



### На рынке

- Вчера объем свободной денежной ликвидности в системе снова вернулся к отметке в 1.2 трлн руб., прирост за день составил 94.8 млрд руб. (погашение ОФЗ 25074, окончание налогового периода). Ожидаем, что в ближайшее время денежный рынок будет спокоен, ставка overnight должна стабилизироваться на уровне 3.7-3.75 %.
- Основное событие вчерашнего дня – двойной аукцион Минфина по размещению ОФЗ. Оба выпуска размещены достаточно успешно, ОФЗ 25079 размещен полностью с тройной переподпиской без премии к вторичному рынку, шестилетний ОФЗ 26206 также без премии и в значительном объеме в 30 млрд руб.
- Внутренний долговой рынок находился во власти позитивных настроений. В госсекторе увеличились в цене практически все торгуемые выпуски, корпоративный/муниципальный сектор также старался не отставать. Отмечаем высокие обороты – 20 млрд руб. в государственном сегменте (без учета аукционов по размещению) и 35 млрд руб. в корпоративном.
- Российские евробонды также чувствовали себя неплохо на фоне позитива на внешних рынках, вызванного итогами голосования в Греции. Тем не менее, хотя одобрение бюджетной консолидации и снимает остроту в краткосрочной перспективе, оно не решает саму проблему. Вероятнее всего, на первый план в ближайшее время выдут вопросы, связанные с США: завершение QE II и увеличение предельного уровня госдолга США.
- Вчера **Мечел** (NR/B1/NR) опубликовал отчетность по US GAAP за 1-й квартал 2011 года. Более слабые по сравнению с ожиданиями финансовые результаты компании объясняются тем, что мы (и, вероятно, рынок в целом) несколько недооценили негативный эффект от временного прекращения работы обогатительной фабрики на Якутугле на финансовые показатели компании. Несмотря на существенный рост чистого долга компании почти на \$1 млрд до \$ 7.9 млрд за день до окончания 2-го квартала Мечел чувствует себя уверенно в вопросе выполнения ковенант по соотношению «Чистый долг/ЕБИТДА» ниже 3х на конец полугодия. Новые бонды Мечела выглядят дорого как относительно бондов Евраза, так и собственных выпусков меньшей дюрацией. В случае ухудшения внешней конъюнктуры или новых шагов монетарных властей РФ по ужесточению денежной политики возможна резкая отрицательная переоценка этих бондов.

Доходности и спреды		yield,%	б.п.
RUS_30	↓	4.402	-4
RUS30_UST10 bp	↑	129	129
UST_10	↑	3.113	8
UST_2	↓	0.463	-1
UST10-UST2 bp	↑	265	9
EU_10	↑	2.984	5
EU_2	↑	1.554	8
EU10-EU2 bp	↓	143	-3
EMBI+ bp	↓	272	-9
<b>Денежный рынок</b>			
LIBOR OIS US 3m	↑	13	0
LIBOR OIS EUR 3m	↑	17	2
Mosprime o/n	↓	3.82	0.0
Mosprime 3m	↑	4.25	0.0
RUB NDF 3m,%	↑	4.14	0.3
К/с+депоз (млрд руб)	↑	1 116	12.4
<b>Кредитный риск CDS 5y</b>			
Russia	↓	149	-4
Greece	↑	2 059	22
Portugal	↓	767	-50
Spain	↓	280	-6
Italy	↓	178	-16
<b>Индексы</b>			
		цена	изм,%
MSCI BRIC	↑	346	0.61
MSCI Russia	↑	998	0.95
Dow Jones	↑	12 261	0.60
RTSI	↑	1 895	1.08
VIX (RTS)	↓	24	-3.74
<b>Валюты</b>			
EUR/USD	↑	1.4422	0.47
3m FWD rate diff	↑	140	10
RUB/USD	↓	27.932	-0.62
RUB/EUR	↓	40.285	-0.16
RUB BASK	↑	33.681	0.20
<b>Товары</b>			
Urals \$ / bbl	↑	110	3.63
Золото \$ / troy	↑	1 512	0.73

### Внутренний рынок

Денежный рынок стабилен

Аукционы Минфина: по ОФЗ 25079 опять тройная переподписка, к длинному ОФЗ 26206 тоже проявлен интерес

На вторичном рынке позитив

### Глобальные рынки

Оптимизм нарастает

Российские еврооблигации: под влиянием «бычьих» настроений

### Корпоративные новости

Мечел: результаты хуже ожиданий, но не разочаровывают

### Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

**Новости коротко**Сегодня

- Совет директоров ЦБ по процентным ставкам
- Закрытие книги по выпуску **Русфинансбанк-БО-01** объемом 4 млрд руб.
- Выход на вторичные торги **Энел ОГК-5 БО-18** (5 млрд руб.)
- **Ростелеком** публикует отчетность по МСФО за 1 квартал 2011 года

Экономика РФ

- **ЦБ** ожидает прирост кредитного портфеля российских банках в 2011 и 2012 годах в размере 20-25%, сообщают РИА Новости со ссылкой на С. Игнатъева. В 2010 году рост составлял 12.6%.
- **Повышение налоговой нагрузки на газовую отрасль выглядит неизбежным?** Повышение налоговой нагрузки на газовую отрасль РФ должно быть продолжено за счет изъятия природной ренты у налогоплательщиков, получающих ее за счет участия на мировых рынках природного. Об этом накануне в Бюджетном послании заявил президент РФ Дмитрий Медведев.

Проблемная задолженность

- **UC RUSAL** 29 июня выплатил зарубежным и российским кредиторам, включая Группу «ОНЭКСИМ» \$119 млн в соответствии с соглашением о реструктуризации. Всего с начала 2011 г компания выплатила \$1.7 млрд, включая рефинансирование части долга за счет средств, полученных в результате размещения рублевых облигаций. С учетом указанных погашений общая сумма, выплаченная по кредитам с момента подписания соглашения о реструктуризации - без учета выплат в рамках рефинансирования кредита ВЭБа составляет \$4.3 млрд. Как отмечается в сообщении, RUSAL осуществляет выплаты по кредитам с опережением графика и активно изучает возможности использования новых инструментов для привлечения капитала, что позволит компании снизить затраты на обслуживание долга и улучшить его структуру. / Прайм

Корпоративные новости

- Как сообщил менеджмент **Аэрофлота**, авиакомпания направит на создание резервного фонда для интеграции активов Росавиа 1.2 млрд. руб. (\$ 42.9 млн.), что составляет 10% от чистой прибыли 2010 года по РСБУ. Напомним, что активы Росавиа были оценены в 2.5 млрд. руб. (\$ 89 млн.) и Аэрофлот передаст за них Ростехнологиям 3.61% своих акций. Величина долгов Росавиа (\$ 235 млн.) примерно совпадает с долгом проданного в начале 2011 года Нордавиа.
- Выручка **Ростелекома** по МСФО за 1 квартал 2011 года увеличилась на 8%, до 72.4 млрд руб., OIBDA сократилась на 2%, до 27.2 млрд руб. Рентабельность OIBDA снизилась до 37.6% с 41.3%. Денежные средства на счетах сократились на 52%, до 8.4 млрд руб. Общий долг вырос на 24% по сравнению с концом 2010 года, составив 170.7 млрд руб., при этом более 95% долга номинировано в рублях. В результате, Чистый долг компании с конца прошлого года увеличился на 29%, до 154.4 млрд руб., соотношение чистый долг/OIBDA выросло до 1.5X с 1.2X, оставаясь на умеренном уровне. / Интерфакс

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

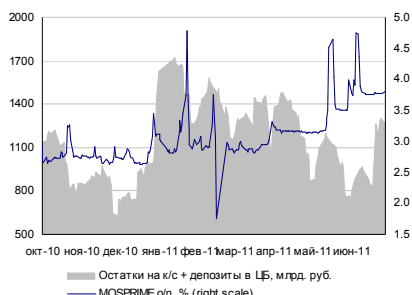
- В 2011 году **ФСК ЕЭС** разместит облигации в объеме 50-70 млрд руб., сообщил заместитель председателя правления компании А. Казаченков. / Прайм
- **Буровая компания «Евразия»** полностью разместила 7-летние облигации 1-й серии на 5 млрд руб. / Прайм
- **Ростелеком** досрочно погасит выпуски облигаций 12 и 14 серий на 2.5 млрд руб. Выпуск 12-й серии объемом 1.5 млрд руб. компания погасит в дату выплаты 4-го купона 19 июля 2011 г, а выпуск 14-й серии объемом 1 млрд руб. - 20 октября 2011 г. / Прайм
- **Банк «Кедр»** разместил 3-летние облигации серии БО-01 на 1.5 млрд руб. Ставка 1-го купона составила 9.25 %. / Прайм
- **Банк «Держава»** откладывает размещение 5-летних облигаций 2-й серии на 1 млрд руб. на неопределенный срок. / Прайм
- **Русский международный банк** принял решение о размещении 3-летних облигаций серии БО-1 на 1.5 млрд руб. / Cbonds
- **Обувьрус** начала 29 июня 2011 года размещение облигаций дебютного выпуска номинальным объемом 700 млн руб. По данным ММВБ с облигациями компании в день размещения было зафиксировано 8 сделок на сумму 651 млн руб. / Cbonds

Кредиты и займы

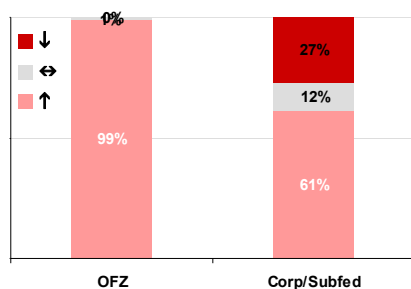
- **Нижнекамскнефтехим** планирует привлечение кредитов Сбербанка на строительство нового производства этилена. / Прайм

## Внутренний рынок

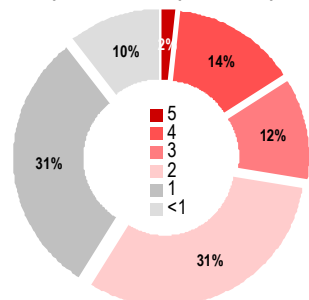
Динамика объемов ликвидности в банковской системе РФ



Распределение оборота по изм. цены



Распределение оборота по дюрации



Динамика ликвидных ОФЗ

Выпуск	29.06					28.06.2011				
	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 26205	5 648	8.11	6.41	-15	0.98					
ОФЗ 26204	2 733	7.95	4.89	-3	0.15					
ОФЗ 26206	30 760	7.84	4.55	-3	0.10					
ОФЗ 26203	565	7.43	3.97	-3	0.14					
ОФЗ 25077	4 315	7.36	3.58	-2	0.06					
ОФЗ 25075	879	7.07	3.26	-2	0.05					
ОФЗ 25079	21 097	7.06	3.26	-3	0.08					
ОФЗ 25068	598	6.36	2.50	0	0.00					
ОФЗ 25076	495	6.33	2.30	-4	0.10					
ОФЗ 25078	570	5.53	1.44	-1	0.01					
ОФЗ 25073	828	5.06	0.99	-9	0.09					

Источник: ММББ, RD Банка Москвы

## Денежный рынок стабилен

Вчера объем свободной денежной ликвидности в системе снова вернулся к отметке в 1.2 трлн руб., прирост за день составил 94.8 млрд руб. Налоговый период закончен, ОФЗ 25074 погашен – все это привело к появлению дополнительной свободной ликвидности. Поэтому вчерашние аукционы по размещению двух выпусков ОФЗ (всего было размещено около 50 млрд руб.) особо не повлияли на ликвидную позицию. Ставка MosPrime overnight снизилась на 4 б.п. до уровня 3.82 %. Ожидаем, что в ближайшее время денежный рынок будет спокоен, ставка overnight должна стабилизироваться на уровне 3.7-3.75 %.

Сегодня состоится очередное заседание ЦБ по ставкам. Ожидаем, что все ключевые ставки будут оставлены на прежнем уровне на фоне замедления инфляции (нулевая инфляция за период с 21 по 27 июня, с начала месяца – 0.2 %). Данный факт также должен поспособствовать стабилизации денежного рынка.

## Аукционы Минфина: по ОФЗ 25079 опять тройная переподписка, к длинному ОФЗ 26206 тоже проявлен интерес

Основное событие вчерашнего дня – двойной аукцион Минфина по размещению ОФЗ. Объявленные ориентиры по доходности четырехлетнего ОФЗ 25079 и шестилетнего ОФЗ 26206 составляли 7.05-7.10 % и 7.75-7.85 % соответственно. Таким образом, по итогам торгов накануне аукционов можно было отметить отсутствие премии к вторичному рынку по выпускам. Минфин решил воспользоваться удачной конъюнктурой (окончание налогового периода, значительный объем свободной ликвидности, погашение ОФЗ 25074 на 70 млрд руб.) и постараться занять большой объем (в т.ч. 50 млрд руб. длинного выпуска) ниже рыночного уровня.

Как мы и ожидали, аукцион по размещению ОФЗ 25079, несмотря на отсутствие премии, был успешен – размещен практически весь изначально запланированный объем бумаг (19.3 млрд при объеме размещения 20 млрд руб.). Средневзвешенная доходность на аукционе составила 7.08 %, спрос превысил объем предложения более чем в три раза (61.1 млрд руб.). Соответственно, почти весь объем доразмещения ушел в рынок ниже уровня закрытия предыдущего дня без премии к вторичному рынку. Успешность размещения связываем с достаточным объемом свободной ликвидности, окончанием налогового периода, «удобной» срочностью выпуска, популярностью выпуска у инвесторов, а также с несколько улучшившейся внешней конъюнктурой. После аукциона бумага еще подросла в цене и закрылся на уровне 7.06% по доходности. Напомним, что данный выпуск успешно дебютировал несколько недель назад и трижды размещался практически в полном объеме с переподпиской. На предыдущих аукционах ставка размещения составляла 7.25 %, 7.18 % и 7.13 % соответственно. Как мы и предполагали, ОФЗ 25079 стал одним из так называемых эталонных выпусков и Минфин может продолжить доразмещать его достаточно активно.

Достаточно успешное размещение длинного ОФЗ 26206 свидетельствует о благоприятной конъюнктуре на рынке госбумаг, интересе к инвесторов к длинной дюрации и отсутствию ожиданий о поднятии ставок ЦБ. Минфину удалось разместить чуть более половины запланированного значительного объема в 50 млрд руб. без предоставления премии. В итоге выпуск был размещен по верхней границе интервала, средневзвешенная доходность на аукционе составила 7.85 %, объем размещения по номиналу – 30.1 млрд руб. при спросе 34.6 млрд руб. После аукциона выпуск еще немного подрос в цене, закрывшись на уровне 7.84 % по доходности. Также необходимо отметить, что в настоящий момент данный выпуск торгуется с премией к кривой ОФЗ порядка 60 б.п., с потенциалом роста цены более 2.5 %.

## На вторичном рынке позитив

Внутренний долговой рынок вчера находился во власти позитивных настроений. В госсекторе увеличились в цене практически все торгуемые выпуски, корпоративный/муниципальный сектор также старался не отставать. Отмечаем высокие обороты – 20 млрд руб. в государственном сегменте (без учета аукционов по размещению) и 35 млрд руб. в корпоративном.

В выпусках ОФЗ, вероятно, происходит постепенная переоценка длинного конца кривой, наибольший рост продемонстрировали бумаги с дюрацией от четырех лет. Отмечаем рост почти на фигуру цены длинного ОФЗ 26205 на высоких оборотах (5.6 млрд руб., -15 б.п. к доходности). Также высокие обороты прошли по выпускам ОФЗ 26202 (2.4 млрд руб.), ОФЗ 25077 (4.3 млрд руб., -2 б.п. по доходности).

Корпоративные бумаги тоже, в основном, были раскрашены в зеленые тона, хотя отдельные эмитенты и продемонстрировали достаточно существенное снижение. В частности, на полфигуры вниз корректируются выпуски Евраз (особенно новый Евраз-07, +12 б.п. к доходности), РусГидро-02 (+13 б.п. к доходности) и НЛМК БО-06, на высоких оборотах (906 млн руб.), прибавивший 51 б.п. к доходности. Также отмечаем высокие обороты по выпускам Вымпелкома (по шестому выпуску более 1.4 млрд руб.), Почты России (1 млрд руб.) и РЖД-11 (1 млрд руб.), РЖД-16 (1.2 млрд руб.)

Лучше рынка выглядели бонды ГлобэксБО2 (MD 0.52/0.44 %/ yield 6.05/-82 б.п.), ГПБ БО-01 (MD 2.12/0.49 %/ yield 7.15/-23 б.п.), ММК БО-2 (MD 0.44/0.03 %/ yield 5.46/-10 б.п.), Трансф 03 (MD 0.33/0.04 %/ yield -24.88/-41 б.п.), РЖД-16 обл (MD 3.87/0.2 %/ yield 7.82/-5 б.п.).

В муниципальном секторе отмечаем рост на фигуру доходности облигаций Казани-06.

Полагаем, что в конце недели тенденция роста котировок может продолжиться в связи с достаточным количеством свободной ликвидности и смягчением опасений на внешних рынках после того, как греческий парламент в среду одобрил план бюджетной консолидации.

## Статистика торгов

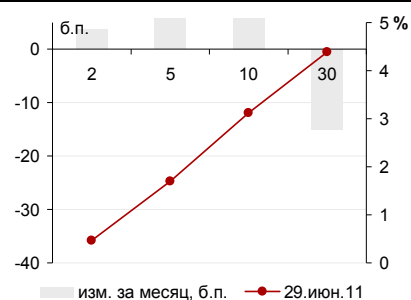
Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
АльянсБО1	414	10	5 000	04.02.14	-	102.7	0.05	8.25	2.12
Башнефть02	398	5	15 000	13.12.16	18.12.12	108.1	0.06	6.75	1.30
ВК-Инвест1	387	4	10 000	19.07.13	-	104.6	0.00	6.93	1.73
ВК-Инвест6	1360	18	10 000	13.10.15	-	100.9	0.12	8.20	3.37
ВТБ БО-05	444	10	10 000	15.03.13	-	101.8	-0.05	6.64	1.52
ГазпрнфБО5	457	6	10 000	09.04.13	-	101.4	-0.10	6.40	1.58
Газпрома11	775	17	5 000	24.06.14	-	119.7	0.09	6.52	2.43
ГлобэксБО2	396	5	5 000	22.07.13	22.01.12	101.2	0.44	6.05	0.52
ГПБ БО-01	514	4	10 000	08.12.13	-	101.6	0.49	7.15	2.12
ЕврХолдф 4	391	4	5 000	19.10.20	26.10.15	105.8	-0.41	8.49	3.31
ЕврХолдф 7	501	9	15 000	25.05.21	02.06.16	100.1	-0.50	8.56	3.80
Казань06	435	5	2 000	08.12.11	-	102.5	-0.47	6.38	0.41
Мечел 5об	781	14	5 000	09.10.18	16.10.12	107.2	-0.18	6.88	1.12
МираторгФ1	383	2	2 500	02.08.12	04.08.11	100.2	-0.15	9.45	0.09
ММК БО-2	407	10	10 000	12.12.12	14.12.11	101.9	0.03	5.46	0.44
Мосэнерго3	424	4	5 000	28.11.14	06.12.12	105.8	0.05	6.07	1.29
МТС 08	396	14	15 000	03.11.20	12.11.15	101.2	0.05	7.99	3.46
НЛМК БО-6	906	5	10 000	05.03.13	-	100.9	-0.77	7.28	1.47
ПочтаРос01	1007	17	7 000	22.03.16	25.03.14	101.1	0.11	7.92	2.28
РЖД-11обл	1038	4	15 000	18.11.15	-	101.6	0.07	7.51	3.52
РЖД-16 обл	1193	31	15 000	05.06.17	06.06.16	100.9	0.20	7.82	3.87
РосселхБ 7	432	9	5 000	05.06.18	11.06.13	100.3	0.01	6.79	1.74
РСГ-Фин 1	425	26	3 000	18.06.14	19.12.12	100.3	0.01	10.95	1.25
РУСАЛБАл07	444	11	15 000	22.02.18	03.03.14	100.4	0.04	8.28	2.21
РусГидро02	707	9	5 000	12.04.21	22.04.16	100.2	-0.49	8.10	3.74
Сибметин02	687	10	10 000	10.10.19	16.10.14	115.9	0.11	8.08	2.55
СУЭК-Фин01	679	11	10 000	26.06.20	05.07.13	103.8	0.03	7.41	1.69
ТГК-5-01	582	7	5 000	06.10.17	11.10.13	101.7	0.05	8.10	1.93
ТГК-9 01	471	7	7 000	07.08.17	12.08.13	100.4	0.00	8.07	1.79
Трансф 03	887	7	65 000	18.09.19	28.09.11	110.6	0.04		0.33

Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Антон Дроздов, CFA

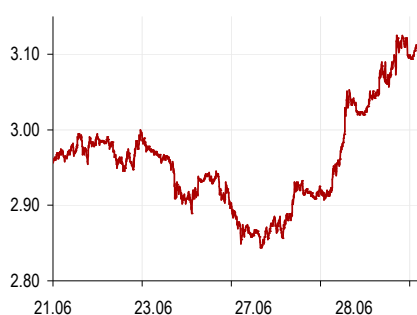
## Глобальные рынки

Динамика кривой UST за месяц



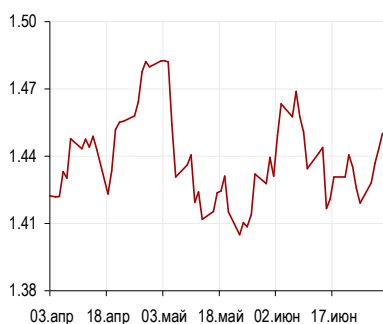
Источник: Reuters

Динамика доходности UST\*10



Источник: Reuters

Курс EUR/USD



Источник: Reuters

## Оптимизм нарастает

На мировых финансовых рынках сохраняется оптимизм. Парламент Греции одобрил 5-летний план дополнительной бюджетной экономии на 28.4 млрд евро, который является обязательным условием предоставления стране очередного транша международного пакета помощи. Парламентарии сделали то, что не обходимо, для того, чтобы избежать дефолта в краткосрочной перспективе и катастрофических последствий для всей мировой экономики, несмотря на массовые протесты населения и первую двухдневную всеобщую забастовку с 1974 г. Сегодня состоится второй раунд голосования, в ходе которого будет определено, как именно бюджетная консолидация будет реализована.

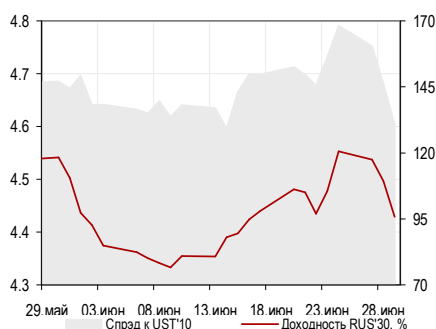
Вчера доходности Treasuries продолжили двигаться вверх, 10-летние бумаги прибавили еще 8 б.п. до 3.12%. Возможно, инвесторы сочтут текущие ценовые уровни UST достаточно привлекательными для покупок.

Изменение кривой UST

	YTM, %		Изм-е, б.п.	
	28.июн.11	29.июн.11	День	Месяц
UST 02	0.48	0.47	-2	4
UST 05	1.59	1.70	11	10
UST 10	3.03	3.12	9	13
UST 30	4.33	4.38	6	16

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Источник: Reuters

**Российские еврооблигации: под влиянием «бычьих» настроений**

Рынок российских еврооблигаций остается под влиянием «бычьих» настроений, вызванных первыми позитивными итогами голосования в Греции. Отмечаем существенный рост котировок бондов транспортного сектора – Sovkomflot' 17 (+1.22 п.п.), RuRail (около 0.5 п.п.). Суверенные российские бумаги также прибавили в цене от 10 до 18 б.п. Более сильную динамику показал RUS'28, подорожав сразу на полфигуры. Доходность индикативного Rus'30 снизилась на 8 б.п. С начала недели падение доходности выпуска уже составило 15 б.п. Спрэд к UST'30 сузился до 130 б.п.

Одобрение парламентом Греции плана бюджетной экономии снимает остроту в краткосрочной перспективе, однако не решает саму проблему. Вероятнее всего, на первый план в ближайшее время выдут вопросы, связанные с США: завершение QE II и увеличение предельного уровня госдолга США.

Сегодня в 13.00 МСК будут опубликованы июньские данные по инфляции в еврозоне, которые могут оказать влияния на ожидания рынка относительно срока повышения процентной ставки ЕЦБ. В США в 16.30 МСК выйдет статистика о количестве заявок на пособие по безработице за минувшую неделю, а в 17.45 – индекс деловой активности в производственном секторе региона Чикаго за июнь.

**Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор**

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	112.1	2.17	169	1.5	0.09	-10
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	108.1	4.50	249	4.6	0.13	-3
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	124.4	5.38	298	0.8	0.35	-6
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	110.0	0.00	287	6.3	0.22	-4
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	105.8	5.77	252	7.6	0.30	-4
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	124.4	6.55	301	2.5	0.55	-5
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	108.4	6.61	270	11.8	0.36	-3
Alrosa' 20	USD	1000	03.11.20	108.4	6.53	355	6.6	0.46	-7
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	108.7	3.83	333	1.7	0.03	-4
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	111.3	5.31	381	3.6	0.33	-10
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	115.1	6.71	449	5.0	0.32	-7
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	103.1	3.48	315	0.7	0.02	-10
MTS' 12	USD	400	28.01.12	103.2	2.19	186	0.5	0.02	-14
MTS' 20	USD	750	22.06.20	114.0	6.54	377	6.4	0.36	-6
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	102.9	4.08	371	0.8	0.00	-4
RuRail '17	USD	1500	03.04.17	106.1	4.51	234	4.8	0.47	-10
RuRail '31	GBP	650	25.03.31	101.3	7.36	337	10.1	0.56	-5
Rushydro '18	RUB	20000	28.10.15	101.5	7.60	109	3.4	-0.02	1
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	111.7	3.79	324	1.8	0.05	-5
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	112.8	4.31	350	2.4	0.13	-7
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	101.1	5.17	272	5.2	1.22	-23
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	103.3	1.49	113	0.7	0.00	-7
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	108.5	2.33	180	1.6	0.15	-13
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	113.2	4.55	276	4.1	0.24	-6
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	108.3	4.95	285	4.7	0.16	-3
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	107.9	3.84	331	1.7	0.06	-6
VIP' 16	USD	600	23.05.16	109.6	5.95	422	4.0	0.18	-5
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	112.7	6.76	448	5.1	0.29	-6

Источники: Bloomberg

Екатерина Горбунова, Ольга Сибиричева

## Корпоративные новости

## Мечел: результаты хуже ожиданий, но не разочаровывают

## Индекс рублевой доходности облигаций металлургического сектора



Источник: ММББ, RD Банка Москвы

## Основные показатели новых выпусков облигаций Мечела

Серия	17об	18об	19об
Объем выпуска, млн. руб.	5 000	5 000	5 000
Купон, %	8.4	8.4	8.4
Дюрация, лет	3.8	3.8	3.8
УТМ/УТР	8.56	8.55	8.60
Оборот за 3 мес, млн руб.	3 327	3 211	4 713
Число сделок за 3 мес.	72	57	52
Рейтинги	/ B1/	/ B1/	/ B1/
Котировальный лист	A1	A1	A1

Источник: ММББ, расчеты RD Банка Москвы

## Событие

Вчера Мечел (NR/B1/NR) опубликовал свои финансовые результаты за 1-й квартал 2011 года. В разрезе скорректированной EBITDA цифры оказались примерно на 2 % ниже консенсус-прогнозов рынка и наших ожиданий, в разрезе чистой прибыли – значительно лучше прогнозов из-за существенных доходов от валютных разниц. За день до окончания 2-го квартала компания чувствует себя уверенной в вопросе выполнения ковенант по соотношению «Чистый долг/EBITDA» ниже 3х на конец полугодия.

## Основные финансовые результаты Мечела по US GAAP

\$ млн	1 кв. 10	4 кв. 10	1 кв. 11	г-к-г, %	кв-к-кв, %
Выручка	1 900	2 770	2 934	54	6
Операционные расходы	1 632	2 156	2 341	43	9
EBITDA*	268	614	594	121	-3
маржа, %	14.1	22.2	20.2	43	-9
Чистая прибыль	83	186	309	274	66
Концентрат коксующегося угля, тыс. тонн	2 358	3 210	3 091	31	-4
Выпуск проката, тыс. тонн	1 754	1 892	1 883	7	0

\* - скорректированный показатель

Источники: отчетность компании, расчеты RD Банка Москвы

Кроме того, в ходе телеконференции менеджмент поделился некоторыми интересными аспектами работы компании и ближайшими планами, а именно:

- В 2011 году компания намерена произвести 31 млн тонн угля, в том числе производство концентрата коксующегося угля составит 14.5 млн тонн (данный прогноз предполагает, что выпуск во 2-4 квартале года будет в среднем на 22 % выше, чем в отчетном квартале).
- Строительство железнодорожной ветки и разреза на Эльге ведется по графику. В августе планируется начать добычу, в 2011 году добыть 300 тыс. тонн рядового угля, в 2011 году – 2 млн тонн. Запуск сезонной обогатительной фабрики на Эльге мощностью 1 млн. тонн в год запланирован на май 2013 года.
- За день до окончания 2-го квартала компания чувствует себя уверенной в вопросе выполнения ковенант по соотношению чистый долг/EBITDA ниже 3.0 на конец полугодия (исходя из официальных оценок EBITDA Мечела, это предполагает, что во 2-м квартале чистый денежный поток компании составил не менее \$ 470 млн при EBITDA не менее \$ 700 млн).
- Менеджмент подтвердил, что одобрение собранием акционеров сделки по приобретению Daveze Ltd. за \$ 537 млн связано с приобретением ДЭМЗ (входивший в Эстар современный завод мощностью более 1 млн тонн стали в год на Украине). При этом долг ДЭМЗа составляет лишь \$ 16 млн, а оплачивать покупку Мечел намерен серией платежей до 2014 года.
- Увеличение объявленных акций Мечел-майнинг не связано с реализацией конкретных планов по IPO компании, которых пока нет. Тем не менее, не исключено, что решение об IPO добывающего сегмента будет принято в будущем.
- Цены на уголь Якутгля марки K9 в 3-ем квартале будут находиться на уровне \$ 300-310 за тонну (fob Посьет) (это соответствует мировым ценам), стоимость угля на внутреннем рынке, вероятно, останется на уровне 2-го квартала.

Комментарий

Более слабые по сравнению с ожиданиями финансовые результаты компании объясняются тем, что мы (и, вероятно, рынок в целом) несколько недооценили негативный эффект от временного прекращения работы обогатительной фабрики на Якутугле на финансовые показатели компании. Остальные сегменты бизнеса Мечела показали очень солидные цифры. Так, EBITDA сталелитейного сегмента в отдельности выросла на 13 % кв-кв до \$ 150 млн, что представляется выдающимся результатом на фоне значительного роста цен на сырье.

Впрочем, неплохими результатами компании можно считать лишь результаты на уровне P&L, а на уровне денежных потоков ситуация выглядит значительно хуже. В 1-м квартале из-за резкого роста оборотного капитала операционный денежный поток компании был глубоко отрицательным (-\$ 347 млн), что в совокупности с солидными капиталовложениями (-\$ 327 млн) и укреплением рубля привело к росту чистого долга почти на \$1 млрд до \$ 7.9 млрд. Однако и здесь заверения менеджмента компании о выполнении ковенант по долгу внушают оптимизм – для этого чистые денежные потоки компании во 2-м квартале должны резко возрасти (руководство говорит об этом же – часть запасов металлоторговой сети Мечела и угля на Якутугле была распродана именно в последние три месяца).

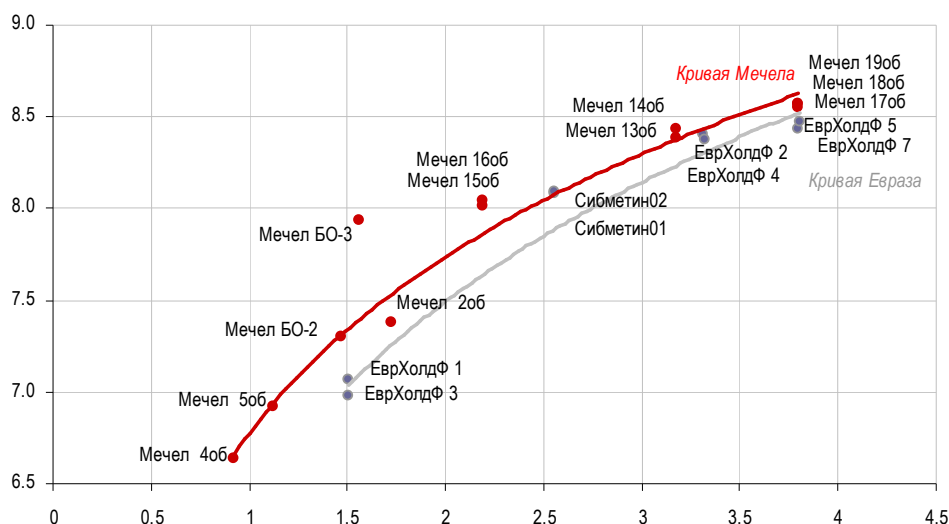
Подтверждение планов по Эльге и нематериальные размеры чистого долга ДЭМЗа также внушают оптимизм, снимая риски затягивания проекта в первом случае и переплаты за актив во втором.

Влияние на рынок

Новые выпуски Мечела активно торгуются в настоящее время с минимальным спрэдом к новым бондам Евраза в 10 б.п. при справедливом уровне в 30 б.п. И те и другие облигации выглядят переоцененными и по отношению к собственным бондам меньшей срочности, что, очевидно, обусловлено ажиотажем вокруг новых бумаг в период их размещения.

На фоне высокого уровня ликвидности в банковской системе и снижения опасений инвесторов относительно перспектив скорого повышения процентных ставок ЦБ, мы не исключаем, что в ближайшее время переоценка коснется не новых длинных бондов, а среднесрочных выпусков. Между тем, инвесторам следует иметь в виду, что в случае ухудшения внешней конъюнктуры или каких-либо действий монетарных властей РФ относительно дальнейшего ужесточения денежной политики, котировки новых выпусков, в особенности Мечела, могут показать резкое движение вниз в соответствии с эффектом разжимающейся пружины.

Карта доходности рублевых выпусков Мечела и Евраза



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Волков, CFA, Екатерина Горбунова



## Монитор кривой ОФЗ

## Текущая таблица относительной стоимости

Наибольший потенциал среди ликвидных бондов сохраняют выпуски ОФЗ 26204, ОФЗ 26206 и ОФЗ 25077. В настоящий момент данные выпуски торгуются со спрэдом к кривой ОФЗ примерно в 30 б.п., с потенциалом роста цены около одного процента. Кривая по-прежнему является перепроданной на среднесрочном отрезке с дюрацией от трех лет до пяти лет. В длинном конце кривой происходит плавная переоценка, доходности наиболее длинных выпусков вчера снизились на 3-5 б.п.

29.06.11

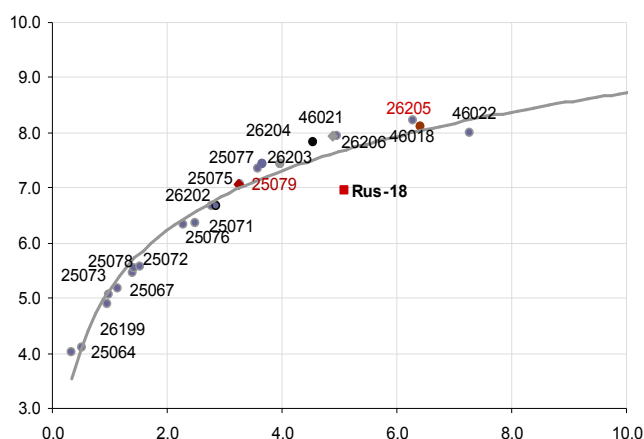
28.06.11

Выпуск	Оборот, млн руб	Yield,%	MDUR	bp	Цена,%	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield,%	MDUR
ОФЗ 25063	7	4.03	0.35	15	-0.06	50	-40	0.14	3.88	0.35
ОФЗ 25064	-	4.1	0.51	-4	0.00	-3	fair	-	4.14	0.52
ОФЗ 26199	-	4.89	0.95	-1	0.00	-20	10	-0.09	4.90	0.96
ОФЗ 25073	828	5.06	0.99	-9	0.09	-9	fair	-	5.15	1.00
ОФЗ 25067	485	5.17	1.15	-6	0.05	-21	11	-0.13	5.23	1.15
ОФЗ 25072	282	5.45	1.40	-8	0.11	-23	13	-0.18	5.53	1.40
ОФЗ 25078	570	5.53	1.44	-1	0.01	-19	9	-0.13	5.54	1.44
ОФЗ 25065	0	5.58	1.52	-1	0.00	-23	13	-0.20	5.59	1.49
ОФЗ 25076	495	6.33	2.30	-4	0.10	-12	2	-0.04	6.37	2.30
ОФЗ 25068	598	6.36	2.50	0	0.00	-22	12	-0.30	6.36	2.50
ОФЗ 26202	2 367	6.66	2.78	-1	0.01	-8	fair	-	6.67	2.78
ОФЗ 25071	230	6.66	2.85	-1	0.01	-13	3	-0.07	6.67	2.86
ОФЗ 25079	21 097	7.06	3.26	-3	0.08	7	fair	-	7.09	3.26
ОФЗ 25075	879	7.07	3.26	-2	0.05	8	fair	-	7.09	3.26
ОФЗ 25077	4 315	7.36	3.58	-2	0.06	22	-12	0.44	7.38	3.58
ОФЗ 46017	0	7.42	3.67	5	-0.21	25	-15	0.54	7.37	3.67
ОФЗ 26203	565	7.43	3.97	-3	0.14	13	-3	0.13	7.46	3.97
ОФЗ 26206	30 760	7.84	4.55	-3	0.10	33	-23	1.07	7.87	4.54
ОФЗ 26204	2 733	7.95	4.89	-3	0.15	33	-23	1.13	7.98	4.89
ОФЗ 46021	-	7.95	4.95	0	0.00	31	-21	1.05	7.95	4.96
ОФЗ 46018	11	8.23	6.28	13	-0.85	22	-12	0.78	8.10	6.31
ОФЗ 26205	5 648	8.11	6.41	-15	0.98	7	fair	-		
ОФЗ 46022	-	8	7.27	0	0.00	-23	13	-0.96	8.00	7.27
ОФЗ 46020	-	8.20	10.20	0	0.00	-56	46	-4.65	8.20	10.20

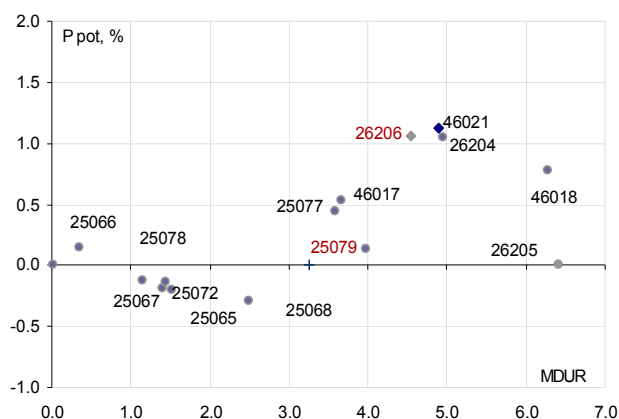
\*к модельной кривой ОФЗ

\*\* изменение для достижения справедливого спреда над/под кривой 10 б.п.

Кривая ОФЗ



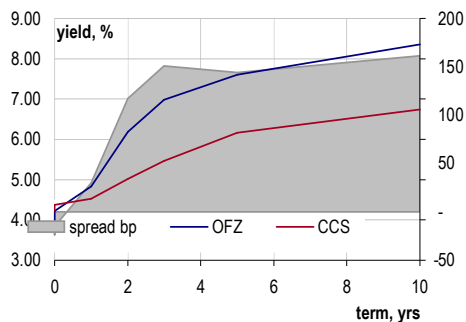
Потенциал и дюрация



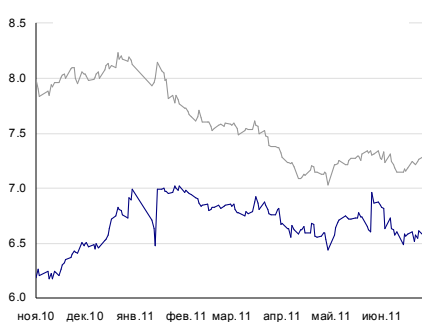
Антон Дроздов, CFA

Российский долговой рынок

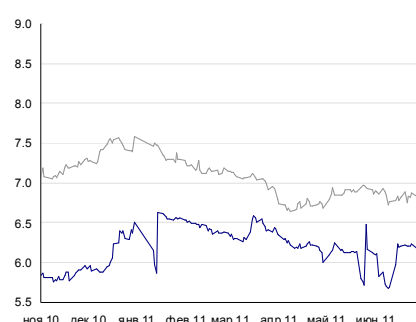
Кривые ОФЗ и CCS



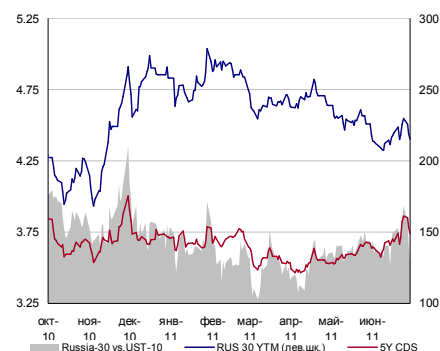
Индексы ВМВІ эшелоны



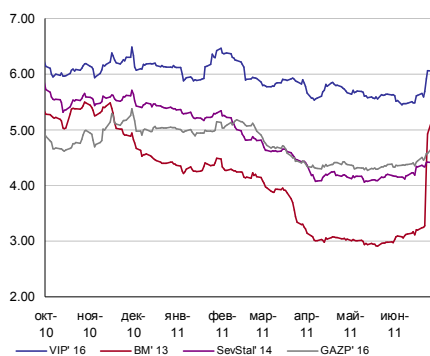
Индексы ВМВІ рейтинги



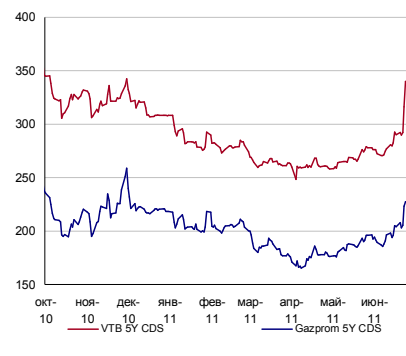
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

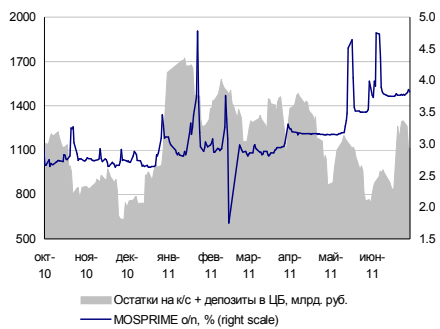


CDS корпораций

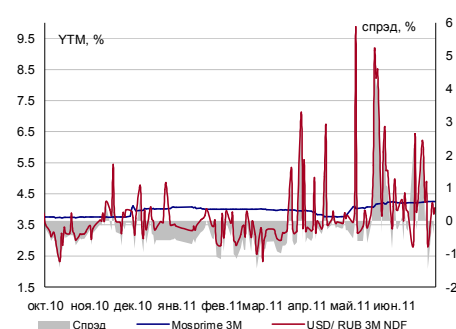


Денежно-валютный рынок

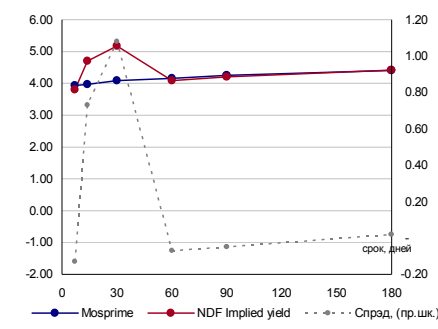
Ликвидность и ставки



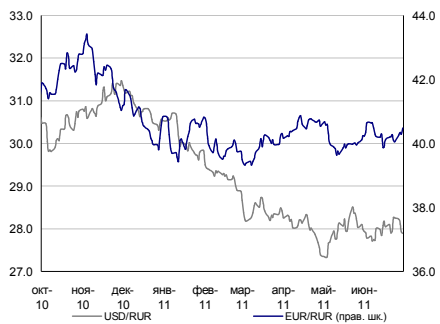
Форвардный базис



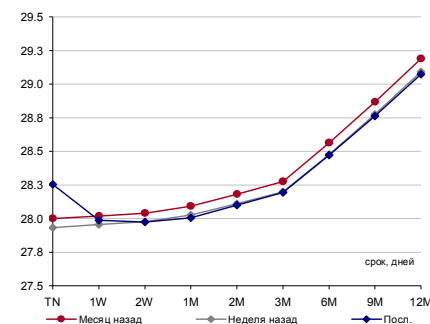
Спрэды денежного рынка



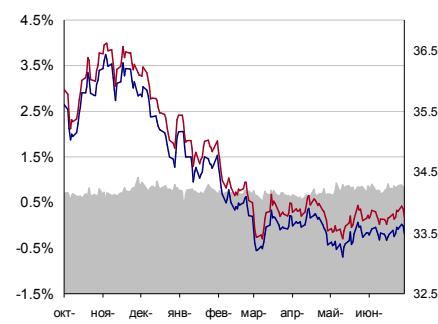
Курс рубля



Форвардные кривые



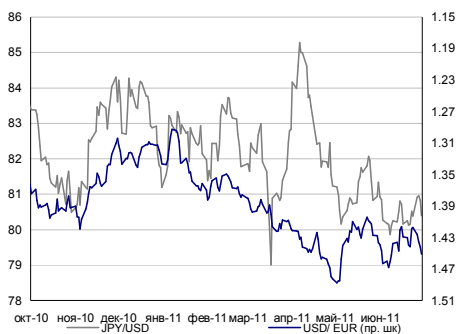
Своп-поинты 3 месяца



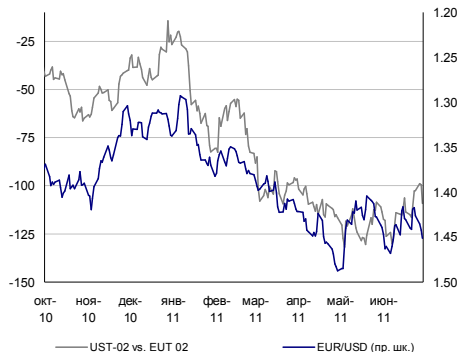
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

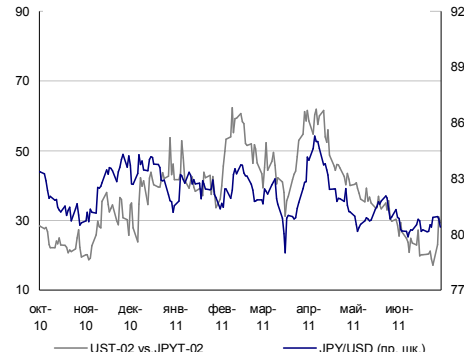
Основные валюты



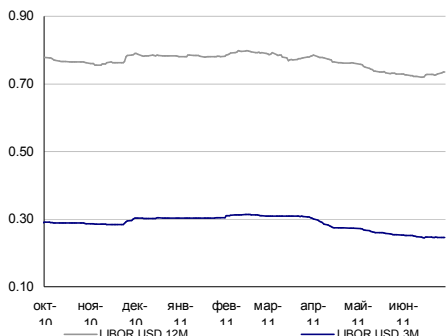
Ставки и курсы евро/доллар



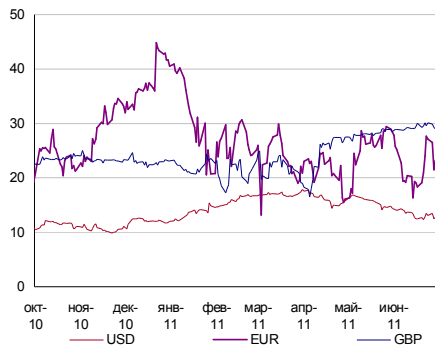
Ставки и курсы иена/доллар



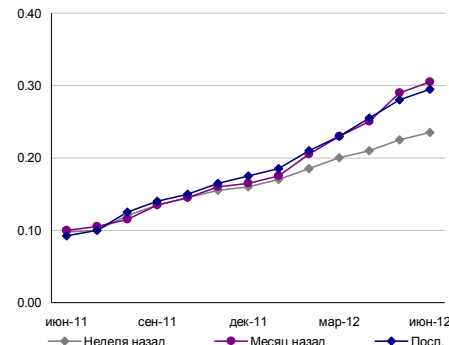
LIBOR USD



LIBOR-OIS

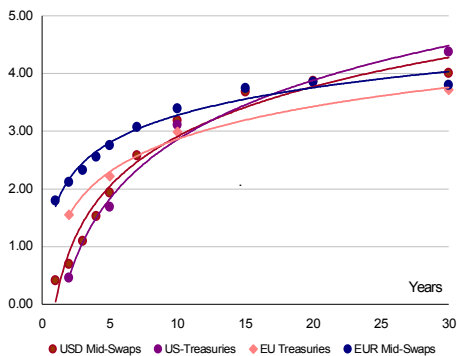


FED RATE ожидания

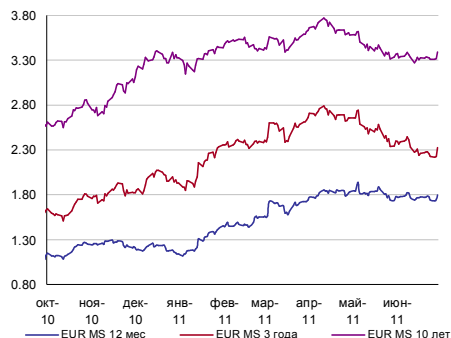


Глобальный долговой рынок

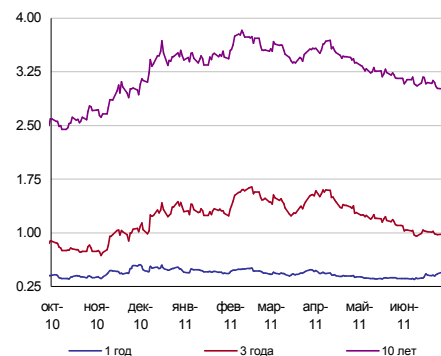
Базовые кривые



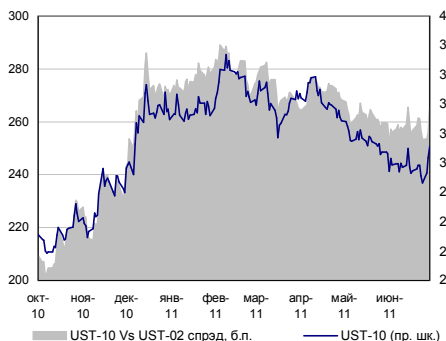
EUR IRS (mid)



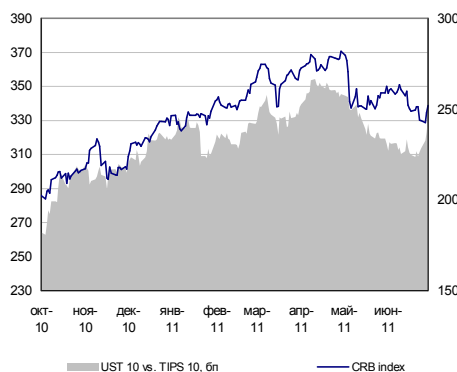
USD IRS (mid)



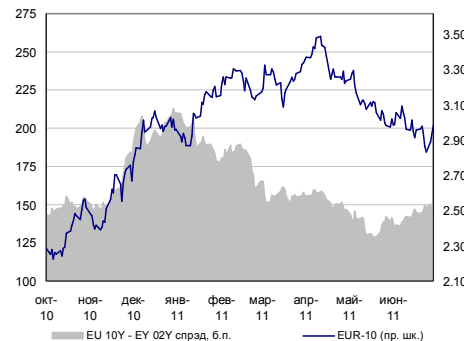
UST



Инфляционные ожидания

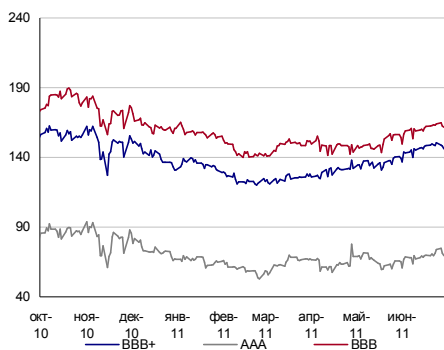


Bundes

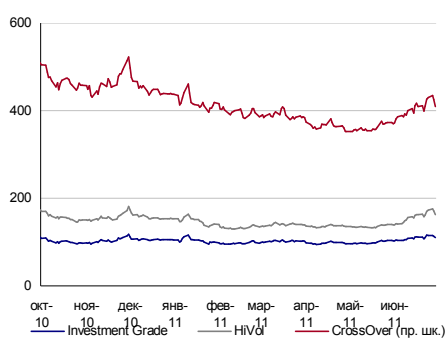


Глобальный кредитный риск

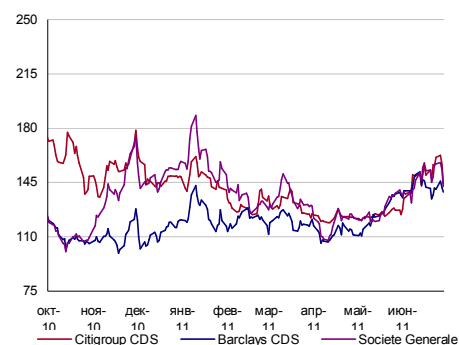
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

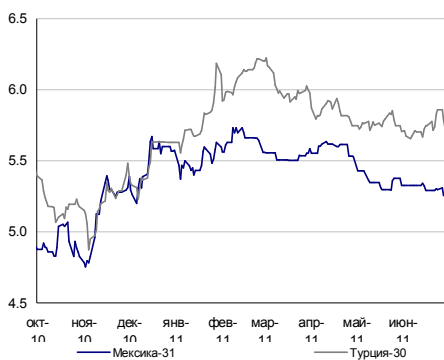


CDS Global Banks

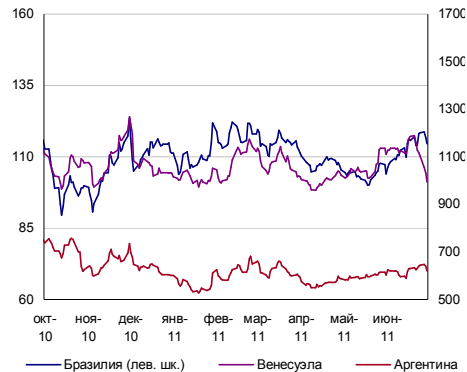


Emerging markets

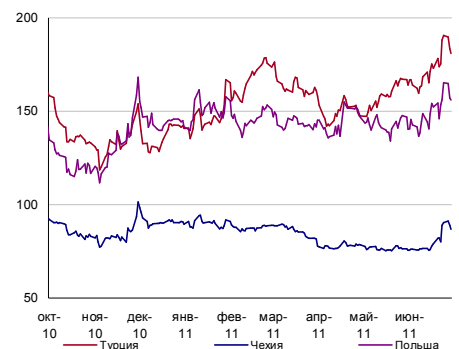
Еврооблигации EM



Lat Am CDS

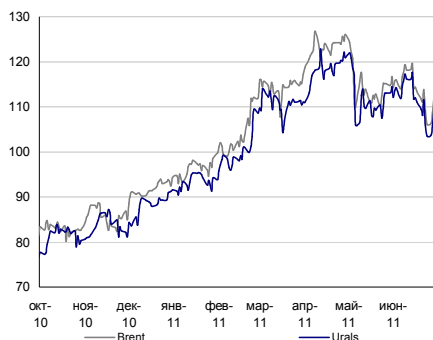


EMEA CDS

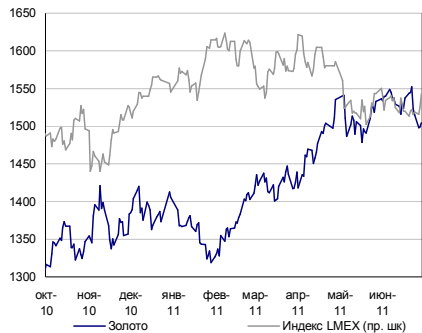


Товарные рынки

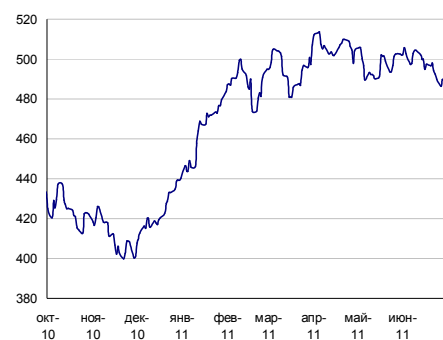
Нефть



Драгметаллы



CRB food



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

[Bank\\_of\\_Moscow\\_Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Нефть и газ**

Денис Борисов

[Borisov\\_DV@mmbank.ru](mailto: Borisov_DV@mmbank.ru)**Экономика**

Кирилл Тремасов

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Стратегия**

Кирилл Тремасов

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Юрий Волков, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Металлургия**

Юрий Волков, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Минеральные удобрения**

Юрий Волков, CFA

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Банки**

Максим Кошелев

[Koshelev\\_ME@mmbank.ru](mailto:Koshelev_ME@mmbank.ru)**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Иван Рубинов, CFA

[Rubinov\\_IV@mmbank.ru](mailto:Rubinov_IV@mmbank.ru)**Машиностроение / транспорт**

Михаил Лямин

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)

Дмитрий Доронин

[Doronin\\_DA@mmbank.ru](mailto:Doronin_DA@mmbank.ru)**Долговые рынки**

Екатерина Горбунова

[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto:Gorbunova_EB@mmbank.ru)

Антон Дроздов, CFA

[Droz dov\\_AY@mmbank.ru](mailto:Droz dov_AY@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 абсолютную 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 исключительно 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.