

Рублевые выпуски

YTM, %	знач.	Изменение, б.п.		YTD
		за ден.	за мес.	
ОФЗ 46020	8.1	15	6	11
Газпром-11	6.8	-	51	(73)
Вымпелком-6/7	8.3	-	(12)	(23)

Сырьевые рынки

	знач.	Изменение, %		YTD
		за ден.	за мес.	
Золото, \$/унция	1 785.7	1.1	12.1	25.7
Urals, \$/барр.	109.0	(0.4)	(6.9)	18.2
S&P Металлы, инд.	1 819.7	(0.4)	(8.1)	(8.7)
S&P C/x прод., инд.	804.6	1.1	0.8	(2.6)

Денежный рынок

RUB млрд.	знач.	Изменение		YTD
		за ден.	за мес.	
REPO in CBR	1.3	0.7	(12.9)	90 489.0
Corr Accounts	765.1	(5.8)	7.1	(229.6)
Deposits in CBR	296.9	(64.0)	(36.1)	(336.3)

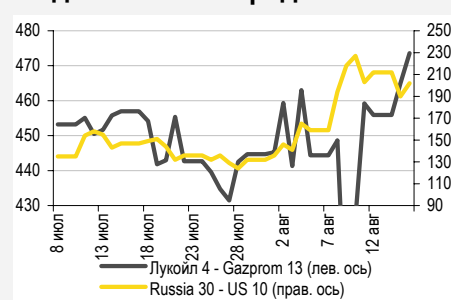
	знач.	Изменение, б.п.		YTD
		за ден.	за мес.	
NDF 1Y, %	4.91	-	33	-
MOSPrime O/N, %	3.86	-	12	211

USD RUB	знач.	Изменение, %		YTD
		за ден.	за мес.	
USD RUB	28.68	0.2	2.1	(6.1)

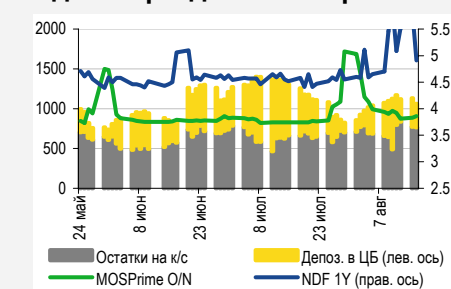
Индексы

б.п.	знач.	Изменение, б.п.		YTD
		за ден.	за мес.	
Russia 30 - UST 10	202.0	12	55	49
EMBI + Spread	366.0	6.0	51.9	77.5

Индикативные спреды



Индикаторы денежного рынка



Источники: РТС, ММВБ, Bloomberg, оценки УРАЛСИБа

СТРАТЕГИЯ

ВНЕШНИЙ РЫНОК

Начинается публикация данных по инфляции США – сегодня выйдет индекс цен производителей за июль. Вчера мировые рынки немного снизились. Статданные из США были вполне хорошими, кроме того, Fitch подтвердило рейтинг страны на наивысшем уровне, однако новости из Европы оказались разочаровывающими. *стр. 2*

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

Сегодня Минфин предложит инвесторам шестилетние ОФЗ 26206 объемом 25 млрд руб. Мы рекомендуем принять участие в аукционе. ОФЗ 26206 – один из наших фаворитов за счет своего положения на кривой. *стр. 3*

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ситуация с ликвидностью в банковской системе не подвержена влиянию драматичных движений на рынках акций, колебания в уровне ликвидности происходят в соответствии с регулярными тенденциями. После уплаты страховых взносов ликвидность восстановилась, ставки МБК изменились незначительно. Сегодня ожидается поступление дополнительных средств в банковскую систему после состоявшегося накануне размещения средств Минфина. *стр. 4*

МАКРОЭКОНОМИКА

Индекс цен производителей в России упал на 1% за июль, а годовой рост показателя замедлился до 16,1% за счет снижения цен на сырье и в секторе производства и распределения электроэнергии, газа и воды. Мы ожидаем, что по итогам года ИЦП вырастет на 12,1%. *стр. 5*

НОВОСТИ ЭМИТЕНТОВ

Банк НФК (В/ВЗ)

Банк опубликовал неаудированные результаты за 1 п/г 2011 г., отразившие по-прежнему высокие темпы роста активов, которые на этот раз были достигнуты за счет значительного снижения ЧПМ. Между тем основные положительные стороны кредитного профиля – высокий показатель достаточности капитала, хорошая балансовая ликвидность, а также поддержка со стороны УРАЛСИБа – остались без изменений и указывают на большую инвестиционную привлекательность рублевого выпуска НФК-БО1, особенно в свете наблюдавшихся на рынке в последнее время продаж. *стр. 6*

Еврохим (ВВ/-/ВВ)

Еврохим представил неплохие финансовые результаты за 2 кв. 2011 г. Облигации компании могут заинтересовать консервативных инвесторов, делающих ставку на радикальное изменение конъюнктуры на мировых площадках. Обращающийся выпуск евробондов предлагает привлекательный уровень доходности при удержании до погашения. *стр. 6*

РУСАЛ (NR)

Компания объявила о согласовании основных условий рефинансирования кредита Сбербанка объемом 4,6 млрд долл. Новость выглядит логичным продолжением заявленных планов компании полностью реструктуризировать задолженность до 30 сентября 2011 г. *стр. 7*

ЛУКОЙЛ (ВВВ-/ВВВ)

ЛУКОЙЛ сообщил о выплате дивидендов за 2010 г. в размере свыше 50 млрд руб. (более 1,7 млрд долл.). По нашему мнению, наиболее привлекательно из бумаг эмитента выглядят LUKOIL'19 и ЛУКОЙЛ 04. *стр. 7*

РЖД (ВВВ/ВВВ)

Компания опубликовала не слишком впечатляющие результаты за 1 п/г по РСБУ. Ограничения роста тарифов естественных монополий продолжают негативно сказываться на рентабельности национального перевозчика, однако его финансовый профиль остается устойчивым. Выпуски с плавающим купоном приобретают актуальность. *стр. 8*

ГАЗПРОМБАНК (ВВ+/ВВВ)

Газпромбанк сообщил о досрочном погашении синдицированного кредита на сумму 900 млн долл., первоначально предполагавшегося к погашению лишь в сентябре 2013 г., за счет средств от нового синдицированного кредита объемом 1,2 млрд долл. *стр. 9*

СТРАТЕГИЯ

Внешний рынок

Начинается публикация данных по инфляции США. Сегодня в США выходит индекс цен производителей за июль. Согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, рост показателя составил 0,1% за месяц. Завтра статистику по инфляции дополнят данные о потребительских ценах, и тогда уже сложится общая картина. Говорить об ускорении инфляции в США пока рано, тем не менее мы прогнозируем такое развитие событий по мере восстановления американской экономики и, как следствие, ожидаем роста доходностей казначейских облигаций. Вторник глобальные рынки завершили в минусе, в среднем снижение составило 1%. Стоит отметить, что опубликованная вчера статистика по промпроизводству и рынку недвижимости США оказалась вполне неплохой, кроме того, рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг страны на максимальном уровне со стабильным прогнозом, но картину подпортила Европа. Во-первых, рост европейской экономики во втором квартале составил всего 0,2% (а не на 0,3%, как ожидалось) и, соответственно, замедлился с 2,5% до 1,7% год к году, а ведущая экономика ЕС, Германия, вообще выросла лишь на 0,1% за квартал, и годовые темпы ее роста упали с 5% до 2,8% (правда, после очень успешного первого квартала). Во-вторых, разочарование вызвали итоги встречи Ангелы Меркель и Николя Саркози, в ходе которой было принято решение не выпускать общеевропейские облигации, обеспеченные гарантиями 17 стран, а кроме того, поступило предложение о введении налога на финансовые операции. Впрочем, на встрече обсуждалась также идея создания общеевропейского финансового правительства. На наш взгляд, эта идея неплохая, ее удачная реализация позволила бы скоординированно принимать решения и осуществлять более строгий надзор за госфинансами участников ЕС, что в будущем могло бы помочь устранить неоправданные фискальные дисбалансы.

Евробонды: без единого тренда. Вчера спред индикативного суверенного выпуска Russia'30 к 10UST вновь превысил 200 б.п., расширившись по итогам торговой сессии на 13 б.п. до 204 б.п., при этом цена Russia'30 упала на 28 б.п. до 118,6 % от номинала, а доходность 10UST снизилась с 2,31% до 2,22%. В целом движение котировок еврооблигаций было разнонаправленным, единого тренда не сложилось. В суверенном сегменте была отмечена попытка некоего роста, однако на общем фоне плохо смотрелись рублевые бумаги Russia'18, упавшие в цене на 152 б.п. до 142% от номинала. Евробонды Газпрома закрылись в целом нейтрально, некоторые длинные выпуски даже немного подорожали. Бумаги ЛУКОЙЛА продемонстрировали рост в среднем на 15 б.п., цены выпусков НОВАТЭКа немного снизились из-за продаж в короткой бумаге, а выпуски ТНК-ВР прибавили в стоимости в среднем 10 б.п. Выпуски Евраз и Северстали двигались разнонаправленно: первые прибавили в цене в среднем 15 б.п. за счет сильного спроса на длинный выпуск, тогда как вторые закрылись с незначительными потерями. Евробонды Вымпелкома оказались во власти продавцов и подешевели в среднем на 15 б.п. В бумагах банковского сектора динамика была смешанной, и общий результат оказался нейтральным. Хорошо смотрелись выпуски Газпромбанка, которым удалось подорожать в среднем на 15 б.п. Азиатские фондовые площадки, так же как и фьючерсы на американские фондовые индексы, в настоящее время движутся в разных направлениях, ждем открытия торгов в России на уровнях предыдущего дня.

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

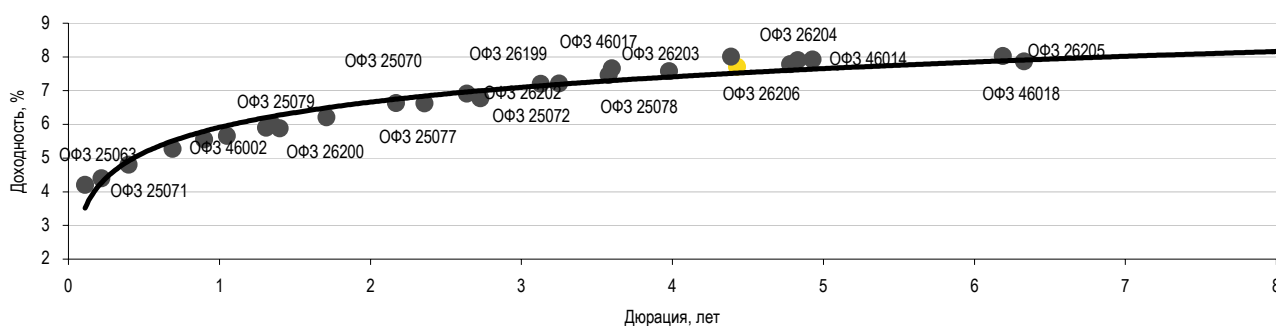
Внутренний рынок

Рекомендуем участвовать в аукционе по ОФЗ 26206. Сегодня Минфин проведет традиционный аукцион по доразмещению ОФЗ. На этот раз инвесторам будут предлагаться шестилетние ОФЗ 26206 на 25 млрд руб. Напомним, что предыдущий аукцион по данному выпуску прошел сравнительно недавно, 20 июля. Его итоги были весьма успешными: при спросе, превысившем предложение вдвое, финансовому ведомству удалось привлечь весь намеченный объем средств – 25 млрд руб. Вчера Минфин опубликовал ориентир, согласно которому сегодня рассчитывает увидеть доходность бумаги в диапазоне 7,6–7,7%. По итогам вчерашней торговой сессии ОФЗ 26206 практически не изменились в цене, доходность составила 7,71%. Таким образом, Минфин не предлагает рынку премии, а наоборот, хочет небольшого дисконта – в размере всего 1 б.п. по верхней границе ориентира. Это тем более незначительно в сравнении с аукционом прошлой недели, когда дисконт составлял порядка 30 б.п., в результате чего спрос был крайне низким и удалось продать бумаг всего лишь на 25 млн руб. при запланированных 20 млрд руб. Сегодня спрос должен быть поддержан средствами, которые получили банки в ходе вчерашнего аукциона по размещению временно свободных

средств бюджета. Вчера финансовое ведомство направило на банковские депозиты 80 млрд руб., хотя спрос был почти вдвое больше. Мы считаем, что столь солидный спрос, да и объем размещения связаны с желанием кредитных организаций подстраховаться на случай нехватки ликвидности, однако ставки денежного рынка остаются стабильными, а уровень свободной ликвидности сегодня должен начать восстанавливаться после периода обязательных налоговых платежей. Так что особого дефицита ликвидности мы не ждем. Возвращаясь к ОФЗ 26206, стоит обратить внимание на расположение бумаги относительно кривой ОФЗ. На первый взгляд премия к кривой небольшая (всего порядка 7 б.п.), и с этой точки зрения на рынке есть куда более интересные облигации. Тем не менее мы рекомендуем инвесторам принять участие в аукционе: ОФЗ 26206 – один из наших самых любимых выпусков на рынке, поскольку лежит на самом крутом отрезке кривой и позволяет получать доход за счет простого скатывания по ней.

ОФЗ 26206 привлекательны за счет своего расположения на кривой

Кривая доходностей ОФЗ



Источник: ММВБ

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

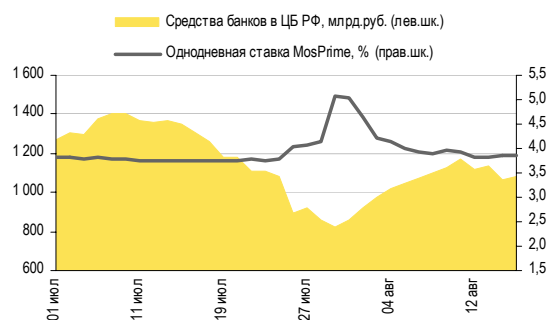
ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Ликвидность вновь растет после кратковременного снижения

Пока рынки акций лихорадит, текущие процессы в банковской системе следуют своим привычным циклам. Вчера уровень ликвидности с легкостью восстановился, повысившись на 23,7 млрд руб., после уплаты страховых взносов. Остатки на корсчетах кредитных учреждений в ЦБ увеличились на 30,3 млрд руб. до 795,4 млрд руб., депозиты банков в ЦБ сократились на 6,6 млрд руб. до 290,3 млрд руб. Краткосрочные ставки МБК не изменились: индикативная ставка MosPrime по однодневным кредитам осталась на уровне 3,86%, недельная ставка MosPrime по-прежнему составляет 4%. Диапазон колебаний прочих ставок MosPrime ограничился рамками -2/+1 б.п. Вчера Минфин разместил на депозитах банков временно свободные бюджетные средства в размере 65 млрд руб. из предложенных 80 млрд руб. по ставке 4,37% годовых, что на 37 б.п. ниже уровня предыдущего размещения, состоявшегося неделей ранее. Сегодня ожидается поступление этих средств в банковскую систему, что поддержит уровень совокупной ликвидности. С другой стороны, сегодня Минфин проведет аукцион по размещению ОФЗ на сумму 25 млрд руб., и это способно абсорбировать часть средств банковской системы.

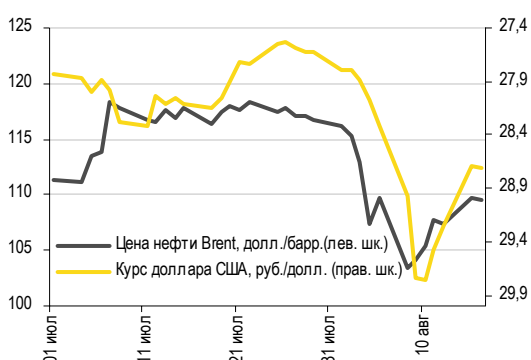
Рубль вчера укрепился против бивалютной корзины, которая подешевела на 4 копейки до 34,39 руб. Эти изменения были обусловлены снижением курса евро против рубля на ММВБ на 11 копеек до 41,34 руб./евро. Курс доллара практически не изменился, повысившись всего на 1 копейку до 28,71 руб./долл. Индекс доллара накануне поднялся на 0,2% и сегодня торгуется без изменений. Цены на нефть сегодня также почти не меняются: Brent стоит 109,5 долл./барр., WTI торгуется по 87,3 долл./барр. Золото вчера подорожало на 1,2%, но сегодня стабилизировалось вблизи отметки 1 785 долл./унция. Японская иена вновь растет, с начала сегодняшней сессии она укрепилась на 0,2% относительно уровня вчерашнего закрытия и котируется по 76,7 иены/долл. Спокойная обстановка на валютном и сырьевом рынках вкупе с оптимизмом инвесторов на фоне опубликованных вчера в США позитивных макроэкономических данных создают предпосылки для укрепления рубля. Сегодня мы ожидаем роста российской валюты до уровня 28,60–28,50 руб./долл.

Совокупные средства банков в ЦБ РФ, млрд руб., и однодневная ставка MosPrime, %



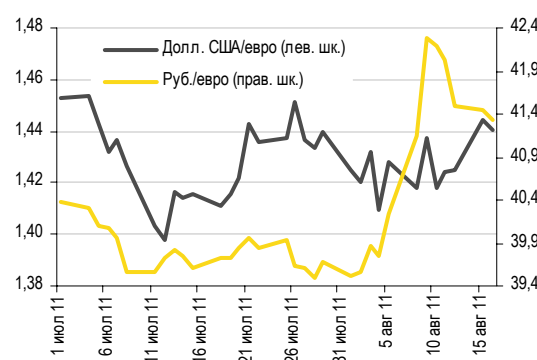
Источники: ЦБ РФ

Курс руб./долл. и цена барреля нефти Brent, долл.



Источники: Bloomberg, ММВБ

Курс евро относительно доллара США и рубля



Источники: Bloomberg, ММВБ

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
 Наталья Майорова, mayorovang@uralsib.ru
 Наталия Березина, berezinana@uralsib.ru

МАКРОЭКОНОМИКА

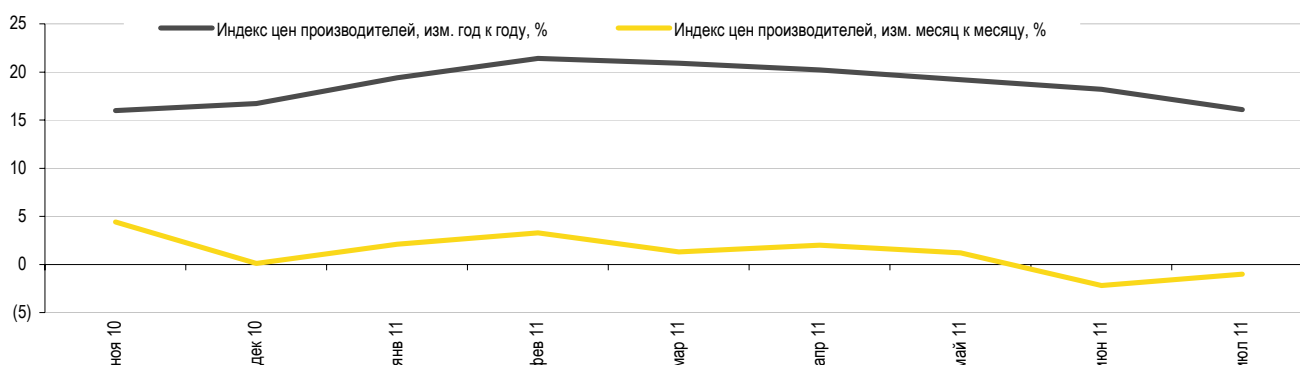
Еще одно снижение: ИЦП в июле упал на 1% по сравнению с июнем

Рост цен производителей замедлился до 16,1% год к году... В июле, как и месяцем ранее, была зафиксирована отрицательная динамика цен производителей: ИЦП снизился на 1% к предыдущему месяцу, таким образом, относительно уровня годичной давности темпы роста показателя упали до 16,1% по сравнению с 18,6% в июне. Об этом вчера сообщил Росстат. Значение ИЦП оказалось ниже наших ожиданий (+0,5% месяц к месяцу) и консенсус-прогноза (+0,7% месяц к месяцу).

...в связи со снижением цен на сырье и цен в секторе производства и распределения электроэнергии, газа и воды. Снижение ИЦП по отношению к предыдущему месяцу и замедление его роста относительно уровня годичной давности обусловлено двумя факторами. Во-первых, продолжило дешеветь сырье: за месяц цены в этом сегменте снизились на 3,3%, а по сравнению с соответствующим периодом 2010 г. темпы роста упали до 27,5%, тогда как в июне они составляли 35,4% год к году. Прежде всего такая динамика объясняется падением нефтяных цен на 4,8% месяц к месяцу. Кроме того, свою лепту внесли цены на железную руду, снизившиеся на 4,3% месяц к месяцу. Второй причиной снижения ИЦП в июле стала отрицательная динамика цен в секторе производства и распределения электроэнергии, газа и воды: за месяц они уменьшились еще на 3,4%, а в сравнении с уровнем годичной давности их рост замедлился до 7,5% против 12,7% в июне. Цены в обрабатывающем секторе промышленности выросли всего на 0,3% месяц к месяцу за счет повышения цен на азотные удобрения на 6,1% месяц к месяцу, однако по сравнению с июлем 2010 г. рост цен в обрабатывающих отраслях замедлился до 14,1% с 14,4% в июне.

Рост ИЦП год к году замедлился благодаря снижению цен в июле относительно июня

Динамика индекса цен производителей



Источники: Росстат

В результате снижения цен на сырье темпы роста ИЦП на конец года упадут до 12,1%. В июле цены во всех подотраслях упали относительно уровня годичной давности, что однозначно является позитивным фактором. Согласно нашему текущему макропрогнозу, цены на нефть к концу года опустятся в коридор 90–100 долл./барр., в основном по причине снижения спекулятивного спроса. В результате произошедшего на рынках обвала, вызванного понижением рейтинга США и прежде всего опасениями, связанными с ухудшением мировой экономической конъюнктуры, цены на «черное золото» в ближайшие месяцы также будут оставаться под давлением. Мы не ожидаем их падения ниже 90 долл./барр. в связи с высоким спросом на нефть со стороны Китая и Индии, а также необходимостью поддержания приемлемого уровня бюджетных доходов основных добывающих стран. Мы подтверждаем наш прогноз, предполагающий дальнейшее замедление роста ИЦП до 12,1% по итогам 2011 г.

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

НОВОСТИ ЭМИТЕНТОВ

Банк НФК (В/ВЗ)**Стремительное расширение факторингового портфеля. Заметное давление на ЧПМ**

Высокие темпы роста факторингового портфеля сохраняются. Национальная Факторинговая Компания опубликовала неаудированные консолидированные результаты за 1 п/г 2011 г. Совокупный факторинговый портфель год к году увеличился на 95% и достиг 345 млн долл. Таким образом, активное расширение бизнеса, наблюдавшееся во 2 п/г 2011 г., получило продолжение.

[...]

Выпуск НФК-БО1 весьма привлекателен после недавних продаж. Когда выпуск НФК-БО1 торговался с доходностью к оферте, равной 9,75%, мы неоднократно писали о том, что рынок недооценивает кредитный профиль НФК. После продаж, последовавших за понижением рейтинга США, данная бумага потеряла более 50 б.п. от своей цены, и теперь ее доходность к оферте составляет 10,6%, что мы считаем весьма хорошей возможностью для покупки. Кроме того, существует большая вероятность попадания данного выпуска в список А1 на ММВБ, что к хорошей доходности добавляет еще и спекулятивный потенциал роста.

См. публикации по теме:

Март 25, 2011, Банк НФК – Первичное размещение

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110325_FI_NFC_Primary%20Placement.pdf?docid=10171&lang=ru

Полный комментарий будет опубликован в ближайшее время.

Дмитрий Дудкин, CFA, dudkindi@uralsib.ru

Еврохим (ВВ/-/ВВ)**Компания представила финансовые показатели по МСФО за 2 кв. 2011 г.**

Еврохим представил неплохие финансовые результаты. Выручка компании за 2 кв. 2011 г. составила 30,87 млрд руб., увеличившись на 29,8% год к году на фоне высокого спроса на удобрения, что способствовало росту сбытовых цен. Показатель EBITDA во 2 кв. 2011 г. составил 11,26 млрд руб., увеличившись на 49% год к году, а рентабельность выросла до 36,5% против 31,8% годом ранее. Чистая прибыль Еврохима выросла почти в четыре раза относительно уровня годичной давности до 9,54 млрд руб., чему, помимо операционных результатов, способствовало признание прибыли от продажи акций K+S Group в размере 752 млн руб., а также отсутствие негативного влияния курсовых разниц, подпортившего чистый результат 2 кв. 2010 г. Общий долг компании за последние три месяца увеличился на 11,5% до 42,49 млрд руб., а чистый долг – на 33% до 33,95 млрд руб. Коэффициент Чистый долг/EBITDA незначительно повысился – до 0,85 на конец 2 кв. 2011 г. с 0,72 на конец 1 кв. 2011 г.

[...]

Облигации компании могут быть интересны. В целом мы высоко оцениваем кредитный профиль Еврохима. Находящийся в обращении выпуск еврооблигаций, торгующийся с доходностью 5,25% при дюрации 0,57 года, может быть интересен для удержания до погашения, если инвесторам представится возможность (ввиду ограниченной ликвидности) приобрести его на сравнимых уровнях. Еще недавно до начала активной распродажи на рынках он торговался с доходностью около 3%. Рублевые выпуски Еврохима торгуются со средним спредом к ОФЗ в размере 80–100 б.п., что ниже, чем в июле, и, скорее всего, обусловлено тем обстоятельством, что в период массового сброса активов невысокая ликвидность бондов Еврохима сослужила им добрую службу, предотвратив серьезное падение котировок. Текущие уровни, на наш взгляд, не очень привлекательны с точки зрения спекулятивной игры – в настоящий момент облигации многих компаний металлургического сектора предлагают более высокие доходности при сопоставимых рейтингах. С другой стороны, кредитный профиль Еврохима выглядит более консервативным, и, в случае серьезных изменений на глобальных рынках, облигации компании представляются более надежными.

Полный комментарий будет опубликован в ближайшее время.

Андрей Кулаков, CFA, FRM, kulakovan@uralsib.ru

РУСАЛ (NR)

Согласованы основные условия рефинансирования кредита Сбербанка

Реструктуризация задолженности РУСАЛа идет в соответствии с графиком. Во вторник РУСАЛ сообщил, что согласовал со Сбербанком изменение основных условий кредитного договора на сумму 4,58 млрд долл., заключенного 30 сентября 2010 г. Сделка уже была одобрена кредитным комитетом Сбербанка и теперь подлежит утверждению на совете директоров РУСАЛа. Согласно новым условиям, срок погашения кредита будет продлен до пяти лет – до 2016 г. (первоначальный срок погашения – декабрь 2013 г.), также будет отменена гарантия ВЭБа на половину суммы кредита «стоимостью» в 1,5%. Данная новость является логичным следствием объявленных РУСАЛОм планов полностью реструктуризировать задолженность до 30 сентября 2011 г., что позволит компании избавиться от большинства текущих кавенантов и начать выплачивать дивиденды.

Обвал котировок поменял расклад в облигациях металлургов. После распродажи последних недель более короткий выпуск РУСАЛа седьмой серии с дюрацией 2,26 года торгуется с доходностью 9,0%, что предполагает спред к бумагам Мечела около 60 б.п. и является вполне справедливым уровнем для эмитента, особенно учитывая изменившуюся конъюнктуру рынка и возросшие риски падения сырьевых цен. Более длинный выпуск восьмой серии с дюрацией 3,14 года торгуется с меньшей доходностью 8,80% и дисконтом к бумагам Мечела, что, на наш взгляд, неоправданно. Мы считаем, что сложившаяся ситуация во многом объясняется техническим неравномерным сокращением позиций в бумагах различных эмитентов – все же объем обращающихся займов РУСАЛа в разы меньше, чем у аналогов, – и полагаем, что скоро статус кво будет восстановлен.

Более подробные комментарии относительно целей рефинансирования и перспектив кредитного профиля компании приведены в ежедневных комментариях от 29 июня 2011 г.:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110629_FID.pdf?docid=10924&lang=ru

и 24 июня 2011 г.:

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110624_FID.pdf?docid=10894&lang=ru

Андрей Кулаков, CFA, FRM, kulakovan@uralsib.ru

ЛУКОЙЛ (ВВВ-/Ваа2/ВВВ-)

Бумаги недооценены

Ожидается высокие дивиденды. Вчера ЛУКОЙЛ сообщил о выплате дивидендов за 2010 г. в размере свыше 50 млрд руб. (более 1,7 млрд долл.), которые были одобрены на общем собрании акционеров, состоявшемся 23 июня 2011 г. ЛУКОЙЛ всегда выплачивает достаточно высокие дивиденды, составляющие в среднем примерно 20% чистой прибыли по US GAAP, и по сравнению с прошлым годом выплаты акционерам выросли приблизительно на 18%. Учитывая стабильно большой свободный денежный поток (6,9 млрд долл. по итогам 2010 г. и 2 млрд долл. в 1 кв. 2011 г.), эти расходы вряд ли приведут к ухудшению кредитного профиля компании.

Нейтральное событие для облигаций, бумаги по-прежнему привлекательны. Кредитное качество эмитента является одним из лучших среди российских нефтегазовых компаний, однако его еврооблигации в последнее время торгуются выше кривой Газпрома в среднем на 20 б.п., что, на наш взгляд, является слишком большой премией, особенно учитывая то, что исторически они торговались с гораздо более узкими спредами. По нашему мнению, наиболее привлекательно из еврооблигаций эмитента выглядит LUKOIL'19, предлагающий премию к кривой Газпрома более 30 б.п. Из рублевых бумаг сильно перепроданным представляется ЛУКОЙЛ 04, торгующийся по доходности существенно выше чуть более коротких НОВАТЭК БО-1, а также Газпром нефть БО-5 и БО-6.

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

РЖД (ВВВ/Ваа1/ВВВ)

Результаты 1 п/г по РСБУ

Выручка увеличилась на 10,8%, маржа продолжает сокращаться. Вчера ОАО «РЖД» опубликовало отчетность РСБУ, которая, хотя и существенно отличается от результатов холдинга по МСФО, все же позволяет оценить динамику его основных показателей в отчетном периоде. Кроме того, данные по российским стандартам постепенно, по мере продолжающихся продаж непрофильных активов и приватизации дочерних компаний РЖД, будут становиться все более актуальными. Выручка перевозчика за первые шесть месяцев года увеличилась на 10,8% (здесь и далее динамика дана относительно уровня годичной давности) до 645 млрд руб. Выручка от грузовых перевозок возросла на 7,8% до 499 млрд руб. на фоне роста грузооборота и грузовых тарифов на 10% и 8% соответственно. Доходы от пассажирских перевозок снизились на 90% до 3,3 млрд руб. Причиной стала передача данного бизнес-сегмента самостоятельному юридическому лицу – ОАО «ПГК» – с 1 апреля 2010 г. Рост себестоимости продаж на 12,7% стал основной причиной снижения EBITDA на 2,0% до 157 млрд руб., в результате рентабельность по EBITDA сократилась на 3,2 п.п. и составила 24,3%. Снижение чистой прибыли на 17,1% до 49 млрд руб. преимущественно обусловлено эффектом курсовых разниц. Отрицательная динамика, на наш взгляд, сохранится еще в течение нескольких отчетных периодов, пока государство ограничивает рост тарифов естественных монополий, которые едва превышают официальный показатель инфляции в стране.

Долговая нагрузка не вызывает опасений, но давление в среднесрочной перспективе сохранится в виду высокой потребности в инвестициях. Совокупный долг РЖД вырос с начала года на 12,6% до 342 млрд руб., что привело к росту показателя Чистый долг/EBITDA на 14 б.п. до 1,16. С учетом доступных в РСБУ данных по социальным обязательствам компании перед своими сотрудниками долговая нагрузка составит 1,28, а доля краткосрочного долга в совокупном – 17,8%. Таким образом, финансовый профиль компании остается достаточно благоприятным, однако мы прогнозируем в кратко- и среднесрочной перспективе постепенное повышение леввериджа, поскольку в ближайшие годы компании предстоит компенсировать за счет внушительных капиталовложений длительный период недоинвестирования в устаревшую инфраструктуру, и эти расходы будут значительно превышать доходы, получаемые РЖД от продажи активов. План капитальных затрат РЖД на 2011 г. составляет 349 млрд руб.

Основные финансовые показатели РЖД по РСБУ, млрд руб.

	2 009	6М10	2 010	6М11	Изм. 6М11 / 6М10
Выручка	1 050	582	1 195	645	10,8
ЕБИТДА*	235	160	293	157	(2,0)
Чистая прибыль	14	58	78	49	(17,1)
					Изм. 6М11 / 2010
Совокупный долг	327	333	304	342	12,6
Краткосрочный долг	30	35	43	34	(19,8)
Денежные средства	6	6	7	6	(18,8)
Чистый долг	321	326	297	337	13,3
Собственный капитал	2 972	3 087	3 160	3 246	2,7
Активы	3 675	3 674	3 819	3 916	2,5
Коэффициенты					
Норма EBITDA (%)	22,35	27,49	24,49	24,30	
EBITDA/проц. расходы	16,31	18,93	18,06	21,77	
Долг/EBITDA	1,40	1,13	1,04	1,18	
Чистый долг/EBITDA	1,37	1,11	1,02	1,16	
Долг/собств. капитал	0,11	0,11	0,10	0,11	

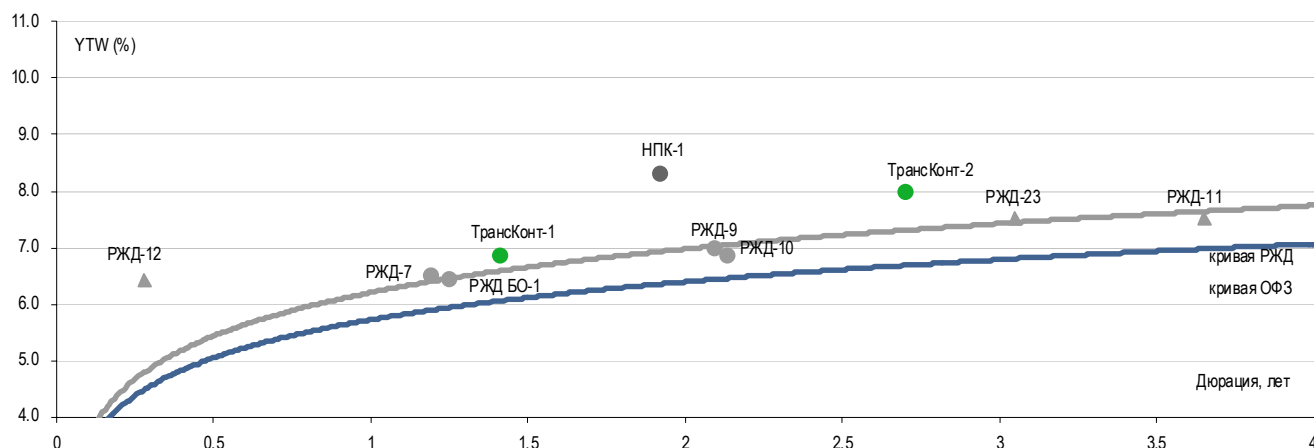
* без учета гос. субсидий

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Выпуски с плавающим купоном приобретают актуальность. Рублевые облигации РЖД нельзя назвать высоколиквидными, обычно они торгуются на одной кривой. Однако в период распродаж в начале августа короткий выпуск РЖД-12 (оферта в ноябре 2011 г.) несколько отстал от рынка и сейчас торгуется при довольно большом объеме торгов с доходностью 6,42% и с премией к ОФЗ на данном сроке, составляющей более 170 б.п., тогда как спред остальных выпусков не превышает 100 б.п. Кроме того, в условиях колебаний рынка особый интерес представляют выпуски с плавающей ставкой купона, по которым компания продолжает платить купон 9,75–11%. Однако мы не уверены, что их можно свободно найти на рынке. Долгосрочным инвесторам мы продолжаем рекомендовать выпуск еврооблигаций компании, номинированный в фунтах, RURAIL '31, который предлагает доходность 7,5%.

Выпуски с плавающим купоном приобретают актуальность

Рублевые облигации транспортных компаний по состоянию на 17 августа 2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru

Газпромбанк (ВВ+/Ваа3)

Банк гасит синдицированный кредит досрочно

Успешное рефинансирование. Вчера Газпромбанк сообщил о досрочном погашении синдицированного кредита на сумму 900 млн долл., срок погашения которого истекал лишь в сентябре 2013 г. Банк осуществил погашение за счет средств от нового синдицированного кредита в объеме 1,2 млрд долл., привлеченного в текущем месяце сроком на три года. Ставка по новому кредиту составила LIBOR+150 б.п., что на 100 б.п. ниже, чем по погашенному. Этот факт в очередной раз свидетельствует о том, что крупнейшим российским госбанкам в настоящий момент доступны привлекательные условия рефинансирования на международных рынках.

Недавно размещенный выпуск торгуется ниже номинала. Недавно размещенный и самый ликвидный рублевый выпуск банка Газпромбанк БО-2 в последние дни торгуется ниже номинала с доходностью порядка 7% на 35,6 месяца, и мы рекомендуем использовать эту возможность для покупок. Мы не видим привлекательных возможностей в еврооблигациях банка, которые торгуются со спредами к кривой долларовых свопов в размере около 500 б.п.

Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru

КАЛЕНДАРЬ ПРЕДСТОЯЩИХ СОБЫТИЙ

Долговой рынок

18 августа	Оферта Ростелеком-1 (2 млрд руб.).
22 августа	Погашение Натур Продукт – Инвест-3 (0,9 млрд руб.).
23 августа	Погашение АИЖК КО-2 (1 млрд руб.).
25 августа	Оферта Белон-Финанс-2 (2 млрд руб.).
26 августа	Оферта Медведь-Финанс БО-1 (1 млрд руб.).
29 августа	Погашение Калужская область-34002 (1,3 млрд руб.).
30 августа	Погашение Ростелеком-7 (3 млрд руб.). Погашение ОМЗ-5 (1,5 млрд руб.). Погашение ТГК-2, 1 (3,087 млрд руб.).
31 августа	Оферта Макромир-Финанс-1 (1 млрд руб.).
1 сентября	Оферта МРСК Юга-2 (6 млрд руб.). Оферта АМЕТ-финанс-1 (2 млрд руб.).
5 сентября	Погашение ТК Финанс-2 (1 млрд руб.).
6 сентября	Погашение Волгоградская область-34003 (1 млрд руб.). Погашение ЮНИМИЛК Финанс-1 (2 млрд руб.). Погашение МиГ-Финанс-2 (3 млрд руб.). Погашение МОЭСК-1 (6 млрд руб.).
7 сентября	Погашение МОИА-2 (3 млрд руб.). Погашение ЕБРР-3 (7,5 млрд руб.).
8 сентября	Оферта СБ Банк-3 (1,5 млрд руб.).

Денежный рынок

22 августа	Выплата 1/3 НДС за II кв. 2011 г.
24 августа	Банки должны вернуть Минфину 20 млрд руб.
25 августа	Выплата акцизов и НДС
29 августа	Выплата налога на прибыль

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ

Дата оферты	Выпуск	Объем выпуска, млн руб.	Цена оферты, %	Ставка предыдущег о купона, %	Новая ставка купона, %	Дата следующей оферты / погашения
18.08.11	Ростелеком-1	1 500	100	9,5	6,6	8 августа 2013
25.08.11	Белон-Финанс-2	2 000	100	17,0	0,01	23 февраля 2012
26.08.11	Медведь-Финанс БО-1	1 000	100	14,0	12,5	17 августа 2012
31.08.11	Макромир-Финанс-1	1 000	100	7,75	-	-
01.09.11	МРСК Юга-2	6 000	100	17,5	8,1	26 августа 2014
	АМЕТ-финанс-1	2 000	100	8,5	8,5	22 августа 2013
08.09.11	СБ Банк-3	1 500	100	9,25	-	-
12.09.11	РЖД-13	15 000	100	10,0	-	-
	Элемент Лизинг-2	700	100	11,5	-	-
	ТехноНИКОЛЬ-Финанс-2	3 000	100	13,5	-	-
15.09.11	Сибирская Аграрная Группа-2	1 000	100	17,0	-	-
19.09.11	СИБУР Холдинг-2	30 000	100	13,5	-	-
20.09.11	ПЭБ Лизинг-3	500	100	14,0	-	-

Рынок рублевых облигаций

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Дата			Месяцев до		Цена	Изм.	Торговый объем, шт (осн.+РПС)	Котировки		Доходность, %			Дюр, лет	Рейтинг F/M/S	Сектор
			купона	оферты	погаш	офрт	погаш				покупка	продажа	офрт	погаш	текущ			
КОРПОРАТИВНЫЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ (продолжение)																		
ФСК ЕЭС-04	6 000 R	7.30	06.10.11		06.10.11		1.7	100.50		2	100.10	100.40		3.66	3.62	0.14	/Baa2/BBB	энергетика
ФСК ЕЭС-06	10 000 R	7.15	27.09.11	26.09.13	15.09.20	26.0	110.6	100.50			100.25	100.75	6.99	3.55	1.82	/Baa2/BBB	энергетика	
ФСК ЕЭС-07	5 000 R	7.50	28.10.11	27.10.15	16.10.20	51.0	111.6	101.00		58 999	99.50	100.15	7.33	3.70	3.36	/Baa2/BBB	энергетика	
ФСК ЕЭС-08	10 000 R	7.15	27.09.11	26.09.13	15.09.20	26.0	110.6	100.50			100.30	100.70	6.99	3.55	1.82	/Baa2/BBB	энергетика	
ФСК ЕЭС-09	5 000 R	7.99	28.10.11	24.10.17	16.10.20	75.0	111.6	100.50	0.25		100.25	100.75	7.81	3.86	4.57	/Baa2/BBB	энергетика	
ФСК ЕЭС-10	10 000 R	7.75	27.09.11	24.09.15	15.09.20	50.0	110.6	100.60	0.10	70 000	100.25	100.50	7.71	3.84	3.25	/Baa2/BBB	энергетика	
ФСК ЕЭС-11	5 000 R	7.99	28.10.11	24.10.17	16.10.20	75.0	111.6	100.50	0.25		100.25	100.75	8.03	3.96	4.53	/Baa2/BBB	энергетика	
ФСК ЕЭС-13	10 000 R	8.50	03.01.12		22.06.21		119.9	100.70	-0.20	100 001	100.70	101.50		8.57	4.21	6.28	/Baa2/BBB	энергетика
ФСК ЕЭС-19	20 000 R	7.95	19.01.12	18.07.18	06.07.23	84.0	144.7	99.90	0.10	1800 730	99.00	99.90	8.11	3.97	5.02	/Baa2/BBB	энергетика	
ХантМанБанк-02	3 000 R	6.25	14.12.11	13.06.12	12.06.13	10.0	22.2									/Ba3/B+	банки	
ХКФ Банк БО-01	3 000 R	7.18	25.10.11		22.04.14		32.7	99.58			99.20	99.95		7.56	1.80	2.28	BB/Ba3/B+	банки
ХКФ Банк БО-03	4 000 R	7.90	25.10.11	22.10.13	22.04.14	27.0	32.7	99.10	-0.70	5	99.10	99.97	8.62	1.99	1.86	BB/Ba3/B+	банки	
ХКФ Банк-4	3 000 R	7.10	12.10.11		12.10.11		1.9	100.20		105	99.95	100.10		5.91	0.15	BB/Ba3/B+	банки	
ХКФ Банк-5	4 000 R	8.15	19.10.11	19.10.11	17.04.13	2.0	20.3	99.18			98.00	100.35	13.59	2.05	0.15	BB/Ba3/B+	банки	
ХКФ Банк-6	5 000 R	7.75	13.09.11	11.12.12	10.06.14	16.0	34.3	99.95	-0.55	290	95.00	100.08	8.02	1.93	1.16	BB/Ba3/B+	банки	
ХКФ Банк-7	5 000 R	9.00	27.10.11	30.04.12	23.04.15	9.0	44.9	98.00			95.00	101.00	12.39	2.29	0.61	BB/Ba3/B+	банки	
Центр-инв. БО-01	1 500 R	8.40	20.12.11	20.12.12	17.06.14	16.0	34.5					100.35				/B1/	банки	
Центр-инв. БО-05	1 000 R	8.40	20.12.11	20.12.12	17.06.14	16.0	34.5									/B1/	банки	
Центр-инв2	3 000 R	9.25	27.12.11	29.06.12	24.06.14	11.0	34.8									/B1/	банки	
Черкизово БО-03	3 000 R	8.25	11.11.11		08.11.13		27.2				98.52					/B2/	потреб. тов.	
ЧТПЗ 03об	8 000 R	8.00	25.10.11	24.04.12	21.04.15	8.0	44.8				96.01					/отозван/	производство	
ЧТПЗ БО-01	5 000 R	16.50	06.12.11	08.12.11	04.12.12	4.0	15.9	100.80	0.30	8 044	100.34	100.80	13.75	8.16	0.27	/отозван/	производство	
ЭлемЛиз-02	2 300 R	11.50	08.09.11		04.09.14		37.2	99.00			98.00	100.00		12.43	2.90	2.28		финансы
ЮниКредиБанк-04	10 000 R	7.00	15.11.11	16.11.12	10.11.15	15.0	51.6	99.50			98.00	101.00	7.50	3.51	1.12	BB/Ba3/B+	банки	
ЮниКредиБанк-05	5 000 R	7.50	06.09.11	03.09.13	01.09.15	25.0	49.2					101.00				BB/Ba3/B+	банки	
Юнимилк 01	2 000 R	14.00	06.09.11		06.09.11		0.7	100.15	0.15	20				11.28	6.97	0.05		потреб. тов.
Ютэйр-Ф 05	1 500 R	9.50	27.10.11		21.07.16		60.0	103.51		600	103.00	104.00		8.90	2.29	3.67		транспорт
Ютэйр-Ф БО-1	1 500 R	12.50	27.09.11		26.03.13		19.6	104.90		43 216	104.00	105.99		9.51	2.97	1.34		транспорт
Ютэйр-Ф БО-2	1 500 R	12.50	27.09.11		26.03.13		19.6	104.90		35 360	101.01			9.51	2.97	1.34		транспорт
Ютэйр-Ф БО-3	1 500 R	9.45	22.09.11		19.12.13		28.5	102.48		2 130	90.70	102.48		8.53	2.30	1.94		транспорт
Ютэйр-Ф БО-4	1 500 R	9.00	28.09.11		26.03.14		31.8	98.00	-2.20	1	97.50	100.20		10.25	2.29	2.11		транспорт
Ютэйр-Ф БО-5	1 500 R	9.00	28.09.11		26.03.14		31.8	99.35			98.01	100.69		9.61	2.26	2.12		транспорт
Якутскэн БО-01	3 000 R	8.25	06.09.11		03.09.13		25.0	99.65			98.00	101.30		8.61	4.13	1.72	BB//	энергетика
Якутскэн02	1 200 R	10.30	08.09.11		08.03.12		6.8	96.50			91.00	102.00		17.78	5.32	0.46	BB//	энергетика

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmant@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkaa@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsv@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyann@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

Редакционная группа

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011