

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	73.72	-1.17	-1.56	Evraz' 13	104.63	0.13	6.98	-6
Нефть (Brent)	74.55	-0.86	-1.14	Банк Москвы' 13	103.75	-0.18	5.66	-2
Золото	1191.50	8.50	0.72	UST 10	106.36	0.59	2.86	-7
EUR/USD	1.2781	0.00	-0.21	РОССИЯ 30	115.19	0.72	4.95	-13
USD/RUB	30.495	0.04	0.14	Russia'30 vs UST10	209			-5
Fed Funds Fut. Prob авр.10 (1%)	9%	0.00%		UST 10 vs UST 2	232			-5
USD LIBOR 3m	0.51	-0.01	-1.22	Libor 3m vs UST 3m	36			-1
MOSPRIME 3m	3.88	0.01	0.26	EU 10 vs EU 2	192			6
MOSPRIME o/n	2.82	-0.01	-0.35	EMBI Global	332.41	0.55		2
MIBOR, %	1.92	-2.88	-60.00	DJI	10 120.5	-1.07		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	1123.46	-102.89	7.24	Russia CDS 10Y \$	184.85	-1.66		-5
Сальдо ликв.	167.8	124.80	290.23	Gazprom CDS 10Y \$	267.30	-2.55		-7

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

Минфин умерил аппетиты покупателей ОФЗ на аукционах
Вторичный рынок делает небольшой шаг вперед

Глобальные рынки

Антикризисные меры больше не нужны?
Бернанке обвалил рынок
Американские компании рапортуют о прибылях
Статистика из США снизила цены на нефть
Российские евробонды рванули вверх

Корпоративные новости

ФСК опубликовала неплохие результаты по МСФО за 2009 г.
Операционные результаты Мечела за 2-й квартал 2010 г.
Акрон получает рейтинг от Moody's. Облигации дороги

Банковский сектор

Сбербанк на рынке облигаций: итоги 1-го полугодия 2010 г.

Новости коротко

Distressed debt

- Держатели евробондов **Межпромбанка** с погашением в 2013 г. собрали необходимые 25 % голосов для досрочного погашения бумаг. Трасти выпуска еврооблигаций Межпромбанка с погашением в 2013 г. официально объявил о дефолте. Между тем, более 90% владельцев дефолтных облигаций (не погашен 7-го июля) согласились на реструктуризацию. На этом фоне Объединенная промышленная корпорация Сергея Пугачева ведет переговоры с японской Mitsui о продаже 75 % акций в Элегестском угольном месторождении более чем за \$ 3 млрд. / Ведомости

Корпоративные новости

- ЧТПЗ** планирует этой осенью разместить акции на биржах Лондона и Москвы, чтобы получить средства на сокращение долга. ЧТПЗ сообщил в среду, что предложил акционерам на внеочередном собрании 20 августа обсудить вопрос об увеличении уставного капитала. Параметры допэмиссии пока не разглашаются. / Reuters
- ГСС** на авиасалоне в Фарнборо подписал еще один твердый контракт на поставку 30 лайнеров SSJ 100. Таким образом, итог трех дней авиасалона для ГСС - твердые контракты на 60 самолетов на сумму \$ 1.9 млрд, опцион на 15 машин стоимостью почти \$ 500 млн и договоренность о покупке лайнеров еще на \$ 1 млрд. Подробно о кредитном профиле ГСС и его облигациях мы писали в ежедневном обзоре от 20 июля 2010 г. / Reuters

- n **Сахатранснефтегаз** переносит дату начала размещения облигаций 2-й серии с 29 июля на 30 июля. Ориентиры организаторов не меняются и составляют 12.5-13.5%, что соответствует доходности к погашению через 3 года на уровне 12.89-13.96% годовых. / Cbonds
- n **Кубаньэнерго** погасила дебютный выпуск облигаций. Выплаты составили 1.5 млрд руб. (50 % номинальной стоимости облигаций), первая амортизационная выплата в том же объеме была осуществлена в январе 2009 г. / Cbonds
- n **ЕБРР** установил ставку 18-го купона по облигациям 2-й серии на уровне 3.88 % исходя из ставки MosPrime на срок 3 месяца. / Cbonds
- n **Белоруссия** до осени может разместить рублевые облигации объемом 5-10 млрд руб., сообщил вице-президент Сбербанка Андрей Голиков. / Ведомости

Кредиты / Займы

- n **Газпромбанк** открыл **Уралвагонзаводу** кредитную линию с лимитом 2 миллиарда рублей. Средства могут быть использованы до января 2013 г. и предназначены для финансирования работ по выполнению экспортного контракта. / Reuters

Внутренний рынок

Минфин умерил аппетиты покупателей ОФЗ на аукционах

Основной интригой первичного рынка июля остается уровень щедрости Минфина, который с начала месяца изменил свою стратегию доразмещения выпусков и предоставляет небольшую премию над доходностью госбумаг на вторичном рынке. Инвесторы на аукционах «прощупывают» эмитента, стараясь с переменным успехом найти комфортный для обеих сторон уровень премии к кривой ОФЗ.

Вчера Минфин проводил два аукциона на общую сумму 45 млрд руб. Уже известно, что первый аукцион, на котором был предложен новый пятилетний выпуск ОФЗ 25075, не состоялся, несмотря на неплохой спрос. По данным ЦБ, спрос составил по номиналу 25.3 млрд руб. при эмиссии 30 млрд руб.

Инвесторы на аукционе потребовали за самый длинный из размещаемых в текущем году ОФЗ 25075 премию более 10 б.п., исходя из того, что на аукционах прошлой недели за выпуски 2-3-летней срочности Минфин предоставил дополнительные 5-10 б.п. по сравнению с текущими котировками. Столь существенная премия не устроила эмитента.

Основная часть покупателей приобрела госбумаги с доходностью 6.26–6.30 %, средневзвешенная доходность на аукционе составила 6.28 % к погашению 23 января 2013 г., что всего лишь на 2–3 б.п. выше уровней доходности этого выпуска в начале недели. В результате объем размещения по номиналу составил 11.2 млрд руб. при объеме эмиссии 15 млрд руб. и спросе по номиналу 18.2 млрд руб.

Таким образом, результаты вчерашнего аукциона показывают, что Минфин не собирается баловать покупателей ОФЗ существенной премией, чтобы не разогревать спекулятивный интерес участников торгов. Теперь рынок знает, что более 10 б.п. премии для пятилетней бумаги – это слишком агрессивный запрос от покупателей госбумаг на аукционах. Следующий аукцион по размещению ОФЗ 25075 состоится через неделю.

Итоги аукционов по размещению ОФЗ 21.07.2010

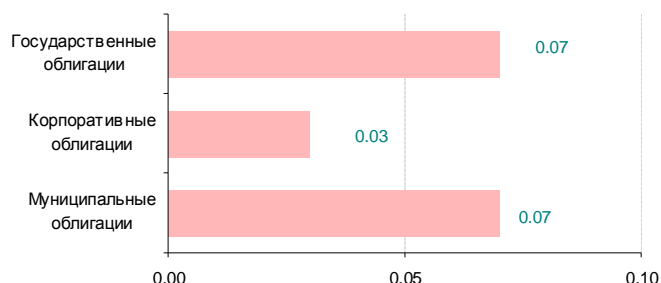
Выпуск	Дата погашения	Объем предложения, млн руб.	Спрос, млн руб.	Объем размещения, млн руб.	Средневз. дох. на аукционе, %	Доход-ть выпусков 19 и 20 июля	Мод. дюрация, лет
ОФЗ 25072	23.01.13	15 000.0	18 202.8	11 156.6	6.28%	6.26%	2.2
ОФЗ 25075	15.07.15	30 000.0	25 287.6	0.0	-	-	4.0
Всего		45 000.0	43 490.4	11 156.6			

Источники: Минфин, расчеты Аналитического департамента Банка Москвы

Вторичный рынок делает небольшой шаг вперед

При средних торговых оборотах, которые уже в течение недели держатся на уровне 15-16 млрд руб. на бирже и в РПС с корпоративными и муниципальными выпусками, рублевому рынку облигаций удалось вчера немного подрасти. По итогам дня ценовые индексы всех сегментов долгового рынка, включенных в индекс BMBI, рассчитываемый Банком Москвы, прибавили в диапазоне от 3 до 7 б.п.

Изменение ценовых индексов облигаций по сегментам за 21.07.2010



Источники: BMBI, Аналитический департамент Банка Москвы

В корпоративном секторе наблюдалась высокая активность мелких покупателей в бумагах Аптечной сети 36.6, по которым компания объявила накануне оферту, назначив ее на 28 июля. Бумаги в количестве до 453.8 тыс. штук будут приобретены по цене 100 % от номинала. За вчерашний день котировки выпуска подскочили почти на 4 п.п., выпуск торгуется по 98.88 % от номинала.

Биржевые торги наиболее ликвидными облигациями

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Close	Цена посп.	Изм, %	Yield, %
ОФЗ 25071	251.7	8	39165	26.11.2014		104.41	104.70	0.28	6.95
ОФЗ 25072	11418.5	74	55674	23.01.2013		102.31	102.28	-0.03	6.25
Апт36иб 02	72.1	179	2000	05.06.2012		95.00	98.88	3.88	20.34
Башнефть03	358.3	22	20000	13.12.2016	18.12.2012	108.00	108.25	0.25	8.82
ВК-Инвест3	978.4	16	10000	08.07.2014	12.07.2011	108.75	108.60	-0.15	6.08
ВТБ-ЛизФ07	1120.6	5	5000	30.11.2016	08.12.2010	101.45	101.32	-0.13	6.32
ГазпрнфБО6	602.1	12	10000	09.04.2013		100.26	100.35	0.09	7.12
ГАЗФин 01	3.1	45	5000	08.02.2011		101.00	101.20	0.20	16.20
ИКС5Фин 04	904.3	20	8000	02.06.2016	09.06.2011	110.25	109.75	-0.50	7.00
Лукойл БО6	398.9	8	5000	13.12.2012		105.20	105.30	0.10	6.88
МГор49-об	31.6	42	25000	14.06.2017		100.15	100.00	-0.15	7.46
МДМ Банк 8	617.5	20	6203	09.04.2015	09.07.2013	101.05	101.70	0.65	8.52
Мечел БО-3	401.0	6	5000	24.04.2013		100.60	100.00	-0.60	9.98
Мос.обл.6в	467.6	19	12000	19.04.2011		101.67	101.63	-0.04	6.81
МТС 03	284.3	3	10000	12.06.2018	20.06.2013	101.51	101.80	0.29	7.43
МТС 05	754.3	15	15000	19.07.2016	26.07.2012	113.20	113.15	-0.05	7.03
НЛМК БО-5	274.3	10	10000	30.10.2012		107.54	107.77	0.23	7.11
РЖД-12обл	266.5	12	15000	16.05.2019	24.11.2011	112.00	111.60	-0.40	5.88
РосбанкБО2	395.5	12	5000	08.07.2013		100.01	100.50	0.49	7.96
РТК-ЛИЗ 5с	1.4	37	675	12.08.2010		98.55	98.54	-0.01	37.12
Сибметин01	274.9	10	10000	10.10.2019	16.10.2014	111.00	111.70	0.70	10.29
Система-03	514.2	11	19000	24.11.2016	29.11.2012	111.12	111.12	0.00	7.41

* - облигации с оборотом свыше 250 млн руб. или числом сделок больше 30

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Екатерина Горбунова

Глобальные рынки**Антикризисные меры больше не нужны?**

Мы наблюдаем интересную тенденцию во многих регионах мира: правительства все настойчивее объявляют о прекращении антикризисных стимулирующих программ.

Вчера появилась информация о том, что ЕЦБ постепенно сворачивает программу покупки гособлигаций стран еврозоны. Согласно WSJ, ЕЦБ на этой неделе купил бумаг всего на 302 млн евро, что свидетельствует о финальных стадиях программы поддержки стран еврозоны. Самая крупная покупка ЕЦБ – гособлигации на сумму 16.5 млрд евро – состоялась в первую неделю работы механизма защиты финансовой стабильности в еврозоне. Затем сумма постепенно снижалась. Суммарные приобретения ЕЦБ оцениваются в 60 млрд евро.

Также вчера в WSJ опубликована статья о том, что американская программа по спасению проблемных активов TARP (The Troubled Asset Relief Program), которая предполагает покупку правительством США активов и ценных бумаг у финансовых институтов с целью поддержания финансового сектора, существенно сокращается в связи с вступлением в силу нового закона о финансовой реформе в США.

И даже Россия не осталась в стороне: во вторник ВЭБ заявил о фактическом сворачивании антикризисной программы по кредитованию крупных компаний во время острой фазы кризиса на рефинансирование внешних долгов. Речь идет о сумме порядка \$ 7 млрд.

О чем может свидетельствовать данная тенденция? Хотелось бы думать, что об окончании острой фазы кризиса, однако не исключено, что все дело в неэффективности принятых программ или в том, что средства, выделенные под них, закончились. Вероятно также и то, что таким образом рынкам посылается сигнал о близком завершении кризиса. И целью словесных интервенций является желание снизить стоимость дальнейших мер стимулирования роста.

Бернанке обвалил рынок

Не успел американский рынок на полную катушку отыграть рост прибылей во 2-м квартале отчитавшихся вчера компаний, как выступление главы ФРС США Бена Бернанке в середине американской торговой сессии спустило участников торгов с небес на землю.

Бернанке отметил, что перспективы роста американской экономики выглядят в настоящий момент «чрезвычайно неопределенными». ФРС может в случае необходимости принять дополнительные меры по стимулированию экономики, среди которых – более жесткое обязательство сохранения низкой учетной ставки «в течение длительного времени», снижение ставки по депозитам и покупка дополнительного количества ипотечных бумаг, однако регулятор все еще изучает ситуацию и не намерен действовать прямо сейчас. Однако, глава ФРС, вопреки ожиданиям, заявил, что дополнительные стимулирующие меры по поддержке экономики США могут быть приняты только в случае заметного замедления темпов роста. Иными словами, улучшений не видно, но помогать не будем.

Помимо внутренних проблем США, председатель ФРС уделил внимание Китаю, отметив, что курс китайской валюты занижен на 10-30 %, что дает преимущество компаниям из Китая во внешней торговле. Принятие в США законодательных мер по этому поводу Бернанке назвал не лучшим решением, призвав Пекин самостоятельно повысить курс юаня, мотивируя это тем, что ревальвация соответствует интересам самого Китая (см. нашу заметку «Последствия гибкого курса для Китая» от 22 июня).

Американские компании рапортуют о прибылях

Отчетность американских и европейских компаний в среду была крайне позитивной (Morgan Stanley, Wells Fargo, FIAT, BHP Billiton, Coca-Cola и eBay): практически все компании радовали если не ростом чистой прибыли, то, по крайней мере, превышением консенсус-прогнозов. К слову, по данным Bloomberg, из 54 компаний S&P 500, которые успели отчитаться за 2-й квартал первыми, лишь 10 не превзошли прогнозы аналитиков.

Статистика из США снизила цены на нефть

Американские макроданные вчера ограничивались недельными запасами по нефти и нефтепродуктам в США, которые выросли за неделю, завершившуюся 16 июля, по всем направлениям: нефть, дистилляты и бензин. После выхода статистики стоимость нефти снизилась.

Российские евробонды рванули вверх

Российский рынок в среду активно рос, благодаря хорошей отчетности международных компаний, весь негатив пришелся либо на конец торгового дня (падение цен на нефть после статистики EIA), либо на поздний вечер (выступление Бернанке). Соответственно, доходности корпоративных евробондов снизились на 5–15 б.п. Чуть меньше позитива было в банковском секторе, а евробонды РСХБ немного подешевели (YTP/YTM + 2–9 б.п.), что мы связываем с проблемами сельскохозяйственной отрасли России, обусловленными необыкновенно жаркой погодой этим летом.

Доходность российских суверенных бондов сегодня с утра снизилась до 5.02 %, спрэд к «десятке» почти не изменился – 214 б.п.

Доходность американских долговых бумаг упала до рекордно низких уровней: UST'10 – 2.88 %, UST'2 – 0.56 % (исторический минимум).

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 11CHF	CHF	500	23.04.11	104.8	2.40	213	0.7	-0.03	-3
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	112.5	4.49	370	2.2	0.06	-4
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	102.8	5.68	345	5.1	0.26	-5
GAZP' 13£	GBP	800	31.10.13	104.7	4.96	322	2.8	0.10	-4
GAZP' 18€	EUR	1200	13.02.18	104.3	5.87	336	5.7	0.08	-1
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	117.8	6.55	418	1.6	0.60	-10
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	105.6	0.00	361	6.7	0.04	-1
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	99.8	6.53	335	7.9	1.06	-13
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	117.7	7.08	386	3.3	0.44	-4
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	101.9	7.13	346	11.6	0.99	-8
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	104.6	6.98	600	2.4	0.13	-6
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	102.9	7.56	559	4.2	0.17	-4
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	104.6	8.67	617	5.3	0.64	-12
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	103.6	5.54	468	1.5	0.00	-1
MTS' 10	USD	400	14.10.10	101.2	2.54	201	0.2	-0.03	-9
MTS' 12	USD	400	28.01.12	105.7	4.05	316	1.4	0.16	-14
MTS' 20	USD	750	22.06.20	108.4	7.42	472	6.7	0.20	-3
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	101.6	6.55	568	1.7	0.14	-8
RuRail '17	USD	1500	03.04.17	100.5	5.65	325	5.4	0.74	-14
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	109.1	6.36	542	2.5	0.14	-6
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	108.1	6.76	554	3.1	0.12	-4
Sistema' 11	USD	350	28.01.11	103.4	2.01	130	0.5	0.00	-11
TNK-BP' 11	USD	500	18.07.11	103.2	3.48	242	0.9	-0.01	-1
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	102.8	4.35	346	1.5	0.14	-10
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	106.6	4.80	389	2.3	0.16	-7
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	105.8	6.31	425	4.8	0.12	-2
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	100.9	6.45	409	5.2	0.38	-7
VIP' 11	USD	300	22.10.11	105.8	3.53	256	1.2	0.02	-4
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	107.6	5.36	444	2.4	0.08	-4
VIP' 16	USD	600	23.05.16	108.2	6.54	460	4.6	0.35	-8
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	113.3	6.89	465	5.6	0.33	-6

Источники: Bloomberg

Сегодня спешат отчитаться о результатах 2-го квартала многие компании, не желая оставлять публикацию на последний день рабочей недели: Microsoft, Credit Suisse Group, American Express, AT&T, Amazon.com, Ford Motor, Volvo AB и др.

Макростатистики будет немало: в Европе индекс деловой активности PMI, объем новых промышленных заказов и индекс потребительского доверия; в США первичные заявки на пособие по безработице в июле, продажи домов на вторичном рынке в июне и индекс опережающих экономических индикаторов в июне.

Также в 17.30 по московскому времени состоится вторая часть выступления главы ФРС Бена Бернанке. Особых потрясений мы не ждем – обычно первая часть доклада уже содержит в себе самые главные новости.

Анастасия Сарсон

Корпоративные новости**ФСК опубликовала неплохие результаты по МСФО за 2009 г.**

Вчера ФСК подвела финансовые итоги за 2009 г. Традиционно публикация отчетности сетевой компании проходит с заметным опозданием. Кроме того, актуальность опубликованных цифр снижается на фоне введения с 2010 г. новой методики тарифообразования (РАВ). В начале августа менеджмент компании планирует провести встречу с аналитиками, посвященную полугодовым результатам работы компании (по РСБУ), которые в настоящее время являются более актуальными. Тем не менее, из опубликованной вчера отчетности стоит выделить ряд приятных моментов:

- В прошлом году рост тарифов полностью компенсировал потери от снижения объема передачи электроэнергии. По итогам года выручка компании выросла на 24.2 %, значительно опередив темпы роста себестоимости (+9.3 %).
- В результате без учета разовых операций по переоценке активов операционная прибыль компании в прошлом году выросла на 78 %. Рентабельность по EBITDA достигла уровня 33.1 % с 31.5 % годом ранее.
- Положительные сдвиги наблюдались и на уровне денежных потоков. Так, в прошлом году компания увеличила операционный поток на 63 % (без учета изменения оборотных средств). На фоне сокращения инвестиций и привлечения 40 млрд руб. в ходе допэмиссии компания сократила долг на 20 млрд руб. на конец года, а объем денежных средств ФСК увеличился на 18 млрд руб. В результате чистый долг на конец года опустился с -42 млрд до -79 млрд руб.

По итогам встречи с руководством компании можно отметить:

- До введения нового 5-летнего периода регулирования изменений в параметрах тарифообразования не ожидается. По словам менеджмента компании, сейчас обсуждается только переход на 5-летний период, ранее планируемый с 2013 г.
- Компания завершает разработку дивидендной политики, которая может быть обнародована уже осенью текущего года.
- Генерирующие активы, находящиеся на балансе ФСК, будут переданы ИнтерРАО. В настоящее время ведется обсуждение предстоящей сделки. Менеджмент компании планирует передавать активы после проведения оценки независимым оценщиком.

Мы считаем, что короткие и весьма дорогие облигации ФСК-4 (5.7 %) на новость вряд ли отреагируют, так как по стоимости они сопоставимы с публичным долгом Газпрома.

Михаил Лямин, Иван Рубинов, Леонид Игнатъев

Операционные результаты Мечела за 2-й квартал 2010 г.

Вчера Мечел опубликовал операционные результаты за 2-й квартал текущего года, которые продемонстрировали существенный рост добычи коксующегося угля. По итогам квартала выработка коксующегося угля увеличилось на 29 % кв-к-кв и составило 3 млн т, в то время как производство проката снизилось на 6 % кв-к-кв до 1.4 млн т.

Ключевые операционные показатели Мечела

тыс. т	2 кв. 2010	1 кв. 2010	2 кв. 2009	кв-к-кв, %	г-к-г, %
Концентрат коксующегося угля	3 036	2 358	1 209	28.8	151.1
Энергетический уголь	1 864	2 286	1 755	-18.5	6.2
Производство металлопроката	1 443	1 538	1 341	-6.2	7.6
Производство феррохрома	19	23	16	-19.2	21.2

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

На данный момент сегмент по добыче коксующегося угля – основной генератор денежных потоков для Мечела. Учитывая рост цен в этом секторе во 2-м квартале на 15–20 % по отношению к первому кварталу текущего года, а также заявления менеджмента компании о снижении себестоимости добычи, существенный рост операционных показателей сегмента должен благоприятным образом сказаться на кредитных метриках Мечела.

Облигации компании торгуются сейчас с премией более 200 б.п. к бумагам лидеров отрасли НЛМК и ММК. Несмотря на весь позитив опубликованных операционных данных, формальное кредитное качество Мечела остается не слишком сильным в сравнении с компаниями сопоставимого кредитного рейтинга. В частности среди бумаг эмитентов металлургического сектора нам больше нравятся облигации Evraz Group, которые торгуются на том же уровне доходности, что и бумаги Мечела, хотя с точки зрения кредитных рисков долг Evraz Group выглядит предпочтительнее.

Юрий Волков, CFA; Андрей Кучеров; Дмитрий Турмышев

Акрон получает рейтинг от Moody's. Облигации дороги

Moody's присвоило Акрону кредитный рейтинг B1 со стабильным прогнозом. Прогноз отражает позитивные ожидания в отношении российского и китайского рынка минеральных удобрений, говорится в сообщении агентства. После рейтингового действия Moody's Акрон имеет два равнозначных рейтинга от Fitch и Moody's уровня B+/B1. Мы считаем, что даже с учетом формальной оценки кредитного качества компании по рейтингам, облигации Акрон-3 с дюрацией 1.7 года и доходностью 8.25 % непривлекательны.

Согласно рейтинговым индексам корпоративных облигаций Банка Москвы, облигации эмитентов с кредитным рейтингом уровня B-/B+, имеющих облигации на вторичном рынке и показатель Чистый долг/EBITDA ниже 2.5X, образуют нормализованную кривую доходности, которая дает на дюрации 2.4 года доходность на уровне 9.6–9.7 %. Если брать кредитные метрики самых ярких представителей данного сегмента (ЛСР, Таттелеком, ЛенспецСМУ, Мечел), то можно отметить, что они никак не хуже, чем у Акрона. К слову, долговая нагрузка Акрона внушительна как в относительном выражении (Долг/EBITDA – выше 3.0X), так и в абсолютном выражении (почти \$ 1 млрд). Так что Акрон можно сравнить с еще одним исключением из сегмента «B+» - Мечелом, долговая нагрузка которого также превышает отметку 2.5X, причем очень серьезно.

Более того, разместившиеся/размещаемые в последние четыре недели выпуски компаний с рейтингами категории «B» из различных секторов экономики (Globaltrans, Проф-Медиа, СУЭК, Копейка) маркируются в диапазоне 9.0–10.75% для трехлетних инструментов.

Принимая в расчет все выше сказанное, мы считаем значительный дисконт облигаций Акрона (до 100 б.п.) как к вторичному рынку, так и к первичному рынку долга эмитентов сопоставимого кредитного качества неоправданным.

Леонид Игнатьев

Банковский сектор

Сбербанк на рынке облигаций: итоги 1-го полугодия 2010 г.

Вчера вице-президент Сбербанка, директор департамента казначейских операций и финансовых рынков Андрей Голиков назвал важные цифры, касающиеся портфеля ценных бумаг и доходности инвестиций банка:

- Доходность портфеля ценных бумаг Сбербанка на 1 июля 2010 г. составила порядка 12–14 %.
- Банк ожидает, что доходность портфеля по итогам года составит около 10.0 %.
- Доля акций в портфеле составляет менее 4.0 %.
- В конце 2009 г. Сбербанк продал все еврооблигации еврозоны.
- Ожидается, что портфель ценных бумаг вырастет во 2-м полугодии с текущего уровня 1.7 трлн руб. на 5-10 %.
- Доля портфеля в активах Сбербанка вряд ли изменится и составит порядка 23.0 %.

Портфель ценных бумаг Сбербанка играет в этом году важную роль, в то время как кредитование корпоративного сектора начало восстанавливаться только в последние пару месяцев. В настоящий момент объем портфеля облигаций банка достигает поистине политических размеров.

По нашим расчетам, большую часть портфеля Сбербанка составляют ОБР – порядка 713 млрд руб. на начало июля. Таким образом, Сбербанк является доминирующим владельцем облигаций своего основного акционера (Банка России), контролируя более 71 % всех бумаг в обращении. Интересно, что в этом году банк старается держать относительно стабильную долю рынка в ОФЗ, корпоративных облигациях и субфедеральных бумагах.

Объем портфеля ОФЗ Сбербанка практически не изменился и вырос с начала года всего на 20 млрд руб., что несущественно для масштабов банка. Учитывая планы Минфина по заимствованиям в этом году, Сбербанк, по нашим оценкам, может заменить часть портфеля ОБР на ОФЗ.

Оценка доходности портфеля Сбербанка в 12-14 % за 6 месяцев совпадает с нашими расчетами. Мы оценили доход банка от портфеля рублевых облигаций (с учетом переоценки стоимости бумаг по рынку – метод учета, которого придерживается Сбербанк) в 80.6 млрд руб., что соответствует доходности к среднему размеру портфеля облигаций в размере 13.5 % годовых.

На наш взгляд, прогноз доходности Сбербанка в районе 10.0 % за 2010 г. вполне оправдан. Стоимость рублевых облигаций (в частности гособлигаций) в настоящий момент имеет слабый потенциал роста. В зависимости от курса рубля и инфляционной динамики доходность рублевых облигаций может вырасти, что снизит доход от переоценки портфеля. Мы подходим к оценке доходности портфеля Сбербанка еще более консервативно и ожидаем ее снижения до 8.0 % с более чем 11.0 % в прошлом году.

Управление долговым портфелем оказывает существенное влияние на стоимость банка. Хорошие результаты управления за 1-е полугодие смогли компенсировать негативный эффект от снижения маржи.

Долговой портфель Сбербанка, млрд руб.

	31.12.2009			01.07.2010		
	Сбербанк	% от рынка	Рынок всего	Сбербанк	% от рынка	Рынок всего
ОБР	220.7	77.8	283.7	712.6	71.3	999.7
ОФЗ*	434.8	30.8	1413.2	454.8	29.5	1541.9
Рублевые корпоративные облигации	161.1	7.4	2180.9	180.6	7.6	2377.8
Субфед. и муницип. бумаги	103.0	15.4	670.8	126.0	18.9	665.7
Прочие (в т.ч. еврооблигации)	117.0	-	-	215.1	-	-
Всего	1036.6			1689.1		

Источники: Сбербанк, ЦБ РФ, ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Оценка доходности инвестиций Сбербанка по портфелю рублевых облигаций

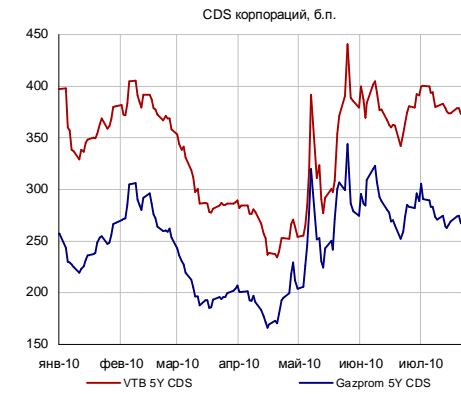
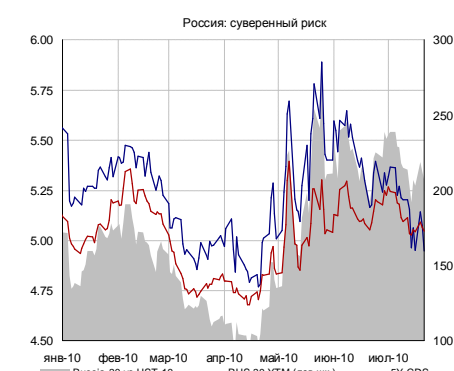
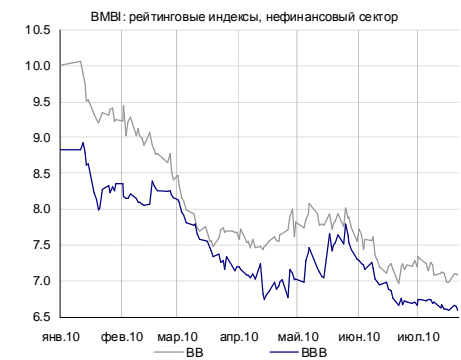
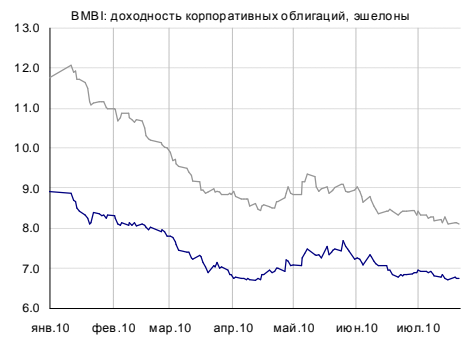
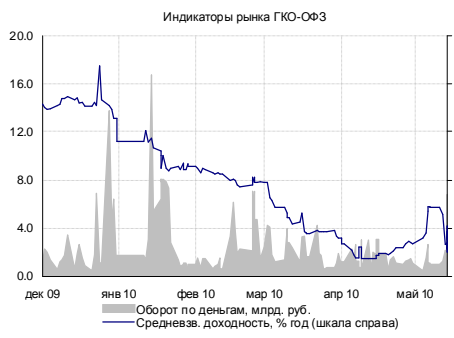
	31.12.2009		01.07.2010		NPR, % годовых	Доход Сбербанка, млрд руб.	Доходность, % годовых
	YTM*, %	дюр*., лет	YTM*, %	Дюр*., лет			
ОБР	6.5	0.4	4.1	0.4	7.1	16.5	7.1
ОФЗ	6.3	3.3	7.9	3.2	17.5	38.9	17.5
Рублевые корпоративные облигации	11.2	1.2	8.0	1.6	16.8	14.4	16.8
Субфед. и муницип. бумаги	10.5	1.7	7.5	1.8	19.0	10.9	19.0
Всего						80.6	13.5

* - доходность и дюрация сегментов - индексы облигаций ВМВ, данные ЦБ РФ для ОБР

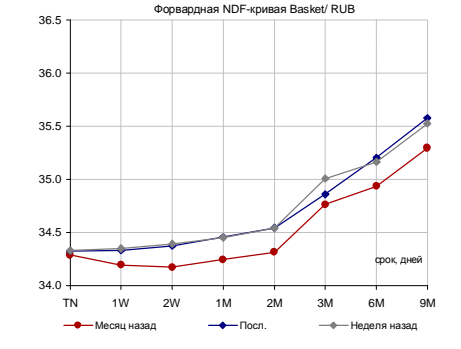
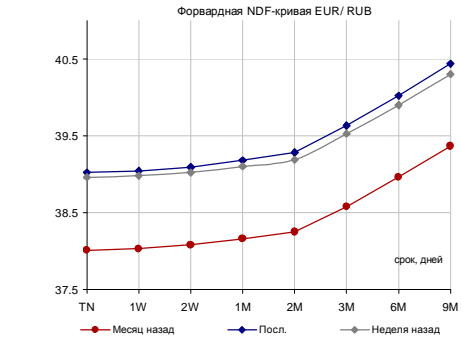
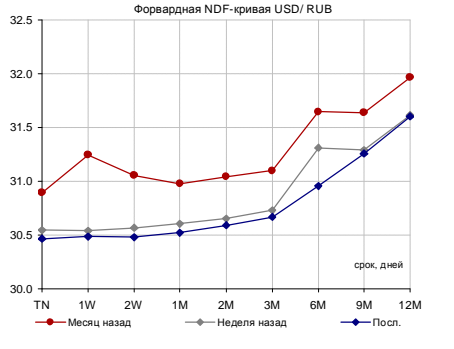
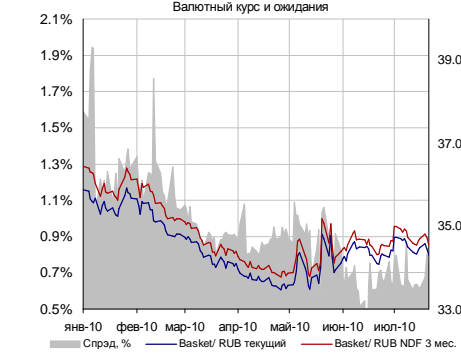
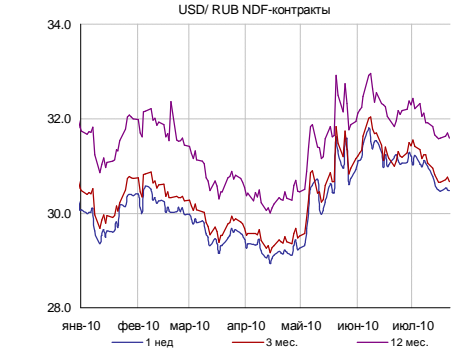
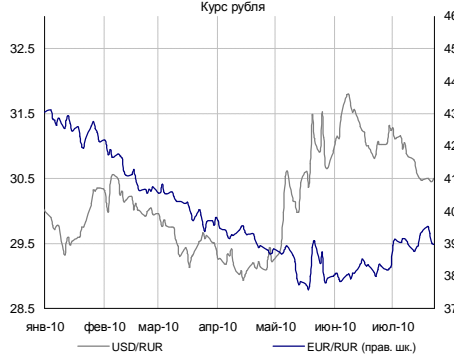
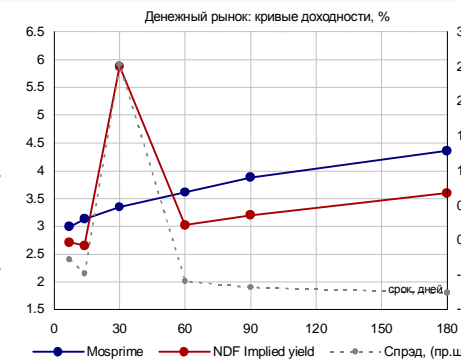
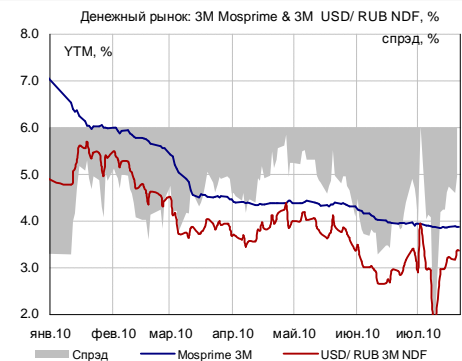
Источники: Сбербанк, ЦБ РФ, ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Егор Федоров

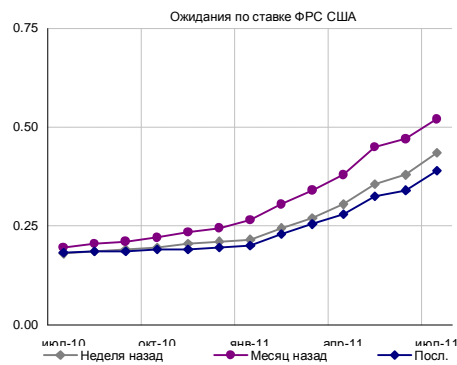
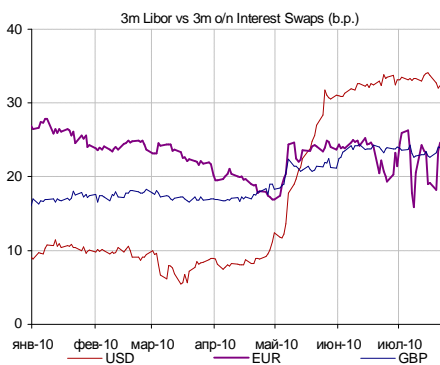
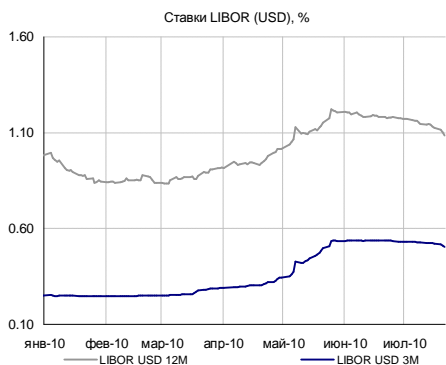
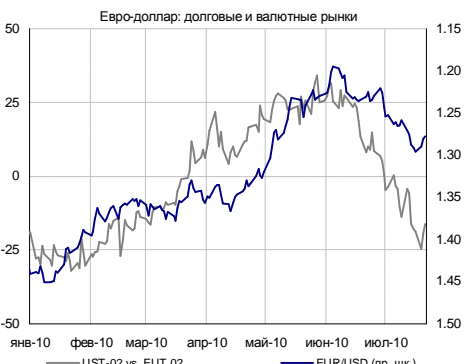
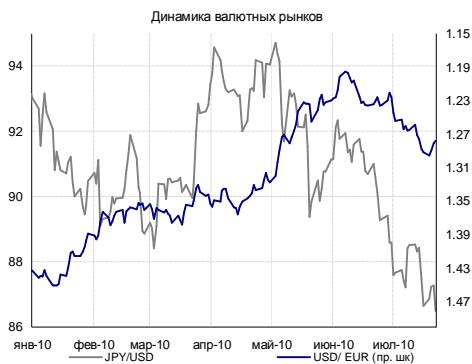
Российский долговой рынок



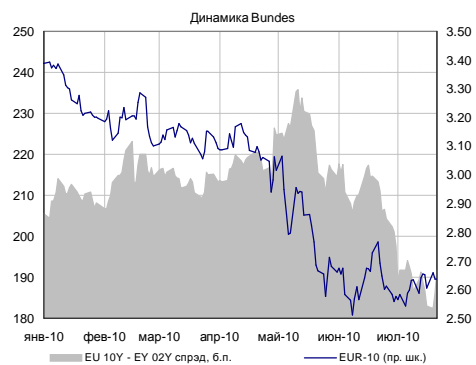
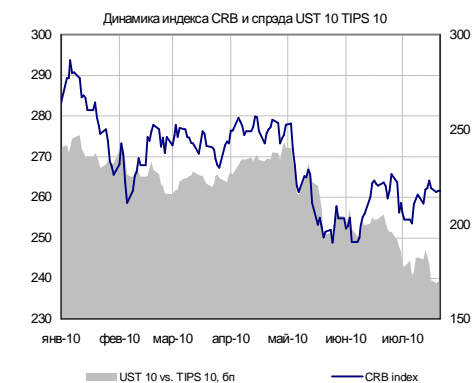
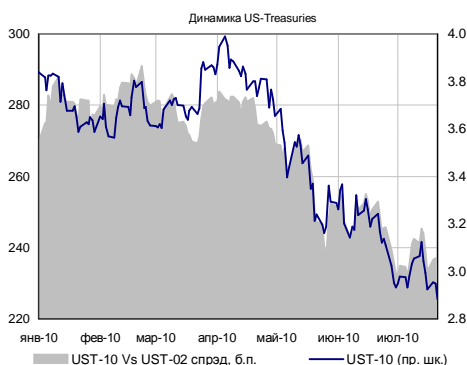
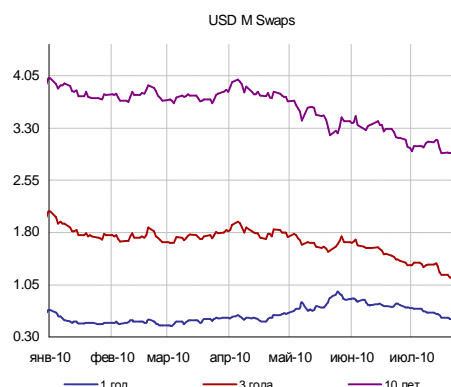
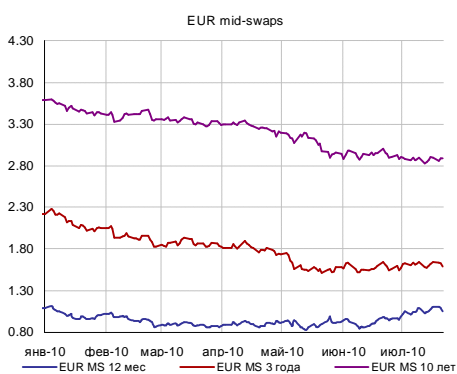
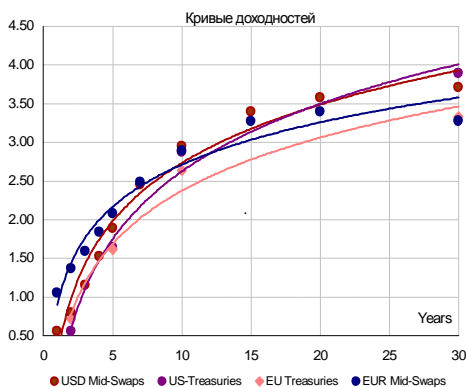
Денежно-валютный рынок



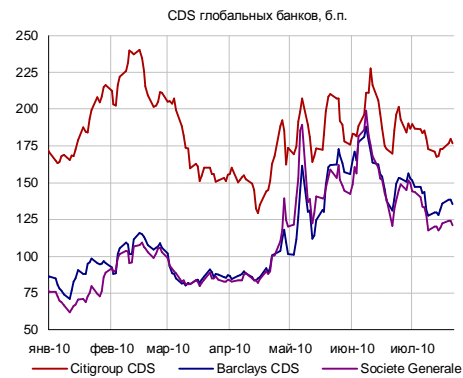
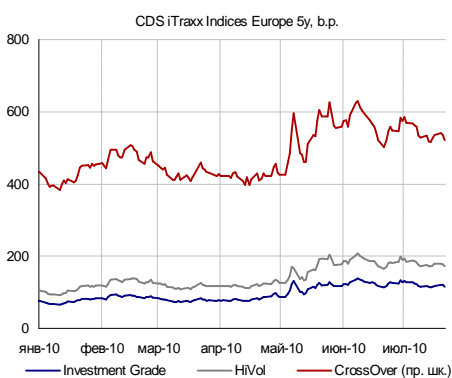
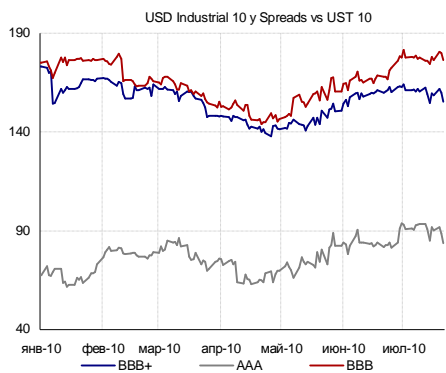
Глобальный валютный и денежный рынок



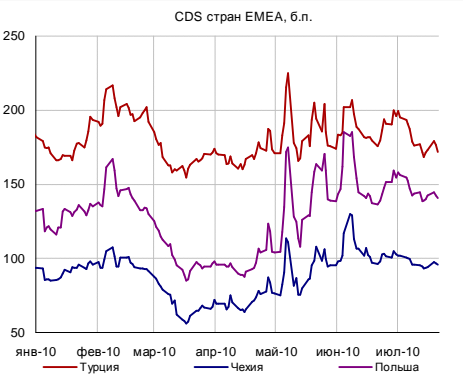
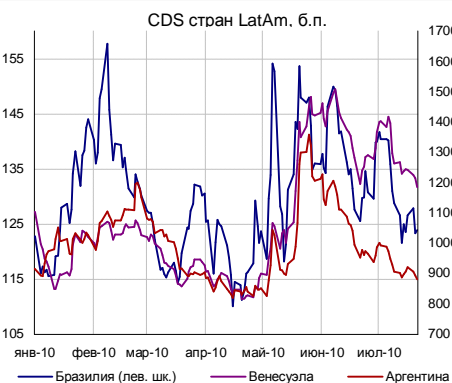
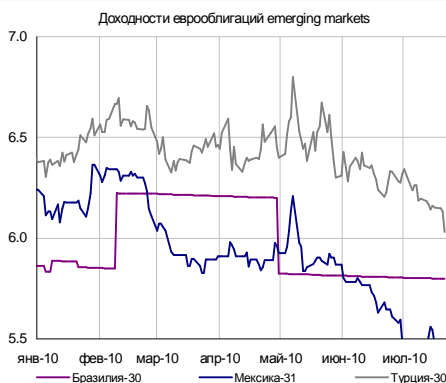
Глобальный долговой рынок



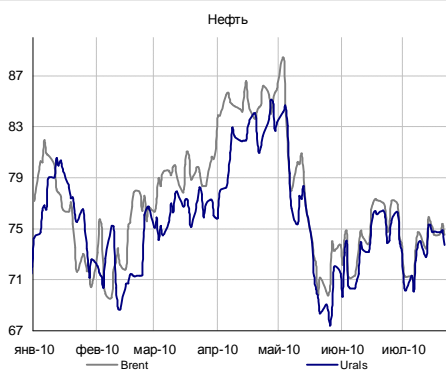
Глобальный кредитный риск



Emerging markets



Товарные рынки



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
СЕГОДНЯ	ЕБРР 02обл	5 000	Оферта	100	5 000
СЕГОДНЯ	Кедр-03	1 500	Оферта	100	1 500
СЕГОДНЯ	Магнолия-1	1 000	Погаш.	-	1 000
СЕГОДНЯ	Синергия-2	2 000	Погаш.	-	2 000
23.07.2010	УХП обл	500	Оферта	100	500
27.07.2010	Держава-Ф	1 000	Погаш.	-	1 000
27.07.2010	ОГК-5 БО-1	2 000	Погаш.	-	2 000
27.07.2010	ОГК-5 БО-2	2 000	Погаш.	-	2 000
28.07.2010	Апт36и6 02	2 000	Оферта	100	2 000

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Директор департамента

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия, Экономика

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru
Нефть и газ

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru
Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru
Банки, денежный рынок

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru
Потребсектор, телекоммуникации

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Игнатъев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.