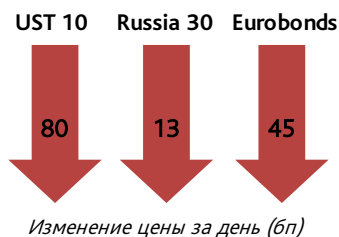


Навигатор долгового рынка

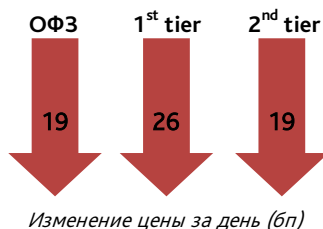
Глобальные рынки и еврооблигации

- ⌚ **ЕЦБ** предоставит рынку дополнительную долларовую ликвидность; спрос на риск поднял курс евро и доходности **UST** вверх; неясности вокруг **Греции** и реформы **EFSF** сделают эффект данной меры краткосрочным
- ⌚ **Итоги торгов по еврооблигациям:** снижение котировок продолжилось, а позитив из Европы лишь частично поддержал суверенные выпуски; активность на рынке остается на повышенном уровне
- ⌚ **Открытие торгов по еврооблигациям:** ждем умеренного повышения котировок на открытии; поддержка – решение ЕЦБ и цены на нефть



Рублевые облигации и денежный рынок

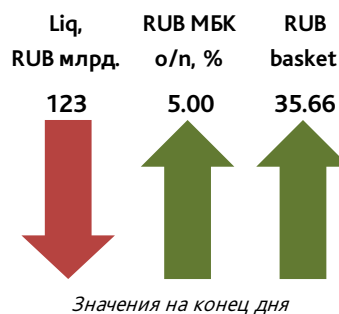
- ⌚ Обильную ликвидацию длинных позиций в **ОФЗ** обеспечил рост коротких рублевых NDF на фоне решения **ЦБ** по ставкам; начавшиеся налоговые выплаты не дадут шанса для роста цен рублевых бумаг
- ⌚ Уплата страховых взносов ускорила отток **ликвидности**; ставки междилерского РЕПО выросли до уровня конца августа



Кредитные комментарии

- ⌚ В преддверии выпуска облигаций **Банку Восточный Экспресс** повышен рейтинг от **Moody's** на одну ступень до «B1»; банк продолжил демонстрировать позитивную динамику основных показателей в 1П 2011; предложенные параметры по новым бондам считаем интересными в качестве инвестиции до погашения
- ⌚ **Московский Кредитный Банк** опубликовал отчетность по МСФО за 1П 2011: динамика кредитного портфеля опережает рынок, а качество сохраняется на высоком для отрасли уровне; бумаги банка неинтересны
- ⌚ **Fitch** ставит рейтинг **Авангарда** на пересмотр с возможностью понижения; риски корпоративного управления компании существенны; вопрос репрезентативности отчетности вновь на повестке дня; несмотря на высокую доходность, не считаем евробонды привлекательными
- ⌚ **Компания ТНК-ВР** озвучила стратегию развития: инвестиции в добычу нефти и газа составят USD45 млрд.; расширение международного присутствия и диверсификация бизнеса позитивны для компании; нейтрально для еврооблигаций

Индикаторы FX/ММ



Последние обзоры

8 сентября VimpelCom Ltd. и МТС: результаты 1П 2011 г. говорят в пользу МТС

8 сентября ЦБ Швейцарии хочет видеть франк слабым. Рынки могут не согласиться

6 сентября Стратегия долговых рынков: сентябрь 2011 г.

1 сентября Банковская система в июле: качество кредитов под сомнением

15 августа Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы

Контакты и ссылки



☎ +7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

16 сен	Переговоры министров финансов и глав центробанков стран ЕС
13:00	Внешнеторговый баланс еврозоны за июль
17:00	Чистые покупки американских ценных бумаг нерезидентами за июль
17:55	Индекс потребительского доверия от Мичиганского университета за сентябрь

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	262	-5
UST10	▲	2.07	+0.09
Russia 30-UST 10	▼	211	-7
EUR/USD	▲	1.3876	+1%
Oil (Brent)	▲	112.3	+0.4%
VIX	▼	31.97	-2.63

ЕЦБ предоставит рынку дополнительную долларовую ликвидность; спрос на риск поднял курс евро и доходности UST вверх; неясности вокруг Греции и реформы EFSF сделают эффект данной меры краткосрочным

Инвесторы, находившиеся под особым напряжением последние несколько торговых сессий не в последнюю очередь из-за нарастающих проблем в банковском секторе Европы, в четверг получили хорошие новости от ЕЦБ. Регулятор [сообщил](#) о намерении совместно с центробанками США, Великобритании, Японии и Швейцарии предоставить рынку дополнительную долларовую ликвидность.

Данную меру планируется осуществить посредством трех неограниченных по объему аукционов по трехмесячным кредитам в долларах, которые состоятся в октябре-декабре текущего года. Одновременно с ЕЦБ аналогичные аукционы проведут Банк Англии и Национальный банк Швейцарии. Банк Японии, уже предоставляющий банкам трехмесячные долларовые кредиты, проведет дополнительный аукцион в октябре.

Напомним, что опасения за состояние европейских банков были вызваны снижением рейтинга французских Societe Generale и Credit Agricole, а также вторым за последний месяц использованием механизма 7-дневного кредитования в долларах в ЕЦБ.

Рынки позитивно восприняли заявление регулятора. Так, курс евро к доллару в четверг укрепился с 1.3745 до 1.3876, а сразу после появления пресс-релиза ЕЦБ поднимался до 1.3936. Повысившийся спрос на риск сказался также на рынке американского госдолга. Доходность **UST10** выросла в четверг с 1.99% до 2.08%, а зафиксированный максимум составил 2.12%. Снизилась напряженность и непосредственно в банковском секторе Европы. Так, 5-летние CDS по Societe Generale, Credit Agricole и BNP Paribas потеряли порядка 40-50 бп, вернувшись тем самым на уровни конца прошлой недели.

С нашей точки зрения, предпринятая ЕЦБ мера способна снизить напряженность в банковском секторе Европы в краткосрочной перспективе. Однако чрезмерно оптимизма в этой связи мы не испытываем – устранение симптома не равнозначно лечению болезни. Учитывая по-прежнему туманные перспективы скорого утверждения реформы EFSF и выправления ситуации в Греции, поводов для восстановления доверия на межбанковском рынке достаточно мало.

В этой связи мы полагаем, что начинающаяся сегодня двухдневная встреча министров финансов и глав центробанков стран ЕС (впервые с участием министра финансов США Т. Гайтнера) вряд ли принесет с собой какие-либо кардинальные решения долговой проблемы. Скорее всего, политики ограничатся дежурными фразами о необходимости исполнения Грецией своих обязательств, сохранения евро любой ценой и недопущения банковского кризиса.

Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок продолжилось, а позитив из Европы лишь частично поддержал суверенные выпуски; активность на рынке остается на повышенном уровне

Российские еврооблигации в четверг продолжили снижаться в цене на фоне сохраняющихся опасений разрастания долгового кризиса в Европе. Небольшое восстановление котировок наблюдалось преимущественно в суверенном сегменте – после появления позитивных новостей от ЕЦБ около 16:00 МСК. Торговые обороты при этом продолжают оставаться на повышенном уровне (USD85 млн. в целом по рынку против среднего за год значения USD77 млн.). Однако активность в банковском секторе по-прежнему находится ниже среднегодовых значений (USD8 млн. против USD16 млн.).

В нефтегазовом секторе длинные бумаги Газпрома потеряли 1.6 п.п., а среднесрочные выпуски газового монополиста, номинированные в евро, потеряли порядка 20 бп. Также снижение котировок наблюдалось по выпускам Лукойла (около 30-40 бп). Среди бумаг с рейтингом ниже инвестиционного уровня наибольшие потери понесли выпуски Евраз, Кокса и Металлоинвеста, а выпуск **VimpelCom 22**, начавший четверг с роста котировок на 10 бп, завершил день все же в минусе на 40 бп. Падение котировок

длинных евробондов ВТБ составило 70-90 бп, а Сбербанк – 40-50 бп. Около 30-40 бп потеряли краткосрочные выпуски Альфа-Банка, с погашением в 2012 и 2013 гг.

Суверенный индикативный выпуск **Russia 30**, начавший день с негативной динамики, к середине торгов опускался в цене до 118.75% от номинала, однако после появления информации от ЕЦБ по поводу предоставления долларовой ликвидности рынку смог восстановить часть утраченных позиций и в итоге закрылся на отметке 118.89% от номинала (-13 бп за день). Спред **Russia 30–UST10** вплоть до 16:00-16:30 МСК оставался практически неизменным (219 бп), однако к завершению торгов сузился на 7 бп до 211 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: ждем умеренного повышения котировок на открытии; поддержка – решение ЕЦБ и цены на нефть

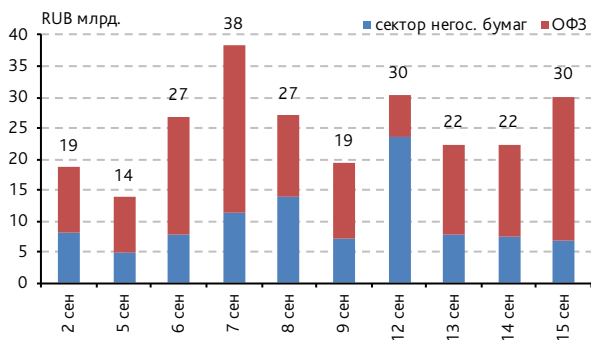
Решение ЕЦБ предоставить банкам дополнительные объемы долларовой ликвидности продолжает оказывать поддержку рынкам. Фондовые торги в Азии проходят в зеленой зоне (японский **Nikkei 225** увеличивается более чем на 2%). В символическом плюсе котируется фьючерс на индекс **S&P 500** (менее 0.1%). Повышенный спрос на риск нашел также отражение в существенно подросших нефтяных котировках. Так, баррель Brent стоит около USD113, а накануне его стоимость доходила до USD116. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций могут начаться небольшим ростом котировок. Дальнейшая их динамика не в последнюю очередь будет определяться новостями из Польши, где сегодня начинается двухдневная встреча министров финансов и глав центробанков стран ЕС, в которой также примет участие министр финансов США Т. Гайтнер.



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	15.5%
от 1.5 до 2 лет	1.1%
от 2 до 3 лет	6.6%
от 3 до 5 лет	51.9%
> 5 лет	9.5%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 6.64%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▲ 7.36%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	▲ 8.10%	6.5
Банки	▲ 7.75%	2.0
Корп 1 эшелон	▼ 7.27%	2.5
Корп 2 эшелон	▲ 8.11%	2.0

Обильную ликвидацию длинных позиций в ОФЗ обеспечил рост коротких рублевых NDF на фоне решения ЦБ по ставкам; начавшиеся налоговые выплаты не дадут шанса для роста цен рублевых бумаг

В четверг на рынке прошли сильные продажи в ОФЗ при очень высоком для последних недель объеме сделок: несмотря на улучшившийся внешний фон, во главе угла стояли внутренние факторы. Основным поводом к продажам мы видим решение ЦБ повысить в среду ставки по депозитным операциям, в итоге вчера прошел рост по коротким рублевым ставкам: форвардные ставки по рублям (NDF) за день выросли на 40 бп до 5.5% по месячным контрактам, по контрактам срочностью 3 месяца – на 25 бп до 5.65-5.70%.

Если в среду решение ЦБ побудило к наибольшим продажам на коротком конце кривой ОФЗ, то вчерашний взлет NDF стал причиной к ликвидации длинных позиций в наиболее ликвидных сегментах рублевой кривой – средних и длинных ОФЗ. **ОФЗ 25077** с дюрацией 3.4 года подешевел на 34 бп по цене, более короткий **ОФЗ 25075** и более длинные **ОФЗ 26206** и **ОФЗ 26204** пролетели вниз на 48-65 бп. Доходности указанных выпусков выросли на 10-20 бп.

Напомним, что долговой рынок вошел в период очередных налоговых выплат, которые в сентябре обеспечат отток из системы до RUB850 млрд. На этом фоне потенциал к покупкам в рублевом долге сейчас остается низким.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

20 сен	Уплата 1/3 НДС за 2К 2011
21 сен	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд.
21 сен	Возврат Минфину RUB40 млрд. с депозитов (аукцион 24 мая)
26 сен	Уплата акцизов и НДС за август
28 сен	Возврат Минфину RUB70 млрд. с депозитов (аукцион 27 июня)
28 сен	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB10 млрд.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.00/4.50	4.50	5.25	4.75/5.25
2-й круг	4.25/4.75	4.50	5.50	5.00/5.50

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.00-4.50	4.50-5.25	4.75-5.25

Уплата страховых взносов ускорила отток ликвидности; ставки междилерского РЕПО выросли до уровня конца августа

Нисходящая динамика ликвидности сохранилась в четверг. С депозитов было изъято RUB13.8 млрд. (снижение до RUB682.4 млрд.), а с корсчетов – RUB15.7 млрд. (снижение до RUB137.1 млрд.). В итоге чистая ликвидная позиция по итогам четверга упала на RUB66.8 млрд. до RUB122.65 млрд.

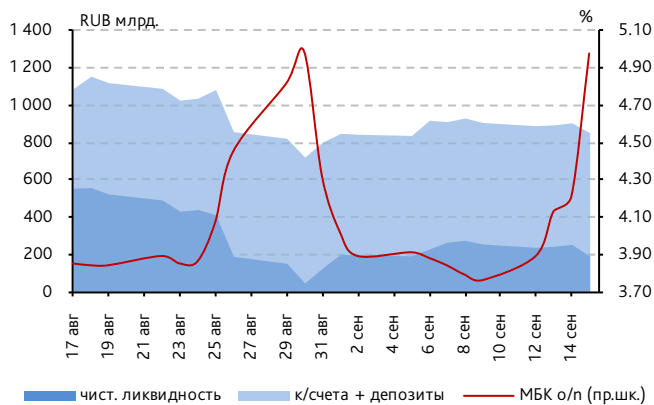
Отток ликвидности с рынка привел к всплеску ставок на денежном рынке. Так, ставки МБК овернайт для банков 1-го круга в начале дня находились в диапазоне 4-4.5%, а на закрытии повысились до 4.75-5.25%. Ставки междилерского РЕПО также среагировали на сжатие ликвидности ростом, вернувшись к уровням конца августа. Средневзвешенная ставка под залог ОФЗ подскочила на 35 бп до 5.20%, а под залог облигаций 1-го эшелона – на 18 бп до 5.02%.

Источником изъятия ликвидности в четверг стал начинающийся сентябрьский период налоговых выплат. Собственно накануне старт ему был дан уплатой страховых взносов, по которым общий объем выплат мы оцениваем в RUB260-280 млрд.

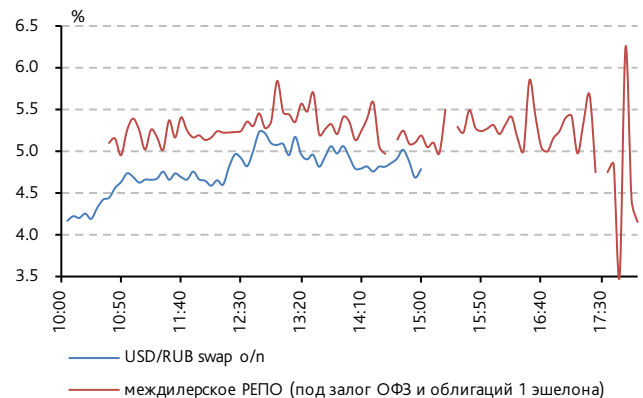



Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday




Кредитные комментарии

В преддверии выпуска облигаций Банку Восточный Экспресс повышен рейтинг от Moody's на одну ступень до «B1»; банк продолжил демонстрировать позитивную динамику основных показателей в 1П 2011; предложенные параметры по новым бондам считаем интересными в качестве инвестиции до погашения

Вчера Банк Восточный Экспресс объявил о намерениях разместить в сентябре рублевые облигации, а Moody's повысило рейтинг банка на одну ступень до «B1», установив «стабильный» прогноз по рейтингу.

В качестве основных предпосылок аналитики агентства выделяют укрепление рыночных позиций, активное расширение бизнеса посредством M&A сделок при позитивной динамике основных финансовых показателей, а также улучшение корпоративного управления.

В то же время к ограничивающим дальнейшее повышение рейтингов факторам Moody's относит высокие операционные риски, связанные с работой в сегменте розничных беззалоговых кредитов, и давление активного роста бизнеса на позицию ликвидности и уровень достаточности капитала (TCAR 13% по итогам 1П 2011 г.).

КОММЕНТАРИЙ

Рейтинговое действие Moody's в отношении Банка Восточный Экспресс мы считаем вполне обоснованным. В 2010 г. банк восстановил позитивную динамику основных показателей: кредитный портфель был увеличен вдвое, показатели рентабельности приблизились к докризисным значениям, а уровень операционной эффективности остался на приемлемом уровне, несмотря на активную M&A деятельность.

Согласно предварительным итогам за 1П 2011 г., озвученным в презентации к размещению облигаций, Банк Восточный Экспресс продолжил активно наращивать объемы бизнеса. Так, кредитный портфель (гросс) был увеличен на 16.4% до RUB89.5 млрд. Благодаря активному росту рабочих активов и снижению стоимости фондирования (-1.3 п.п. до 8.7%) банку удалось обеспечить рост чистой процентной маржи в 1П 2011 г. до 13.0% (11.6% в 2010 г.).

Примечательно, что доля NPLs свыше 90 дней снизилась за 1П 2011 г. в заемном портфеле на 0.4 п.п. до 9.3%. При этом банк сократил объем отчислений в резервы относительно темпов роста кредитного портфеля (стоимость риска снизилась на 0.5 п.п. до 4.5%). Уровень покрытия резервами при этом составляет 0.9х, что, на наш взгляд, может привести к необходимости доначисления в резервы, учитывая высокие операционные риски беззалоговых продуктов розничного рынка кредитования.

Заметим, что уровень операционной эффективности также улучшился в 1П 2011 г.: показатель «Расходы/Доходы» снизился на 4.6 п.п. до 42%. При этом банк намерен приблизиться к коэффициенту 35-40% в долгосрочной перспективе. Снижение операционных затрат в совокупности с ростом маржинальности активов и снижении отчислений в резервы позволили улучшить показатели рентабельности бизнеса в 1П 2011 г.: ROAE ориентировочно увеличилась до 28.8% (24.3% в 2010 г.).

На данный момент Банк Восточный Экспресс проводит маркетинг 3-летних облигаций серии БО-3 объемом RUB3 млрд. По выпуску предполагается годовая оферта, купон озвучен в диапазоне 10.1-10.5%, предполагая YTP 10.36-10.78%. Важно заметить, что бумага соответствует требованиям включения в ломбардный список, а также включается в котировальный список «A1». Ориентировочное размещение бумаг состоится в сентябре.

Мы считаем предложенные условия интересным предложением для инвесторов, склонных к риску. На наш взгляд, доходность выше YTP 10.5% на год является неплохой альтернативой инвестиции до погашения. Согласно данным презентации, активы банка генерирует достаточный объем средств для обслуживания долга на диапазоне до года. При этом крупные выплаты намечены только в 2013 и 2017 г на сумму RUB3.0 млрд. и RUB1.3 млрд. соответственно. Несмотря на опасения Moody's относительно сокращения величины ликвидных средств на балансе, мы полагаем, что банку по силам генерировать необходимый денежный поток, управляя темпами роста бизнеса.

В то же время мы не уверены, что в текущей ситуации повышенной волатильности на рынках и снижении ликвидности на вторичном рынке будет очень большой спрос на инструмент. Другие рублевые бонды банка не отличаются высокой ликвидностью: **Восточный Экспресс БО-5** на данный момент котируется под YTP 9.4-10.1% к оферте

Восточный Экспресс Moody's: B1*МСФО, 2010*

Кредиты, RUB млн.	76.9
NIM	11.6%
NPLs (+90 дней)	9.7%

в апреле 2012 г., что делает привлекательным участие в новом выпуске при доходности ближе к верхней границе ориентиров.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАНКА ВОСТОЧНЫЙ ЭКСПРЕСС

МСФО, RUB млрд.	2009	2010	1П 11*
Чистая прибыль	0.2	2.2	1.7
Кредитный портфель, gross	37.6	76.9	89.5
Резервы	-2.6	-6.7	-7.3
Средства клиентов, в т.ч.	41.1	73.1	81.6
частных клиентов	36.6	62.6	62.6
Собственный капитал	7.6	10.6	13.0
Активы	52.4	91.7	102.8
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	3.2%	24.3%	28.8%
Расходы/Доходы	54.5%	46.6%	42.0%
Чистая процентная маржа (NIM) **	12.0%	11.6%	13.0%
Стоимость риска	7.8%	5.1%	4.5%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	7.6%	9.7%	9.3%
Резервы/Кредиты	6.8%	8.7%	8.1%
Нетто кредитный портфель/Депозиты (%)	85.2%	96.1%	103.3%

* предварительные итоги за 1П 2011

** по расчетам банка

Источник: данные банка, НБ «Траст»



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

Московский Кредитный Банк опубликовал отчетность по МСФО за 1П 2011: динамика кредитного портфеля опережает рынок, а качество сохраняется на высоком для отрасли уровне; бумаги банка неинтересны

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Московский Кредитный Банк (МКБ) опубликовал отчетность по МСФО за 2К и 1П 2011 г., которую мы оцениваем умеренно позитивно. За 1П 2011 г. банк увеличил кредитный портфель в 1.5 раза, сохранив его качество на высоком для отрасли уровне. При этом банк обладает существенным запасом ликвидных средств, обеспечивающих успешное финансирование долга в среднесрочной перспективе, а также комфортным уровнем достаточности капитала для поддержания роста масштабов бизнеса. Тем не менее во 2К 2011 г. банку не удалось заработать больше прибыли из-за снижения NIM и уровня операционной эффективности, вдобавок потребовалось доначислить больший объем резервов относительно 1К 2011 г.

Кредитный портфель за 1П 2011 г. увеличился практически в 1.4 раза до RUB150.8 млрд. При этом величина розничных займов росла несколько медленнее корпоративных (+33% против 43%), что отчасти повлияло на снижение чистой процентной маржи. NIM, по нашим оценкам, во 2К 2011 г. сократилась за квартал на 0.5 п.п. до 4.5% (выше 5.0% кварталами ранее).

Качество кредитного портфеля остается на высоком для отрасли уровне, благодаря активному его росту доля просроченных займов выше 90 дней сократилась в портфеле до 0.9% (1.3% в 1К 2011 г.). Тем не менее в абсолютном выражении величина просроченных свыше 1 дня кредитов выросла за 2К 2011 г. на 11% до RUB2.1 млрд. Это в свою очередь привело к необходимости доначисления резервов (RUB0.7 млрд. против RUB0.1 млрд. кварталом ранее).

Заметим, что во 2К 2011 г. собственный капитал банка увеличился практически в 1.6 раза, что позволило нарастить показатель Tier 1 до 12.9%. Основное влияние оказала доэмиссия акций на сумму RUB4.5 млрд., а также конвертация субординированного займа от акционеров в собственный капитал объемом RUB3.6 млрд.

Выпущенный евробонд **Moscow Credit Bank 14** низколиквиден и торгуется с широкими спредами, предлагая YTM 7.8-8.2%, что, на наш взгляд, не представляет интереса. Одновременно в текущих условиях мы не ждем позитивной динамики от котировок бумаг и на внутреннем рынке. В качестве инвестиции до погашения из более длинных бумаг наибольший интерес в соотношении доходность/дюрация представляет относительно ликвидный выпуск **МКБ БО-4**, предлагающий YTP 10.0-10.1% к оферте через год.

МКБ	B1/NR/B+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млн.	150.8
NIM	4.7%
NPLs (+90 дней)	0.9%

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МКБ

МСФО, RUB млрд.	2009	2010	1К 11	1П 11
Чистые процентные доходы	3.9	6.1	1.9	3.9
Чистые комиссионные доходы	1.1	1.7	0.5	1.1
Операционные доходы до резервов	5.8	8.6	2.6	5.3
Операционные расходы	-2.2	-3.1	-1.0	-2.0
Отчисления в резервы	-2.5	-1.5	-0.1	-0.8
Чистая прибыль	0.8	3.0	1.2	1.9
Денежные средства	8.6	23.3	17.2	21.5
Ценные бумаги	15.7	31.9	30.5	23.9
Кредитный портфель, gross	60.1	106.6	118.4	150.8
Резервы	-1.8	-2.8	-2.9	-3.4
Кредитный портфель, нетто	58.3	103.9	115.6	147.4
Средства кредитных организаций	10.4	26.6	23.9	19.5
Средства клиентов, в т.ч. частных клиентов	45.6 31.8	87.5 50.7	89.7 58.7	114.3 68.8
Долговые ценные бумаги размещенные	12.4	28.8	32.2	39.9
Субординированный долг	0.6	7.3	7.2	3.8
Собственный капитал	11.0	13.8	15.0	23.7
Активы	87.1	165.5	169.6	203.9
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	8.9%	24.4%	33.7%	19.9%
Доходность активов (ROAA)	1.1%	2.4%	2.9%	2.0%
Расходы/Доходы	37.8%	36.5%	37.1%	38.4%
Чистая процентная маржа (NIM)	5.9%	5.3%	5.0%	4.7%
Стоимость риска	4.9%	1.8%	0.5%	1.3%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	3.0%	1.5%	1.3%	0.9%
Резервы/NPLs (x)	1.0	1.7	1.9	2.6
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	12.3%	8.8%	8.9%	12.9%
Достаточность капитала (TCAR)	14.0%	13.6%	13.6%	15.2%

Источник: данные банка, НБ «Траст»



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

Fitch ставит рейтинг Авангарда на пересмотр с возможностью понижения; риски корпоративного управления компании существенны; вопрос репрезентативности отчетности вновь на повестке дня; несмотря на высокую доходность, не считаем евробонды привлекательными

Вчера рейтинговое агентство Fitch распространило пресс-релиз, в котором выразило обеспокоенность последними корпоративными событиями, произошедшими в украинском агрохолдинге Авангард.

КОММЕНТАРИЙ

Обеспокоенность рейтингового агентства вызвала последняя транзакция между подконтрольными главному бенефициару Авангарда Олегу Бахматюку компаниями Avangardco и Ukrlandfarming PLC. Последняя получила на баланс 77.5% акций Avangardco. Это не должно вызвать дефолта по еврооблигациям Авангарда, так как формально главным бенефициаром компании остается г-н Бахматюк.

Отмечаемый агентством основной риск – это увеличение операций со связанными сторонами, которое непременно возникнет после объединения зернового и птицеводческого бизнесов г-на Бахматюка. Кроме того, увеличатся и риски корпоративного управления, так как в совете директоров Ukrlandfarming будет присутствовать генеральный директор Avangardco.

Мы и раньше отмечали особенность отчетности Авангарда, в которой не отражаются операции с зерновыми бизнесами главного акционера. Зерно составляет около 75-80% себестоимости производства мяса курицы и куриных яиц, поэтому перекрестные продажи могут искусственно завышать рентабельность основного бизнеса в ущерб зерновым бизнесам, не входящим в периметр консолидации Авангарда.

Формальные кредитные метрики Авангарда на конец 1П 2011 г. выглядят сравнительно крепко: рентабельность по EBITDA на очень высоком уровне (35%), а долговая нагрузка в терминах «Долг/EBITDA» не превышает уровень 1.3x. Однако

Авангард	itch: B
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млн.	224
EBITDA margin	35%
Долг/EBITDA	1.3

ценность этих показателей может быть гораздо ниже в том случае, если адекватность отчетности окажется под вопросом.

Еврооблигации Авангарда предлагают доходность около 14.5%, что является самым высоким уровнем среди эмитентов еврооблигаций Украины. Однако после того как наши опасения о непрозрачности кредитных рисков компании были лишний раз подтверждены экспертами Fitch, мы более не можем считать даже этот уровень доходности привлекательным. Мы рекомендуем воздержаться от активных покупок евробондов Авангарда до тех пор, пока вопрос об адекватности себестоимости не будет полностью решен.



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
14 сен	ЮниКредит Банк-1ип	5.0	8.20%	5	8.37%
31 авг	ТрансФин-М-136о	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-126о	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-36о	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-16о	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-16о	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-66о	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-46о	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-56о	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-26о	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-16о	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-76о	5.0	7.25%	3	7.38%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
20 сен	ВЭБ-лизинг-6	10.0	н.д.	3*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	0.10%	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	9.50%	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%	10.50%	1*
22 сен	СеверСталь-16о	15.0	14.00%	7.50%	1
26 сен	Акрон-2	3.5	14.05%	8.20%	2
29 сен	Ай Теко-1	0.6	12.50%	12.50%	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
13 окт	Банк Санкт-Петербург-16о	5.0	8.10%	н.д.	2
14 окт	Новопластуновское	0.0	12.00%	н.д.	1*
18 окт	Тензор-16о	0.3	12.00%	н.д.	1
19 окт	МКБ-8	3.0	9.70%	н.д.	4

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
6 окт	ФСК ЕЭС-04	6.0
10 окт	Газпромбанк-3	10.0
11 окт	Красноярск-11	0.0
12 окт	ХКФ Банк-4	3.0
18 окт	МДМ Банк-05	3.0
18 окт	ПромТрактор-2	3.0
19 окт	Белгородская Обл-4	1.0
20 окт	Нижегородская Обл-3	0.8
20 окт	Группа Джей Эф Си	2.0
21 окт	ПАВА-2	1.0

* 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	MetalloInvest 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.
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
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175

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

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@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

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 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 Правиле 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.