

ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

- Доходность UST провалилась на нефти, акциях и статистике
- Активность вернулась на рынки Emerging debt
- Российский рынок – возвращение угрозы №1 (стр. 2-3)

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

- Активней, но не выше
- Москва не хочет, АИЖК не может, а Газпромбанк будет
- Сегодняшнее размещение ОФЗ (стр. 4)

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Ситуация с ликвидностью улучшается, но участники продолжают перестраховываться (стр. 5)

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- КБ «Ренессанс Капитал»: результаты 1 полугодия 2008 г. по МСФО
- НЛМК пугает металлургов (стр. 6-8)

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- Покупать **Transneft 18**, хеджируя покупку продажей выпуска **Gazprom 18**. Спреда между этими бондами быть не должно. В то же время из-за давления первичного рынка сокращения спреда к суверенной кривой в ближайшее время может и не случиться
- Покупать **ТМК 11**. Доходность 10.00% для данного выпуска – слишком много
- Покупать субординированный выпуск **Transcapital 17**. Бонд слишком дешев. Цель – 88% от номинала
- Покупать **Promsvyaz 18**, торгуется с необоснованной премией к **Promsvyaz 12**
- Покупать **Alfa Bank Ukraine 11** – 12.00% к годовому пути, хорошая доходность, невысокие риски
- Покупать выпуск **ЛСР-2**. Доходность выше 13.00%, при этом бумага является кандидатом на включение в список РЕПО
- Покупать **ЛК УРАЛСИБ-2**, **КБ Ренессанс Капитал-3**. Короткая дюрация и отличная доходность для инструментов уровня ломбардного списка
- Покупать **РБК БО-5**. Привлекательный защитный инструмент с доходностью около 10.95%
- Покупать **МНПЗ-2**, **ПМЗ**. После прохождения оферт доходности выпусков соответствуют новым рыночным ориентирам
- Покупать выпуск **Желдорипотека-2**. Спред 530 бп к РЖД (материнской компании) – чересчур велик
- Покупать короткие «защитные» бумаги **ВТБ-6**, **ВБД-3** и **АФК Система**

СЕГОДНЯ

- Размещение **ОФЗ 46022** и **ОФЗ 25063**

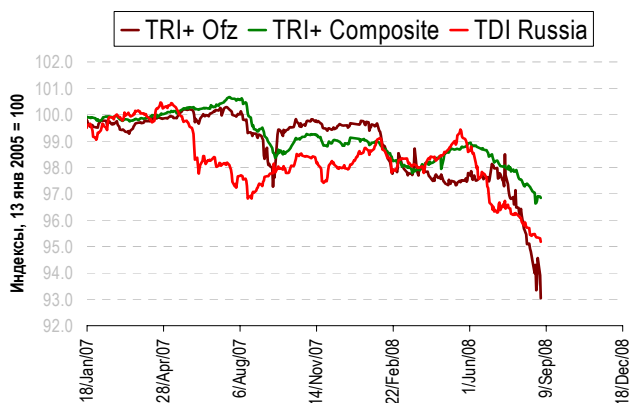
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus Spread	↑ 205.00	9.00	34.00	58.00
EMBI+ Spread	↑ 306.63	7.16	19.29	67.63
Russia 30 Price	↓ 111.36	-0.20	-1.30	-2.54
Russia 30 Spread	↑ 201.10	+9.80	+37.60	+52.50
Gazprom 13 Price	↑ 108 6/8	+0	-1 1/8	-5 1/8
Gazprom 13 Spread	↑ 430	+9	+46	+132
UST 10y Yield	↓ 3.748	-0.07	-0.21	-0.28
BUND 10y Yield	↑ 4.139	+0.02	-0.21	-0.16
UST10y/2y Spread	↑ 147	+3	+2	+50
Mexico 33 Spread	↑ 245	+9	+21	+49
Brazil 40 Spread	↑ 441	+7	+20	+36
Turkey 34 Spread	↑ 365	+6	+3	+66
ОФЗ 46014	↓ 6.23	-0.01	-0.06	-0.02
Москва 39	↓ 9.50	-1.97	+1.44	+2.98
Мособласть 5	↑ 8.79	+0.08	-0.08	+1.76
Газпром 5	↑ 7.61	+0.31	+1.79	+1.49
Центел 4	↓ 9.67	-0.11	+0.72	+1.86
Руб / \$	↑ 24.794	+0.095	+1.340	+0.230
\$ / EUR	↓ 1.451	-0.008	-0.108	-0.008
Руб. / EUR	↓ 35.981	-0.062	-0.559	+0.138
NDF 6 мес.	↑ 25.185	+0.043	+1.496	+0.475
RUR Overnight	↑ 6.00	n/a	n/a	n/a
Корсчета	↑ 670.7	+60.50	+121.00	
Депозиты в ЦБ	↑ 76.0	+8.00	-104.00	
Сальдо опер. ЦБ	↓ -138.8	-23.70	-174.50	
RTS Index	↓ 1659.65	-0.41%	-14.53%	-27.54%
Dow Jones Index	↓ 11516.92	-0.23%	+1.68%	-13.18%
Nasdaq	↓ 2349.24	-0.77%	+1.66%	-11.43%
Золото	↓ 805.61	-1.13%	-11.76%	-3.37%
Нефть Urals	↓ 105.52	-0.04	-0.13	+0.16

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↓ 180.40	-0.17	-1.01	0.99
TRIP Composite	↑ 183.88	0.00	0.00	0.07
TRIP OFZ	↓ 165.95	-0.94	-3.17	-2.67
TDI Russia	↓ 169.28	-0.12	-0.45	69.28
TDI Ukraine	↑ 160.58	0.10	-0.69	60.58
TDI Kazakhs	↓ 142.03	-0.03	0.42	42.03
TDI Banks	↓ 164.09	-0.13	-0.44	64.09
TDI Corp	↓ 169.82	-0.16	-0.57	69.82

TRUST Dollar and Rouble Bond Indices





ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Доходность UST провалилась на нефти, акциях и статистике

Вчерашние торги на рынке Treasuries завершились довольно резким снижением доходности. В частности, ставка **UST10**, несмотря на рост в европейскую торговую сессию, к закрытию торгов в Нью-Йорке буквально «обрушилась» вниз и, обновив четырехмесячные минимумы, остановилась на отметке 3.75%.

Причин тому было несколько. Во-первых, экономическая статистика, которая радовала оптимистов всю предыдущую неделю, на этот раз была не столь позитивной. Индекс деловой активности ISM в августе оказался в зоне стагнации (49.9), хотя это лишь ненамного хуже ожиданий. Более важным знаком, на наш взгляд, стало серьезное падение расходов на строительство (-0.6%) в июле, что свидетельствует о том, что сектор недвижимости продолжает тормозить американскую экономику.

Вторым серьезным фактором стало снижение цен на нефть. Инвесторы продолжают считать (неважно обоснованно или нет), что в будущем это сулит значительное ослабление инфляционной угрозы. Напомним, мы полагаем, что пока котировки нефти на NYMEX остаются выше US\$100 за баррель, любые такие прогнозы преждевременны. Впрочем, рынком правят ожидания, а не прогнозы.

Третьим фактором поддержки Treasuries стало падение цен на американском фондовом рынке. Как оказалось вчера, одного падения цен на нефтяном рынке недостаточно, чтобы вытянуть американские фондовые индексы наверх. В результате опасения относительно перспектив экономического роста возобладали, что стало причиной проявления эффекта «бегство в качество».

На наш взгляд, вчерашний день был в определенном смысле решающим для рынка Treasuries, и он во многом определит его краткосрочные перспективы. Похоже, что после двухнедельной остановки около отметки 3.80%, процесс снижения доходности **UST10** возобновился, и теперь может даже ускориться при поддержке технических игроков. Не исключено, что уже в ближайшие дни мы увидим ставку **UST10** на уровне 3.60%. Впрочем, посмотрим на статистику, ее на этой неделе будет еще много.

Активность вернулась на рынки Emerging debt

Похоже, лето закончилось. Об этом свидетельствует многократное возрастание торговых оборотов на рынке Emerging debt. Мы видели множество сделок с суверенными облигациями Бразилии, Турции и Аргентины. Впрочем, если брать в среднем по рынку, единый тренд отсутствовал, а причиной итогового расширения спреда **EMBI+** (+8 бп) стало, конечно же, резкое ночное снижение доходности базовых активов, на которое остальные рынки, особенно европейские, не успели отреагировать.

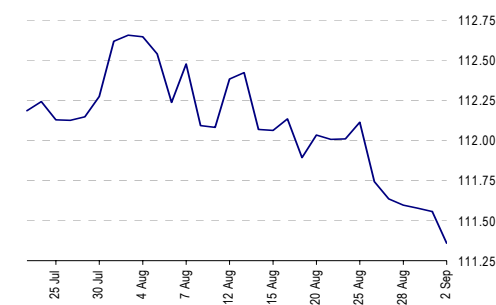
Российский рынок – возвращение угрозы №1

Вчера российские бумаги оказались в числе аутсайдеров, и, вероятно, не только из-за конфликта России с Западом, хотя и это, безусловно, сыграло свою роль. Уже с утра на рынке начались агрессивные продажи в **Russia 30** по ценам 111.1875-111.25% при спреде к **UST10** в районе 197 бп. С началом американской сессии цены пошли чуть повыше (111.375%), однако причина этого роста, похоже, исключительно в снижении доходности UST. Кстати, из российских CDS активность вчера ушла, мы видели лишь несколько сделок на уровне 135 бп по пятилетним суверенным контрактам.

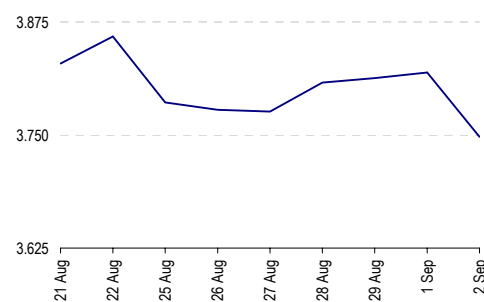
В корпоративном сегменте день также начался с продаж, которые не прекращались в течение всего дня. Больше всего продавцов было видно в бумагах металлургического сектора (Евраз, ТМК, Северсталь), которые по итогам дня упали в среднем на ¼ п.п., однако негативные тенденции были заметны и в других бумагах.

Очень похоже, что причиной негативных тенденций в металлургическом секторе стало известие о том, что в ближайшее время евробонды на сумму US\$1.5-2.0 млрд. собирается размещать НЛМК. На рынке гуляют слухи о коротких бумагах с фантастическими ориентирами по доходности. Неудивительно, что страдают остальные облигации металлургического сектора, ведь рейтинги НЛМК (BBB-/Ba1/BB+) в среднем выше, чем рейтинги Северстали, Евраза или ТМК. Да и кредитная метрика сейчас заметно лучше. Впрочем, возможно, это ненадолго. Об этом читайте в нашем полном кредитном комментарии ниже.

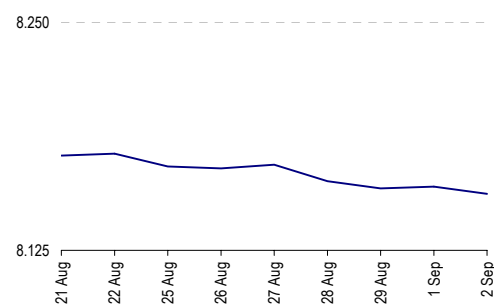
Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



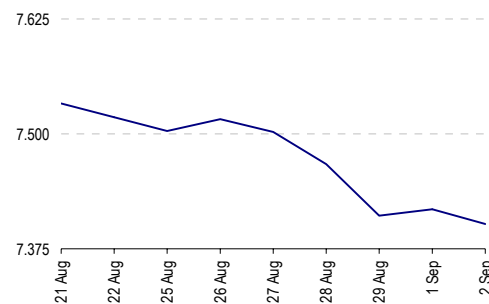


Как мы и опасались, с началом осени сезон охоты на заемные ресурсы возобновился. Об этом свидетельствуют заявленные в течение двух дней размещения НЛМК и РЖД (см. вчерашний навигатор). Совершенно очевидно, что будут и другие.

Нам следует готовиться к дальнейшим чудесам щедрости со стороны эмитентов, и, конечно же, для вторичного рынка это ничего хорошего не сулит. Как мы писали в недавнем обзоре «Революция II», на рынке евробондов идет ровно тот же самый процесс, что и на рублевом долговом рынке, и нам остается только дожидаться момента, когда же, наконец, эмитентам станет не по карману занимать на рынке публичного долга. На каких уровнях доходности это произойдет, пока до конца не ясно.

Павел Пукелев, pavel.pikulev@trust.ru
☎ 608-20-24

Turkey 34 (YTM)





РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Активней, но не выше

Вчерашний день на рынке рублевых облигаций прошел не столь пассивно, как понедельник, число сделок и обороты торгов заметно увеличились. Тем не менее, движение котировок по-прежнему направлено вниз, чему способствует как начавшийся сезон осеннего дефицита ликвидности, так и окончание сезона отпусков и возможная активизация заемщиков.

В сегменте ОФЗ значимая активность наблюдалась, пожалуй, лишь в коротком **ОФЗ 26057**, сделки по которому проходили при средней доходности 7.05%, а его цена снизилась на 0.1 п.п. Активность в остальных выпусках была минимальной. Посмотрим, как пройдут сегодняшние аукционы по размещению ОФЗ, не исключено, что они смогут дать повод для новой волны переоценки.

В первом эшелоне общее движение котировок было скорее вниз. Например, активно торговавшиеся выпуски **РЖД-8** (YTM 9.30%) и **РСХБ-2** (YTM 10.00%) потеряли в цене примерно по 0.3 п.п. Снижение котировок других торговавшихся бумаг здесь составило около 0.1-0.15 п.п. В других сегментах рынка все было немного лучше. В частности, можно отметить рост цены **МТС-3** (YTP 8.97%) на фоне скорой реорганизации эмитента (присоединения БашСел) и возникновения в связи с этим скорой допoferты.

Москва не хочет, АИЖК не может, а Газпромбанк будет

Вчера стало известно, что сразу два крупных эмитента по разным причинам не будут проводить новых размещений до конца этого года. Правительство Москвы приняло решение о прекращении рыночных займов до конца этого года, аргументировав это перевыполнением доходной части бюджета. Напомним, что плановый объем займов на 2008 год составлял RUR78.5 млрд., из которых было привлечено только RUR29.1 млрд. Пару месяцев назад Москва объявила мораторий на размещение собственных облигаций в связи с неблагоприятными рыночными условиями. С тех пор они не улучшились, что, во всей видимости, и заставило Москву использовать внеплановые доходы для покрытия дефицита бюджета вместо увеличения расходной части.

Вторым таким заемщиком стало АИЖК, которое, по информации Debtwire, не смогло определиться с выбором организаторов размещения четырех выпусков облигаций общим объемом RUR28 млрд. по причине слишком малого числа поданных заявок. Как нам кажется, этого следовало ожидать. В условиях, когда облигации АИЖК торгуются на вторичном рынке при доходности более YTM 12.00%, размещение новых выпусков по приемлемой для эмитента ставке выглядит нетривиальной задачей. Кроме того, если АИЖК решит проводить новый конкурс, то это само по себе может отодвинуть размещение на пару месяцев, причем независимо от рыночных условий.

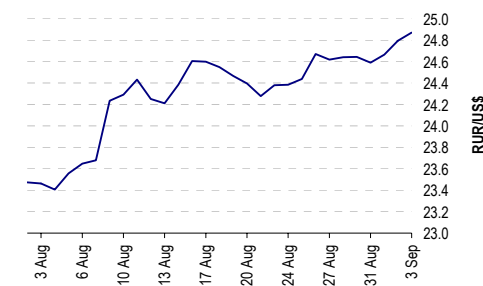
Обе новости можно считать умеренно позитивными как для бумаг эмитентов, так и для рынка в целом. Впрочем, другие качественные заемщики не дремлют. Так, вчера же Газпромбанк объявил о размещении в середине сентября выпуска облигаций объемом RUR10 млрд.

Выпуск со сроком до погашения 3 года будет иметь плавающую ставку MIACR 3M + 2.75-3.00%, но не превышающую 11.00%, что в существующих условиях выглядит довольно привлекательно и может найти своих покупателей. А с учетом немаленького объема это самым непосредственным образом скажется на доходности других бумаг первого эшелона, в первую очередь, банков. Кроме того, с окончанием сезона отпусков можно ожидать активизации и других крупных заемщиков...

Сегодняшнее размещение ОФЗ

Сегодня состоится размещение двух выпусков **ОФЗ 46022** объемом RUR9 млрд. и **ОФЗ 25063** объемом RUR6 млрд. Оба выпуска не отличаются высокой ликвидностью на вторичном рынке, вследствие чего вряд ли на них будет какой-то спекулятивный спрос. Кроме того, даже если Минфин предоставит премию к новой кривой ОФЗ, мы бы не рекомендовали пользоваться моментом, не исключено, что рост доходности в данном сегменте продолжится.

Курс рубль/доллар



Ставка overnight (максимум, bid)



Владимир Брагин, vladimir.bragin@trust.ru
☎ 647-25-95



ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

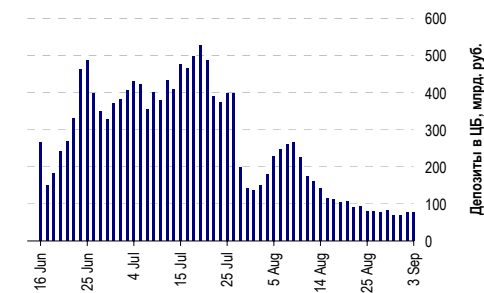
Приток ликвидности вчера продолжился, и в систему поступило порядка RUR42 млрд., что большей частью ушло на сокращение задолженности по РЕПО. Ставки на денежном рынке на этом фоне еще немного снизились, составив 6.25-6.50% на начало дня и 5.25-5.75% ближе к его середине. Сумма остатков средств на корсчетах и депозитах достигла RUR756.1 млрд.

Несмотря на это, на аукционах РЕПО с ЦБ участники вели себя почти так же, как и в понедельник: в первую сессию они выбрали почти весь лимит – RUR125 млрд., взяв RUR124.3 млрд., во вторую сессию объем заимствований оказался минимальным – около RUR0.2 млрд. Нужно отдать должное, участники понемногу учатся жить по новым правилам – вчера средневзвешенная ставка во время первой сессии составила около 7.05%, вместо 7.12% днем ранее. Это, впрочем, все равно заметно выше ставок на денежном рынке, участники пока предпочитают перестраховываться.

В ближайшее время ситуация с ликвидностью продолжит улучшаться. Сегодня на рынок должны прийти деньги от вчерашнего размещения временно свободных бюджетных средств в размере RUR53.1 млрд. Другой хорошей новостью является то, что фонд ЖКХ увеличил объем завтрашнего размещения с RUR20 млрд. до RUR30 млрд. и срок депозитов до трех месяцев и полугодя вместо одного месяца и полугодя.

Владимир Брагин, vladimir.bragin@trust.ru
☎ 647-25-95

Депозиты в ЦБ РФ





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

БАНКИ И ФИНАНСЫ

КБ «Ренессанс Капитал» (В1/В-В-) публикует отчетность за 1-е полугодие 2008

Вчера один из самых активных игроков российского рынка банковской розницы опубликовал неаудированную отчетность по МСФО за первое полугодие

КОММЕНТАРИЙ

Банк показывает опережающие рынок темпы роста. Увеличение кредитного портфеля составило 38% (до RUR52.8 млрд.), доля потребительских кредитов и остатков по кредитным картам увеличилась с 30% и 7.5% до 35% и 11% соответственно, тем самым потеснив экспресс-кредиты, доля которых снизилась с 43% до 36%. В отчетности банк сообщает, что на середину года доля кредитов, просроченных более, чем на 90 дней, составляет 4% от портфеля, однако на конец 2007 г. аналогичный показатель оценивается им в 3.3%. При этом норма резервирования остается на уровне 4.5-4.6%.

Банк все больше рассчитывает на средства от других кредитных организаций в качестве источника фондирования активных операций – депозиты банков увеличились до RUR4.4 млрд. (2007 г. – RUR123 млн.). Помимо ранее полученных RUR1.5 млрд. от швейцарского Pictet&Pie банк получил около RUR1 млрд. от Dresdner Bank Luxembourg, с графиком погашения с 2008 по 2010 год с возможностью досрочного погашения.

Обращаем внимание на то, что средства клиентов росли исключительно за счет депозитов физических лиц (+23% до RUR2.5 млрд.), в то время как средства корпоративных клиентов снизились на 1% (до RUR13 млрд.).

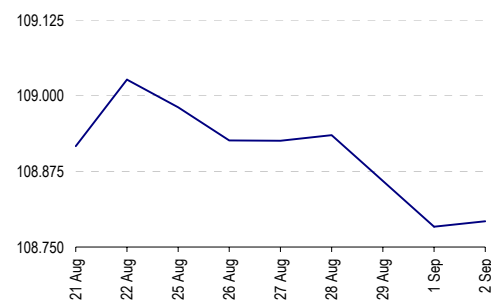
Отметим, что до конца года, по нашим оценкам, банку предстоит погасить около RUR7.7 млрд. срочных обязательств. Хотя банк и обладает достаточной ликвидностью (денежные средства и краткосрочные банковские депозиты составляют RUR4.4 млрд.), мы считаем, что большая часть обязательств будет рефинансирована, чтобы не приносить в жертву ударные темпы роста кредитного портфеля.

Таблица. Основные показатели КБ "Ренессанс Капитал"

МСФО, RUR млн.	2006	1П 07	2007	1П 08	Изм.*
Чистые процентные доходы	1 906	1 038	5 391	5 699	449%
Доходы от торговых операций	-1	80	-2	-28	-135%
Операционные доходы до резервов	1 958	693	7 215	6 121	784%
Расходы	-1 414	-437	-3 557	-2 898	563%
Резервы	-1 154	-417	-3 246	-2 385	472%
Чистая прибыль	-499	-132	246	592	-549%
Денежные средства	512	15 502	4 907	4 168	-15%
Средства в банках	310	15	129	244	90%
Ценные бумаги	0	2 655	0	665	
Кредитный портфель, нетто	12 160	32 676	38 424	52 836	38%
Средства кредитных организаций	350	1 423	123	4 433	3501%
Депозиты физических лиц	648	13 482	2 024	2 498	23%
Средства корпоративных клиентов	2 389	25 305	13 061	12 986	-1%
Долговые ценные бумаги размещенные	7 119	8 640	17 470	21 674	24%
Собственный капитал	2 555	5 497	7 623	9 658	27%
Активы	14 170	54 977	45 536	60 471	33%
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	Н.д.	Отриц.	4.83%	15.63%	
Доходность активов (ROAA)	Н.д.	Отриц.	0.82%	2.05%	
Cost/income ratio	72.22%	63.10%	49.30%	47.34%	
Net interest margin (NIM)	Н.д.	Н.д.	12.04%	13.99%	
Норма резервирования по кредитам	3.76%	4.28%	4.51%	4.66%	
NPLs/Кредиты всего	9.53%	Н.д.	5.74%	4.00%	
Total capital adequacy ratio	18.10%	Н.д.	17.20%	Н.д.	
Собственный капитал/Активы	18.03%	10.00%	16.74%	15.97%	

*Изменение в отчете о прибылях и убытках отражает разницу между результатами за 1-е полугодие 2008 и 2007 годов, изменение в балансе отражает разницу между 30 июня 2008 и 31 декабря 2007
Источник: данные банка, оценки НБ «ТРАСТ»

Gazprom 13 Price





Мы считаем, что факт успешного привлечения заемных средств из различных источников в непростых текущих рыночных условиях является дополнительным свидетельством высокой оценки кредитного качества банка со стороны его кредиторов.

Констатируем, что прибыльность банка набирает обороты – по нашим оценкам, ROAE и ROAA выросли более чем в 3 раза по сравнению с результатами 2007 года (до 15.6% и 2.1% соответственно), эффективность деятельности также подтверждается дальнейшим снижением показателя «Cost/income», который составил 47%. Также отмечаем, что чистая процентная маржа продолжает расти, составив на середину года 14%. К тому же, согласно нашим оценкам, если бы штрафы за просроченную задолженность включались в расчет процентного дохода, маржа составила бы около 17% (ХКФБ: около 22% в 1-м квартале). Обращаем внимание, что успехи банка на розничном рынке могут вызвать повышенное внимание ФАС (как в случае с Русским Стандартом и ХКФ), что, на наш взгляд, может оказать негативное влияние на прибыльность.

Рублевые выпуски **Ренессанс Капитал-1** (УТМ 14.90%) и особенно **Ренессанс Капитал-3** (УТМ 14.45%), на наш взгляд, сейчас являются одними из самых привлекательных инструментов на рынке, учитывая их кредитное качество (подкрепленное также сильным акционером) и вхождение в список РЕПО ЦБ. Евробонд **RenCap CB 10** (УТМ 12.67%) является практически неликвидным, однако мы считаем, что в текущих условиях премия к **Russian Standart Bank 10** (УТМ 12.42%) является недостаточной.

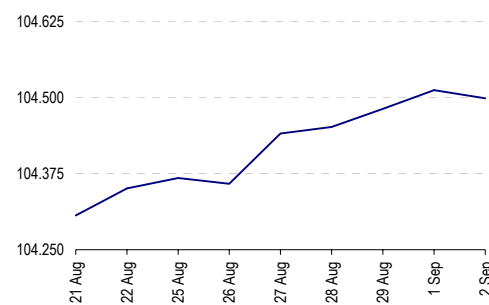
Алексей Демкин, alexey.demkin@trust.ru

☎ 608-20-38

Максим Бирюков, maksim.biryukov@trust.ru

☎ 789-36-09

Evraz 09 Price



ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Негативные новости для металлургов: НЛМК (Ba1/BBB-/BB+) думает о дебюте на рынке еврооблигаций

Вчера информационные агентства сообщили, что НЛМК объявила о возможности выпуска евробондов на сумму US\$1.2-2.0 млрд. для частичного рефинансирования сделки по покупке американского производителя стальных труб John Maneely Company стоимостью US\$3.53 млрд. и для погашения привлеченного ранее синдицированного кредита сроком на 5 лет в размере US\$1.6 млрд.

Сроки размещения не раскрываются.

КОММЕНТАРИЙ

Планы НЛМК по выходу на рынок еврооблигаций мы склонны рассматривать как негативный сигнал для держателей выпусков еврооблигаций Северстали и Евраз, который может вызвать давление на котировки, что мы вчера и наблюдали на рынке. По нашему мнению, кредитный риск компании сильнее, чем у конкурентов, и если НЛМК все же решится выйти на рынок с еврооблигациями, «справедливая» доходность должна быть ниже, чем у конкурентов.

На наш взгляд, НЛМК (Ba1/BBB-/BB+) характеризуется крепким кредитным профилем, что находит отражение в самой сильной комбинации кредитных рейтингов среди российских металлургических компаний, таких как Северсталь (Ba2/BB/BB), Евраз (Ba3/BB-/BB) и ММК (Ba2/BB/BB).

Обратим внимание, что рост аппетита НЛМК к приобретениям пока не пугает рейтинговые агентства. Так, например, S&P отмечает, что в рейтинге учитывается возможность повышения долга в результате M&A, при этом соотношение «Долг/ЕБИТДА» не должно превысить уровень 1.0x. По оценкам агентства, приобретение сталелитейной компании John Maneely Co. за US\$3.53 млрд. (при отсутствии долга на приобретаемой компании) не повлияет на рейтинги НЛМК, поскольку возможное увеличение долговой нагрузки в связи со сделками по поглощениям уже учтено в рейтинге и отношение «Долг/ЕБИТДА» НЛМК составит около 1.0x (pro forma).

К недостаткам компании можно отнести недостаточную обеспеченность производства собственной рудой и коксом. К плюсам – близость к портам и европейским рынкам.

Относительно данных за 2007 г., объем выручки за данный период достиг US\$7.7 млрд., показатель «ЕБИТДА» – US\$3.4 млрд., при этом операционная рентабельность на конец 2007 г. составила 44%, что выше, чем у Северстали и Евраз. Однако в 1П 2008 г. компании пришлось частично пожертвовать рекордным для стального рынка уровнем



рентабельности ради расширения масштабов деятельности и завоевания новых рынков, по итогам 1П 2008 г. показатель снизился до 39%. Более 80% в структуре выручки приходится на стальной сегмент, горнодобывающий и коксохимические занимают около 7%.

В структуре производственных затрат более 30% приходится на железорудное сырье, кокс и уголь. Таким образом, компания существенно зависит от колебания цен на основное сырье. По результатам первого полугодия темпы увеличения затрат превысили рост выручки, при этом благоприятная ценовая конъюнктура на рынке стали позволила сгладить негативный эффект и продемонстрировать лучшие результаты.

Уровень долговой нагрузки «Долг/ЕБИТДА» является самым низким по отрасли, на конец 2007 г. – 0.47х. Приобретение «Макси Групп» и американских трубных активов John Manthey Company привело к росту долга. Для финансирования сделки был привлечен синдицированный кредит на US\$1.6 млрд. На конец 1П 2008 г. показатель долговой нагрузки «Долг/ЕБИТДА» оценивается нами на уровне 0.41х. Дальнейшее привлечение заемных средств на рынке капитала, разумеется, приведет к росту задолженности, однако по данному показателю компания все равно останется лидером.

Severstal 14 Price

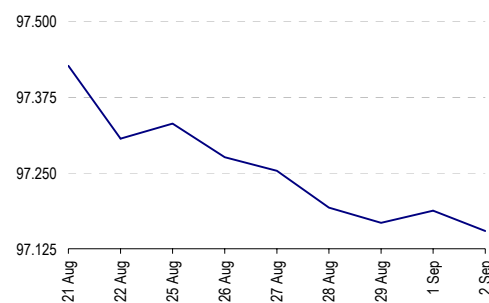


Таблица. Финансовые показатели компании металлургического сектора

US\$ млн.	НЛМК (Ba1/BBB-/BB+) US GAAP			Северсталь (Ba2/BB/BB) МСФО	Евраз (Ba3/BB-/BB) МСФО	
	2006	2007	1П 08	2007	2007	1П 08
Выручка	6 046	7 719	5 884	15 245	12 808	10 726
ЕБИТДА	2 601	3 406	2 316	3 680	4 221	3 703
Чистая прибыль	2 066	2 247	1 531	1 974	2 217	2 091
Совокупный долг	297	1 610	1 685	3 327	6 665	10 215
Чистый долг	-368	455	360	1 780	6 338	9 327
Собственный капитал	6 809	8 992	10 604	10 211	6 357	7 607
Всего активы	8 717	13 076	15 112	16 717	16 380	24 234
Показатели						
ЕБИТДА margin (%)	43.03	44.12	39.36	24.14	32.96	34.52
ЕБИТДА/проценты (x)	57.45	49.36	35.62	12.77	10.32	12.47
Долг/ЕБИТДА (x)	0.11	0.47	0.41	0.90	1.58	1.74
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	-0.14	0.13	0.09	0.48	1.50	1.59
Долг/Собственный капитал (x)	0.04	0.18	0.16	0.33	1.05	1.34

Источник: Данные компании, оценки НБ «Траст»

Алексей Демкин, alexey.demkin@trust.ru

☎ 608-20-38

Татьяна Днепровская, tatyana.dneprovskaya@trust.ru



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения / oferty	УТМ / УТР, %
ЛСР, 2	5000	13.25	5 / 1.5	NA / 13.69
Синтерра, 1	3000	11.00	5 / 2	NA / 11.30
Крайинвестбанк, 1	600	12.30	3 / 1	NA / 12.68
Сибирьтелеком, 8	2000	9.75	5 / 1.5	NA / 9.99
Европлан	2000	14.50	3 / 2	NA / 15.03
Вестер-Финанс, 1	1500	15.25	3 / 1	NA / 15.83
Хортекс-Финанс	1000	13.00	5 / 3.5	NA / 13.42
Новые Горизонты, БО-2	100			13.79
Амет-Финанс	2000	12.50	5 / 1	NA / 12.89
ТГК 2, 1	4000	10.95	3 / 1	NA / 11.24

Ближайшие выпуски

Ориентир. дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения / oferty
8 сен 08	ТК Финанс, 2	1000	12.60	
2 окт 08	Ярославская обл., 34008, 2тр	800	TBD	3

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 сентября	Акцизы, ЕСН, страховые взносы
22 сентября	НДС
25 сентября	Акцизы, НДСПИ
29 сентября	Налог на прибыль

Ближайшие oferty

Ближайшая oferta	Название выпуска	Объем RUR млн	Текущий купон	Новый купон	Следующая oferta / погашение
4 сен 08	СЗЛК	1 000	11.5	11.5	2 мар 10
4 сен 08	ЦентрТелеком-5	3 000	8.09	9.3	30 авг 11
9 сен 08	БелГранКорм	700	15	11	2 дек 08
9 сен 08	МИАН	2 000	12.37	13	TBD
9 сен 08	Ренессанс Капитал КБ-1	2 000	10.45	14.5	2 мар 10
10 сен 08	Медведь	750	12.8	15.1	2 сен 09
11 сен 08	ЛОМО-3	1 000	12.5	15.5	11 мар 09
11 сен 08	Макромир Финанс-1	1 000	14	14	4 мар 09
12 сен 08	ЭрконПродукт	1 200	12	17	16 мар 09
17 сен 08	КМПО	1 000	9.3	11.3	16 мар 10
18 сен 08	Карусель	3 000	9.75	TBD	TBD
18 сен 08	СибирьТелеком-6	2 000	7.85	TBD	TBD
18 сен 08	ТАИФ	4 000	8.42	8.42	9 сен 10
18 сен 08	ХФ Банк-3	3 000	9.45	TBD	TBD
19 сен 08	КАМАЗ-2	1 500	8.45	TBD	TBD
19 сен 08	Русский Стандарт-5	5 000	8.5	13	17 сен 09
22 сен 08	ГлавМосСтрой-2	4 000	10	13	23 мар 09

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Департамент исследований долговых рынков

Телефон +7 (495) 608-22-78
Факс +7 (495) 647-23-85
E-mail research.debtmarkets@trust.ru

Кредитный анализ +7 (495) 608-20-38

Алексей Дёмкин, CFA
Николай Минко
Максим Бирюков
Татьяна Днепровская
Юрий Тулинов

Стратегический анализ +7 (495) 608-20-24

Павел Пикулев
Владимир Брагин
Александр Цуриков

Департамент макроэкономического и количественного анализа

Евгений Надоршин +7 (495) 608-20-18
Тимур Семенов +7 (495) 608-20-39
Андрей Малышенко

Выпускающая группа +7 (495) 608-20-59

Татьяна Андриевская
Петр Макаров
Питер Спинелла

Департамент торговли

Телефон +7 (495) 647-25-95
Факс +7 (495) 647-28-77
E-mail sales@trust.ru

Андрей Миронов +7 (495) 647-25-97
Роман Приходько +7 (495) 789-99-06

Департамент клиентской торговли

Валентина Сухорукова +7 (495) 647-25-90
Себастьян де Толомес де Принсак
Юлия Тонконогова

Департамент РЕПО и производных инструментов

Наталья Храброва +7 (495) 789-36-14
Варвара Пономарёва +7 (495) 789-98-29

Департамент клиентской торговли акциями

Светлана Голодинкина +7 (495) 647-98-72
Адам Бринкли-Сванберг +7 (495) 540-69-84
Ян Чандра +7 (495) 789-36-12
Людовик Роше

Департамент исследований рынка акций +7 (495) 789-36-19

Александр Якубов Дмитрий Сергеев
Андрей Клапко Владимир Сибиряков
Тимур Салихов

Департамент торговли акциями

Владимир Спорыньин +7 (495) 789-36-12
Илья Талашев

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OVB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: <http://www.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. Представленные 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 АКБ «ТРАСТ» («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерланды, 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 Департамента исследований долговых 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 ценному 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 Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.