2 лет	3.6%
от 2 до 3 лет	17.9%
от 3 до 5 лет	40.6%
> 5 лет	14.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 6.40%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	◄ 7.15%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	▲ 7.95%	6.5
Банки	▲ 7.60%	2.0
Корп 1 эшелон	◄ 7.16%	2.5
Корп 2 эшелон	▲ 7.79%	2.0

Продажи и низкая активность в рублевом долге в пятницу на фоне американской статистики по занятости; несмотря на выходной в США, обороты в госбумагах сегодня будут повышенными в связи с расчетами по сентябрьским фьючерсам на ОФЗ

В ожидании данных по занятости в США в пятницу участники российского рынка не торопились проявлять активность, что в совокупности с традиционным пятничным фактором пониженной торговой активности обеспечило объем торгов в рублевом долге всего в RUB19 млрд. (без учета РЕПО). Основная доля сделок свелась к продажам в средних и длинных ОФЗ – около RUB7.5 млрд. торгового оборота пришлось на **ОФЗ 25077**, **ОФЗ 25079** и **ОФЗ 26204**, подешевевших на 13-26 бп. Продажи были и в относительно коротком **ОФЗ 25076** (-11 бп по цене, YTM 6.65%).

В корпоративных выпусках активность присутствовала лишь в отдельных именах: на 45-53 бп подорожали выпуски Сибметинвест-1 и 2, также покупались РСХБ БО-5 и РусГидро-1 (+10-12 бп).

Ухудшившийся с пятницы внешний фон, а также фактор выходного дня в США обуславливают низкую активность в корпоративных выпусках на сегодняшних торгах. В динамике ОФЗ сегодня будет присутствовать дополнительный фактор – исполнение сентябрьских фьючерсов на ОФЗ, которое осуществляется путем заключения адресных сделок с выбранными к поставке бумагами на ММВБ. В этой связи объемы торгов в госбумагах будут повышенными.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

6 сен	Депозитный аукцион Минфина на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
7 сен	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB15 млрд.
7 сен	Выплата купонов по ОФЗ на RUB3.6 млрд.
8 сен	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
14 сен	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB35 млрд.
15 сен	Аукцион ОБР-21 в объеме RUB500 млрд.

RUB МБК o/n intraday

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

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.00	3.50-3.75	3.25-3.50

Ставки money market пошли на снижение благодаря восстановлению ликвидности, однако приток бюджетных средств приостановился

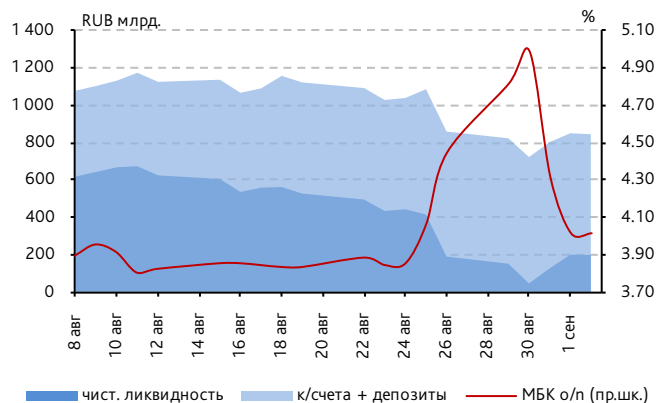
Бюджетные средства, на которые возложены столь амбициозные надежды в вопросе пополнения «похудевшей» во время налогов ликвидности банковского сектора временно перестали поступать в платежную систему. Поскольку события, способные привести к какому-либо ощутимому оттоку ликвидности (аукцион **ОФЗ 26204** на RUB15 млрд. и **ОБР-20** на RUB10 млрд.) ожидаются не раньше среды, а на расчеты по покупке **ОБР-20** в пятницу ушли символические RUB120 млн., кредитные организации предпочли вложить RUB31.5 млрд. в депозиты ЦБ (увеличение до RUB259.2 млрд.), изъяв при этом с корсчетов сопоставимую сумму RUB38.0 млрд. (снижение до RUB575.2 млрд.). Как следствие, общий объем средств на корсчетах и депозитах сократился до RUB834.4 млрд. и по-прежнему находится ниже психологически важной планки RUB1.0 трлн.

Восстановление ликвидности в первую очередь ослабило напряженность в наиболее чувствительном к изъятию средств сегменте междилерского РЕПО. После того, как еще в прошлую среду на пике налоговых платежей стоимость фондирования здесь достигала 5.5%, к пятнице ставки по сделкам под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона сравнялись, подойдя к отметке 4.66%. Появление новой рублевой ликвидности продолжает позитивно сказываться на ставках МБК овернайт, которые по сделкам для банков 1-го круга днем не поднимались выше 3.75%, а к закрытию и вовсе впервые в этом месяце опустились ниже стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.5%), а именно до 3.25-3.5%.

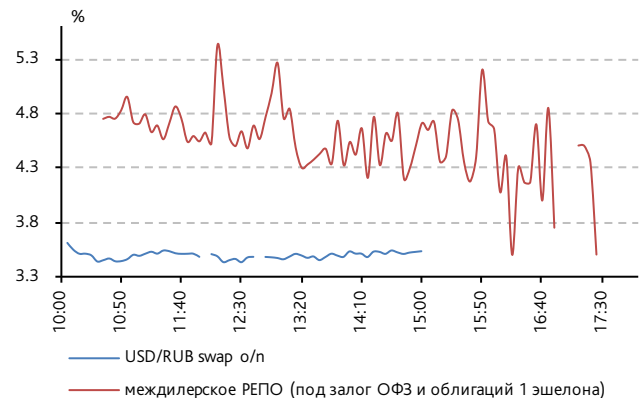
Уровень обеспеченности банков ликвидностью вызывает опасения – в ответ Банк России выражает готовность снабдить рынок необходимым фондированием за счет полного инструментария ЦБ

Несмотря на кажущееся спокойствие, овладевшее рынком с приходом долгожданных средств от бюджетных расходов, ситуация с ликвидностью, на наш взгляд, остается неустойчивой. По нашим расчетам, при текущем уровне чистой ликвидной позиции (превышение величины ликвидных активов над обязательствами банков перед ЦБ и Минфином) всего в RUB191 млрд., даже изъятие RUB100 млрд. может иметь следствием существенный рост ставок на 40-50 бп. Кроме налогов, средняя величина которых достигает RUB850 млрд. ежемесячно, в сентябре банкам предстоят платежи почти на RUB60 млрд. (возврат Минфину RUB119.2 млрд. за вычетом купонов по ОФЗ и погашения **ОФЗ 25070** на RUB44.9 млрд.). Это не способствует восполнению запасов банковской системы, а значит, делает банки все более зависимыми от заимствований, все более уязвимыми к оттоку ликвидности и повышает риск роста стоимости фондирования.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Осознавая это, представители ЦБ спешат заверить рынок в том, что дефицита ликвидности нет. Замдиректор департамента финстабильности ЦБ Сергей Моисеев на Международном банковском форуме в Сочи заверяет, что рассматриваемые регулятором стресс-сценарии, подтверждающие устойчивость платежной системы РФ к шокам ликвидности, правда не без учета применения довольно широкого и «хорошо отработанного» во время кризиса инструментария ЦБ по рефинансированию банков. Говоря о готовности ЦБ снабдить рынок необходимым финансированием в случае каких-либо осложнений, представитель Банка России допускает возможность предоставления рынку свыше RUB3.0 трлн. посредством РЕПО и акцентирует внимание на кредитование банков под залог нерыночных активов, отмечая, что беззалоговые кредиты могут и не понадобиться. Со слов С. Моисеева, в наибольшей опасности находятся крупные банки, уровень ликвидности которых минимален, а вот обеспеченность свободными средствами средних и малых банков у ЦБ не вызывает опасений.

Рубль подешевеет из-за нисходящей коррекции цен на нефть и резкого ухудшения внешнего фона

В пятницу рубль преимущественно сдавал свои позиции относительно бивалютного ориентира, подешевев за день на 12 копеек до RUB34.64, причем на протяжении подавляющей части торговой сессии цена бивалютной корзины росла, проходя локальный максимум в RUB34.7 в 16:40 МСК. Довольно заметное удешевление рубля против доллара – на 14 копеек до RUB29.1 обусловлено в основном укреплением доллара против евро с 1.4249 до 1.4222.

При ожиданиях ухудшения состояния платежного баланса, в том числе продолжения оттока капитала, определяющим фактором для рубля будет выступать внешний фон. Негативные статданные в США и усиление опасений относительно долговых проблем еврозоны (подробнее см. раздел «Глобальные рынки и еврооблигации»), дополненные нисходящей коррекцией цен на нефть могут привести к дальнейшему ослаблению рубля как против доллара, так и против евро. Не в пользу российской валюты и расширение рублевой ликвидности за счет поступления бюджетных расходов в начале месяца. Единственным сдерживающим фактором для рубля остается ожидаемая низкая активность торгов на FX, сопряженная с выходным в США сегодня.



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

Кредитные комментарии

ТМК опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; свободный денежный поток уже положительный, но снижения долга пока не произошло; евробонды расширили спред к кривой Евраза до привлекательного уровня

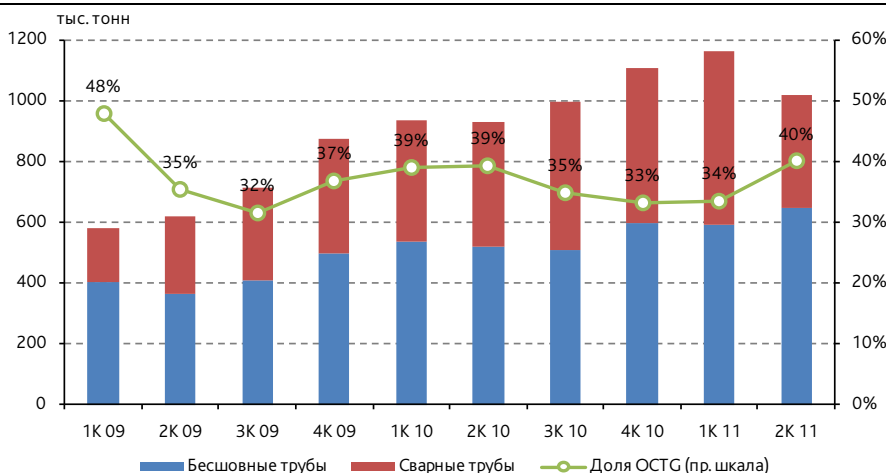
В минувшую пятницу крупный производитель труб – ТМК – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

ТМК продемонстрировала неплохую динамику основных финансовых показателей как в квартальном, так и в годовом выражении. Выручка за год увеличилась на 38% и достигла USD3.5 млрд., EBITDA выросла на внушительные 54% до USD610 млн. Даже несмотря на некоторое снижение объемов производства, произошедшее во 2К 2011 г., компании удалось улучшить показатели рентабельности по EBITDA до 17%. Подобная динамика была обусловлена ростом цен на трубы, продолжившимся во 2К 2011 г., а также улучшением структуры продаж компании. На долю продаж труб OCTG во 2К 2011 г. пришлось порядка 40% (37% за 1П 2011 г.), что также позитивно сказалось на рентабельности ТМК.

ТМК	B1/B/NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	3.5
EBITDA margin	17%
Долг/EBITDA	3.6

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ТМК



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Наиболее примечательным фактом отчетности стала динамика операционного денежного потока компании: по итогам 1П 2011 г. его объем составил USD378 млн., т.е. почти в 2 раза больше необходимого объема капитальных затрат. Напомним, что ТМК планирует потратить на инвестиционную программу в 2011 г. около USD300 млн., поэтому при сохранении нынешней динамики операционного потока вполне вероятно, что совокупный долг компании начнет свое снижение уже к концу года.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТМК

МСФО, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2011	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	2,566	5,579	3,547	13%	38%
EBITDA	397	900	610	8%	54%
Чистая прибыль	67	104	258	47%	283%
Чистый операц. денежный поток	15	44	378	264%	2446%
Капвложения и M&A	165	288	194	26%	18%
Свободный денежный поток	-150	-271	188		
Совокупный долг, в т.ч.	3,606	3,872	4,017	4%	11%
краткосрочный долг	1,493	702	539	4%	-64%
Денежные средства и эквиваленты	52	158	170	-1%	230%
Активы	6,432	6,862	7,602	3%	18%
Показатели					
EBITDA margin	15%	16%	17%		
EBITDA/проценты	2.0	2.1	3.8		
Долг/EBITDA*	6.4	4.3	3.6		
Чистый долг/EBITDA*	6.3	4.1	3.5		
Долг/Собственный капитал	2.4	2.4	2.0		

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

Пока же долговая нагрузка ТМК снижается только благодаря опережающему росту EBITDA: показатель «Чистый долг/EBITDA» составил на конец 1П 2011 г. 3.5х. Совокупный и чистый долг компании несколько увеличились, однако рост был несущественным. Учитывая невысокие инвестиционные аппетиты компании и неплохую динамику операционных показателей, мы ожидаем постепенного снижения леввереджа ТМК.

Рублевые облигации ТМК неликвидны, поэтому нынешние уровни их доходности не отражают улучшения кредитного качества компании. Еврооблигации, напротив, пользуются интересом у инвесторов: до начала турбулентного периода на международных рынках евробонды ТМК предлагали премию к евробондам Евраз в размере около 30 бп, что, как мы неоднократно отмечали, выглядит справедливым уровнем. Сейчас этот спред расширился до 70-80 бп, что выглядит привлекательно. Вполне вероятно, что спред будет возвращаться к своему справедливому уровню, по мере того как напряженность на рынках будет стихать.



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

Fitch подтвердило рейтинги ЕвроХима на уровне «BB» со «стабильным» прогнозом; ключевые черты кредитного профиля по-прежнему сильны; еврооблигации – интересная защитная инвестиция

КОММЕНТАРИЙ

Рейтинговое агентство относит к сильным чертам кредитного профиля ЕвроХима:

- Способность компании успешно использовать благоприятную ценовую конъюнктуру на рынках удобрений и существенно увеличить операционный денежный поток (почти +100% относительно 1П 2010 г.).
- Невысокую долговую нагрузку и комфортную структуру кредитного портфеля компании, благодаря недавнему привлечению кредита на USD1.3 млрд.; в ближайшие 2 года компании не придется привлекать большого объема долгов для рефинансирования кредитов.
- Крупный пакет акций немецкого производителя удобрений K+S объемом около 8% улучшает финансовую гибкость компании.

Эксперты Fitch также отмечают несколько специфических для ЕвроХима рисков:

- Весьма обширная инвестиционная программа калийного сегмента бизнеса, которая может потребовать увеличения финансовой гибкости.
- Непредвиденные выплаты акционерам (в 1П 2011 г. ЕвроХим выкупил у них акции на сумму около RUB11 млрд.) могут ухудшить ликвидную позицию компании и потребовать от нее новых заимствований.

Мы в целом разделяем мнение агентства относительно кредитного качества ЕвроХима и также отмечаем крайне высокую рентабельность компании, составившую 37% по итогам 1П 2011 г. Кроме того, как мы уже отмечали в «Навигаторе долгового рынка» от 2.09.2011, основной акционер ЕвроХима, г-н Мельниченко, получил наиболее привлекательную часть активов СУЭКа, чье кредитное качество мы также оцениваем как крепкое. На наш взгляд, последние события не дают поводов думать о том, что практика поддержки акционеров ЕвроХима в ущерб ликвидной позиции самой компании сохранится в среднесрочной перспективе, что, в свою очередь, позволяет говорить о невысокой вероятности реализации риска, на которую указывает Fitch.

Еврооблигации ЕвроХима погашаются в марте 2012 г., поэтому их цена фактически не зависит от внешнего новостного фона. Способность ЕвроХима расплатиться со своими кредиторами не вызывает никаких сомнений, поэтому столь короткий евробонд, предлагающий доходность около более 4% может быть интересен наиболее консервативным инвесторам в качестве защитного актива.

Рублевые бумаги ЕвроХима не слишком ликвидны, поэтому они фактически не изменились в цене за последний месяц. Их нынешние доходности сопоставимы с доходностями бумаг Алросы, что, на наш взгляд, выглядит справедливо и лишает облигации ЕвроХима потенциала курсового роста.



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

ЕвроХим	NR/BB/BB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	62.1
EBITDA margin	37%
Долг/EBITDA	1.1

Позитивные рейтинговые действия от S&P в отношении Альфа-Банка, Райффайзенбанка и УБРиР в виду улучшения операционной среды; нейтрально смотрим на бумаги банков

На прошлой неделе S&P опубликовал отчет о нескольких позитивных рейтинговых действиях в отношении российских банков в виду улучшения операционной среды, структуры фондирования банков и качества кредитов. Выделим наиболее интересные наблюдения агентства, а также прикладные действия к рейтингам банков-эмитентов публичного долга:

- При сохранении позитивной динамики качества кредитов, позиции ликвидности и роста масштабов бизнеса, S&P ожидает незначительное количество негативных рейтинговых действий.
- Рост кредитного портфеля российских банков в 2011 г., по ожиданиям S&P, составит 20%, а в 2012 г. – 25%. В среднесрочной перспективе аналитики прогнозируют последовательное улучшение качества кредитов при сохранении стоимости риска по новым кредитам на уровне 2010 г.
- Изменение прогноза на «позитивный» со «стабильного» по рейтингам «BB-» Альфа-Банка и «B-» УБРиР. Райффайзенбанку повышен индивидуальный рейтинг на одну ступень до «BB», долгосрочный рейтинг подтвержден на уровне «BBB».
- В то же время в качестве ограничивающих факторов для дальнейшего улучшения рейтингов S&P выделяет сохранение системных рисков, а также высокий уровень концентрации отдельных клиентов и связанных сторон в кредитном портфеле УБРиР и Альфа-Банка (относится и к пассивной части баланса).

КОММЕНТАРИЙ

Позитивные рейтинговые действия в отношении российских банков со стороны S&P мы считаем нейтральными для банков и не ожидаем реакции на действие в котировках бумаг.

Мы согласны с основными наблюдениями агентства об улучшении фундаментальных показателей банковской системы за последние два года и считаем, что банкам вполне по силам нарастить кредитный портфель на 20-25% в 2011 г. Так, по нашим оценкам, за первые семь месяцев 2011 г. прирост совокупного кредитного портфеля банков уже составил 10.7%. Также мы рассчитываем на более высокие темпы роста для объема потребительских займов (25-30%), исходя из текущего прироста на 15.6% с начала года.

Заметим, что риски высокого уровня концентрации связанных сторон в активах и пассивах становятся все более актуальными на фоне выявления проблем в Банке Москвы. Так, по данным агентства Moody's, в России средняя доля кредитов, связанных с акционерами клиентов, составляет около 10% от заемного портфеля и 40-45% от капитала банков, что в разы превышает характеристики банков в странах Центральной и Восточной Европы. При этом не исключено, что российские данные занижены из-за лагов в информационной прозрачности и проблем с контролем со стороны регуляторов.

Еврооблигации Альфа-Банка мы считаем наиболее качественным инструментом среди бумаг частных российских банков. Тем не менее в текущих условиях осторожного отношения инвесторов к риску частного банковского сектора мы не ожидаем существенного снижения премии бумаг к суверенной кривой, но не исключаем позитивной динамики котировок в случае благоприятной рыночной конъюнктуры.

Мы нейтрально смотрим на рублевые бумаги банков. Бумаги Райффайзенбанка неликвидны, а облигации Альфа-Банк-1 (УТР 8.2-7.5% к оферте через 2.5 года) и УБРиР-2 (УТР 11.0-10.2% к оферте через год) на данный момент торгуются со спредами на покупку/продажу более 1 п.п.



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

Альфа-Банк	Ва1/BB-/B-
<i>МСФО, 2010</i>	
Кредиты, RUB млрд.	552.4
NIM	5.5%
NPLs (+1 день)	4.7%

Райффайзенбанк	Ваа3/BBB/BBB+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Активы, RUB млрд.	533.3
NIM	4.4%
NPLs (+90 дней)	7.2%

УБРиР	S&P:B-
<i>РСБУ, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	49.7
NPLs (+1 день)	5.2%
Резервы/NPLs	152.7%

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%	12.00%	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%	10.50%	2*
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 принимают 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.