



Доходности и спреды		yield, %	б.п.
RUS_30	↓	4.259	-6
RUS30_UST10 bp	↑	128	128
UST_10	↑	2.981	3
UST_2	↑	0.444	6
UST10-UST2 bp	↓	254	-3
EU_10	↓	2.651	-9
EU_2	↓	1.264	-7
EU10-EU2 bp	↓	139	-1
EMBI+ bp	↓	269	-5
Денежный рынок			
LIBOR OIS US 3m	↓	13	-1
LIBOR OIS EUR 3m	↑	31	3
Mosprime o/n	↑	4.13	0.0
Mosprime 3m	↑	4.27	0.0
RUB NDF 3m, %	↑	4.30	0.1
К/с+депоз (млрд руб)	↑	921	24.4
Кредитный риск CDS 5y			
Russia	↓	143	-1
Greece	↑	1 699	41
Portugal	↑	957	8
Spain	↑	314	12
Italy	↑	286	14
Индексы			
		цена	изм, %
MSCI BRIC	↓	345	-1.34
MSCI Russia	↓	1 032	-0.97
Dow Jones	↓	12 303	-1.59
RTSI	↓	1 976	-0.58
VIX (RTS)	↑	25	0.53
Валюты			
EUR/USD	↓	1.4363	-0.93
3m FWD rate diff	↓	121	-8
RUB/USD	↑	27.534	0.08
RUB/EUR	↓	39.557	-0.83
RUB BASK	↓	32.943	-0.41
Товары			
Urals \$ / bbl	↓	115	-0.77
Золото \$ / troy	↓	1 614	-0.35

На рынке

- Аукцион по размещению ОФЗ (21.7 млрд руб.), а также возврат бюджетных средств Минфину и Фонду ЖКХ (около 85 млрд руб.) привели к очередному оттоку ликвидности с денежного рынка на 60 млрд руб. до 862.8 трлн руб.
- Вчера Минфин провел аукцион по размещению **ОФЗ 25079** на 25 млрд руб. Как и ожидалось, выпуск был размещен практически полностью. На вторичном рынке отмечаем приличные обороты, при этом около 40 % объема пришлось на новые бонды **Tele2**.
- Акрон** провел встречу с инвесторами в Мурманской области, которая произвела на нас благоприятное впечатление. Мы считаем, что Акрон, который ранее воспринимался как компания с падающей в перспективе нескольких лет рентабельностью, способен нивелировать негативный эффект и возможно даже обеспечить себе рост финансовых показателей за счет реализации двух ключевых горнодобывающих проектов. Более высокую уверенность в этом дают хорошие денежные потоки Акрона в среднесрочной перспективе на фоне высоких цен на комплексные удобрения (мы повышаем наш прогноз цен на NPK), а также наличие сильной проектной команды. При сохранении текущих цен на удобрения к концу 2011 года Акрон может удвоить EBITDA и благодаря этому существенно снизить уровень своей долговой нагрузки в терминах Чистый долг/EBITDA с 2.7X на начало 2011 года до умеренного 1.3X. Улучшение кредитных метрик эмитента может способствовать росту котировок новых бумаг Акрона серий 4 и 5. «Кризисные» дорогие для эмитента выпуски, скорее всего, в течение полугода уйдут с рынка в рамках офферт.
- Северсталь** опубликовала сильные операционные результаты. Увеличение цен реализации готового проката на 10% в долларовом выражении в совокупности с неплохими результатами золотодобывающего сегмента открывает возможности для роста EBITDA по итогам 2-го квартала на 25-27 %. Среди еврооблигаций Северстали лучше рынка выглядел самый свежий выпуск с погашением в 2016 г. Как мы и ожидали, происходит сужение спреда выпуска к кривой Северстали. Потенциал дальнейшего сокращения спреда мы оцениваем в 10-15 б.п.

Внутренний рынок

Денежный рынок: сегодня окончание налогового периода

ОФЗ 25079 размещен почти полностью, однако спрос невелик

На вторичный рынок вернулись обороты

Глобальные рынки

Решения по «потолку» нет, инвесторы надеются на лучшее

Греция: залп второй, ход переходит к Fitch

Российские еврооблигации устойчивы к внешнему негативу

Корпоративные новости

Акрон на пути усиления кредитного профиля

Северсталь: операционные результаты открывают возможность для роста EBITDA

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Новости коротко

Сегодня

- Размещения **Банк Стройкредит** БО-01, БО-02 (по 1 млрд руб. каждый), **Группа ЛСР** (2 млрд руб.), **ЮТэйр-Финанс**-05 (1.5 млрд руб.)
- Оферта **КБ МИА**-05 (2 млрд руб.)
- Начинаются торги **ФСК ЕЭС**-13 и -19 в котировальном списке «Б»

Экономика

- За период с 19 по 25 июля 2011 г. индекс потребительских цен, по оценке Росстата, составил 100.0%, с начала месяца – 100.1%, с начала года – 105.1%.
- Объем международных резервов по состоянию на 22 июля 2011 года составил \$ 530.9 млрд, против \$ 528.5 млрд на 15 июля 2011 года. / Интерфакс
- Денежная масса (М2) в национальном определении к 1 июля 2011 года выросла до нового максимума в 20.74 трлн руб. / Интерфакс
- Премьер-министр В. Путин подписал постановление, в котором экспортная пошлина на нефть с 1-го августа устанавливается в размере \$ 438.2 за тонну (\$ 445.1 за тонну в июле). При этом сохраняется высокая заградительная пошлина на экспорт бензина (90 % от пошлины сырую нефть): с 1-го августа она составит \$ 394.4 за тонну.

Корпоративные новости

- По словам президента РЖД В. Якунина инвестпрограмма **РЖД** на 2012 год планируется в объеме 320-330 млрд руб., треть из этой суммы компания планирует профинансировать за счет заимствований. / РИА Новости
- По данным Интерфакса, совет директоров **ФСК ЕЭС** в среду рассмотрел вопрос об увеличении уставного капитала и количества объявленных акций. Ранее сообщалось, что ФСК намерена в 2011 году разместить допэмиссию 10.3 млрд акций номиналом 50 коп. Размещение будет проходить по открытой подписке.
- **ОГК-6** в первом полугодии 2011 г. увеличила объем производства электроэнергии на 3.4 % по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до 17 млрд кВтч. Наибольший рост выработки показала Рязанская ГРЭС (+31.5%). Коэффициент использования установленной мощности компании увеличился на 0.9 п.п. и составил 42.7%.

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **ОТП Банк** установил ставку первого купона облигаций серии БО-01 совокупным объемом 5 млрд руб. в размере 7.95%. Ориентир ставки купона серии БО-01 находился на уровне 8.0-8.25%. Книга заявок была закрыта вчера, размещение запланировано на 2 августа. / Cbonds

Кредиты

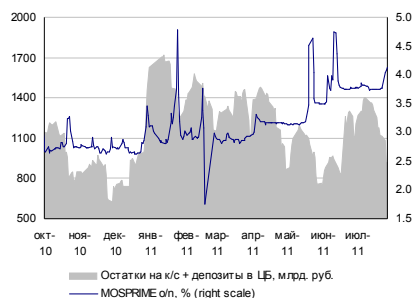
- **Сбербанк** предоставит Украине долгосрочный кредит в размере \$ 376 млн для строительства и реконструкции дорог в преддверии Евро-2012. / Интерфакс

Рейтинги

- **S&P** подтвердило кредитные рейтинги **Внешэкономбанка** по обязательствам в национальной валюте на уровне «BBB», по обязательствам в иностранной валюте на уровне «BBB+», прогноз по рейтингам — «стабильный». / S&P

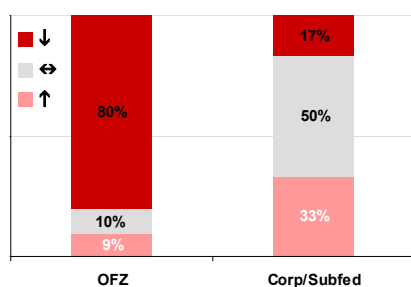
Внутренний рынок

Динамика объемов ликвидности в банковской системе РФ



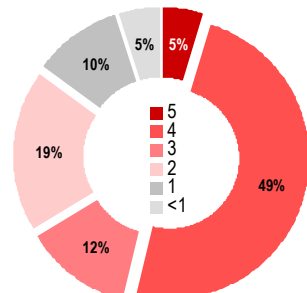
Источник: Bloomberg, RD Банка Москвы

Распределение оборота по изм. цены



Источник: MMBБ, RD Банка Москвы

Распределение оборота по дюрации



Источник: MMBБ, RD Банка Москвы

Динамика ликвидных ОФЗ

Выпуск	27.07			26.07.2011		
	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %	
ОФЗ 26205	1 547	7.76	6.40	1	-0.07	
ОФЗ 26204	962	7.57	4.85	-1	0.07	
ОФЗ 26206	911	7.50	4.50	1	-0.01	
ОФЗ 26203	685	7.17	3.91	-1	0.05	
ОФЗ 25077	1 613	7.08	3.65	2	-0.05	
ОФЗ 25075	3 396	6.86	3.31	0	0.00	
ОФЗ 25079	24 254	6.85	3.19	1	-0.02	
ОФЗ 25068	755	6.22	2.43	-2	0.05	
ОФЗ 25076	460	6.23	2.23	4	-0.11	
ОФЗ 25078	960	5.46	1.36	6	-0.10	
ОФЗ 25073	15	4.95	0.92	-6	0.00	

Источник: MMBБ, RD Банка Москвы

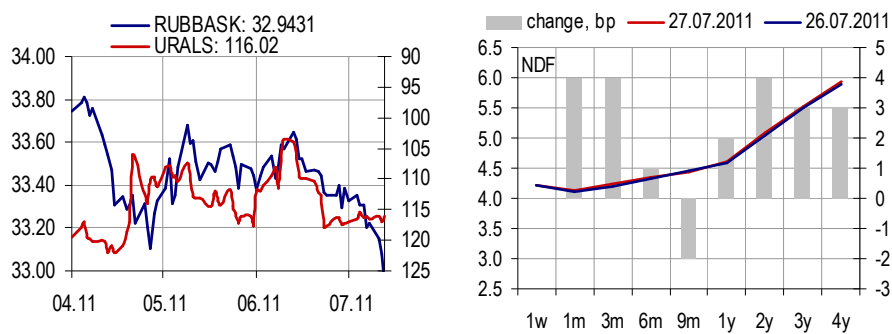
Денежный рынок: сегодня окончание налогового периода

Вчерашний аукцион по размещению ОФЗ 25079 (21.7 млрд руб.), а также возврат бюджетных средств Минфину и Фонду ЖКХ (около 85 млрд руб.) привели к очередному оттоку ликвидности с денежного рынка – объем свободной ликвидности за день сократился почти на 60 млрд руб. до 862.8 трлн руб. Депозиты в ЦБ снизились почти в два раза - на 135.3 млрд руб. до 140.4 млрд руб., в то время как остатки на корсчетах увеличились на 77.1 млрд руб. В ставках межбанковского рынка была достаточно умеренная реакция – если в понедельник однодневная ставка MosPrime взлетела на 26 б.п., то за два последующих дня лишь на 9 б.п. до 4.13 %. Более длинные ставки по-прежнему стабильны.

Сегодня участникам рынка предстоит завершающий платеж июльского налогового периода – налог на прибыль (по нашим оценкам около 200 млрд руб.). Ожидаем, что ставки межбанковского кредитования еще несколько дней будут находиться на повышенных уровнях, но уже на следующей неделе должны вернуться к равновесным значениям.

На валютном рынке отмечаем заметное укрепление рубля относительно бивалютной корзины на фоне продолжающегося налогового периода и продажи экспортной выручки – национальная валюта окрепла почти на 15 копеек, корзина торгуется ниже 33 рублей (32.95 руб. за корзину). В связи со снижением евро на мировых рынках рубль укрепился относительно европейской валюты на 30 копеек и достаточно стабилен по отношению к доллару. Пара EUR/USD торгуется на уровне 1.44. Кривая NDF стабильна, ставки незначительно увеличились на 2-4 б.п.

Ставки и валюты



Источник: Bloomberg, RD Банка Москвы

ОФЗ 25079 размещен почти полностью, однако спрос невелик

Вчера Минфин провел аукцион по размещению ОФЗ 25079 совокупным объемом до 25 млрд руб. Накануне ведомство объявило ориентиры доходности - предполагаемая доходность по четырехлетнему выпуску составляла 6.80-6.85 %. В конце предыдущей недели выпуск торговался на уровне 6.89 %, по итогам торгов в понедельник доходность снизилась до 6.87 %. После объявления ориентиров во вторник доходность оказалась уже внутри озвученного интервала – 6.84 %. Таким образом, ориентиры не выглядели агрессивно, по верхней границе существовала даже минимальная премия к вторичному рынку.

Как мы и ожидали, аукцион оказался достаточно успешным – был размещен практически весь изначально запланированный объем бумаг (21.74 млрд при максимальном объеме размещения 25 млрд руб.) даже не по верхней границе ориентируемого интервала. Средневзвешенная доходность на аукционе составила 6.84 % (как раз на уровне закрытия предыдущего дня), спрос незначительно превысил объем предложения (27.92 млрд руб.). Как мы уже отмечали, успешность размещения связываем, в первую очередь, с «удобной» срочностью выпуска, его высокой ликвидностью, а также с адекватными текущей нестабильной конъюнктуре ориентирами доходности. Напомним, что Минфин активно размещал данный выпуск в июне (и почти всегда со значительной переподпиской), ставка размещения на предыдущих аукционах последовательно составляла 7.25 %, 7.18 %, 7.13 % и 7.08 %.

После аукциона выпуск на достаточно высоких оборотах (около 2.5 млрд руб.) незначительно подешевел и завершил торги на уровне 6.85 %.

На вторичный рынок вернулись обороты

Вторичный долговой рынок вчера продемонстрировал очень приличные обороты – 17 млрд руб. в госсекторе (без учета аукциона по размещению ОФЗ 25079) и 34.5 млрд руб. в корпоративном/муниципальном.

Среди госбумаг сложно выделить какую-либо определенную тенденцию относительно предпочитаемой срочности – в каждом отрезке кривой были как растущие, так и снижающиеся выпуски. Помимо ОФЗ 25079 высокие обороты прошли по среднесрочным выпускам ОФЗ 25075 (3.4 млрд руб.) и ОФЗ 25077 (1.6 млрд руб.), торгующихся с близкими к нулю изменениями, а также по десятилетнему ОФЗ 26205 (1.5 млрд руб.), снизившемуся на 7 б.п. к цене.

В корпоративном секторе из совокупного объема в 34.5 млрд руб. почти 40 % оборота (13.5 млрд) пришлось на вышедшие на вторичные торги три выпуска Tele2. Столь высокие объемы по новым бумагам объясняются «расширением» форвардных контрактов, которые были заключены за достаточно длительное время, прошедшее с момента размещения. Первый торговый день облигации завершили на уровне 101.3 % от номинала, что соответствует доходности 8.25 % к пятилетней оферте.

Также существенные объемы прошли в кривой Внешэкономбанка, по новому ММК БО-07 (1.1 млрд руб., 100.1 % от номинала) и Русал-Братск-08 (1.1 млрд руб.). Более полфигуры к цене прибавили наиболее свежие выпуски Акрона и Мечела, а также ИКС5-Финанс-01 (+80 б.п.). Кроме того, лучше рынка выглядели выпуски: АИЖК 10об (MD 3.64/0.49 %/ yield 7.62/-14 б.п.), ВЭБ 09 (MD 3.62/0.18 %/ yield 7.73/-4 б.п.), ММК БО-6 (MD 2.53/0.07 %/ yield 7.3/-3 б.п.), РЖД-16 обл (MD 3.81/0.25 %/ yield 7.58/-6 б.п.), РУСАЛБАл08 (MD 2.94/0.15 %/ yield 8.62/-5 б.п.),

Из новостей первичного рынка отметим, что Банк Стройкредит установил ставку первого купона по трехлетним биржевым облигациям серий БО-01 и БО-02 совокупным объемом 2 млрд руб. в размере 9.9 % (соответствует доходности 10.05 % к годовой оферте) - по нижней границе ориентируемого интервала 9.9-10.4 %. Книга заявок на покупку бумаг была закрыта вчера, размещение на ММББ состоится сегодня.

Статистика торгов

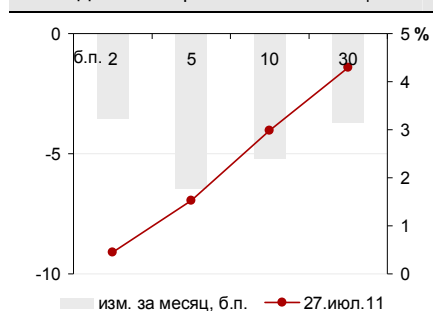
Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
АИЖК 10об	307	7	6 000	15.11.18	-	102.5	0.49	7.62	3.64
Акрон 04	478	14	3 750	18.05.21	27.05.14	100.5	0.45	7.89	2.38
Акрон 05	449	10	3 750	18.05.21	27.05.14	100.5	0.20	7.89	2.38
ВК-Инвест3	289	6	10 000	08.07.14	-	100.6	-0.18	7.31	2.51
ВЭБ 06	1433	17	10 000	13.10.20	17.10.17	100.7	0.05	7.90	4.59
ВЭБ 09	1211	21	15 000	18.03.21	24.03.16	101.2	0.18	7.73	3.62
ИКС5Фин 01	638	3	9 000	01.07.14	-	101.1	0.80	7.68	2.47
ЛСР БО-2	209	3	2 000	10.09.13	-	103.9	-0.13	8.14	1.76
ЛукойлЗобл	202	10	8 000	08.12.11	-	100.8	-0.10	4.91	0.35
МГор64-об	306	3	40 000	16.11.15	-	121.5	0.00	6.93	3.22
Мечел 19об	211	3	5 000	01.06.21	07.06.16	100.7	0.60	8.39	3.75
ММК БО-5	247	4	8 000	04.04.13	-	101.6	0.00	6.77	1.48
ММК БО-6	276	7	5 000	10.07.14	-	100.1	0.07	7.30	2.53
ММК БО-7	1101	24	5 000	22.07.14	-	100.1	0.00	7.33	2.55
МТС 05	586	35	15 000	19.07.16	26.07.12	108.0	-0.07	5.84	0.94
МТС 08	221	8	15 000	03.11.20	12.11.15	102.3	-0.10	7.65	3.40
НЛМК БО-5	212	2	10 000	30.10.12	-	106.0	0.01	5.85	1.13
НОМОС 12в	304	10	5 000	28.08.17	25.08.13	102.5	-0.05	7.31	1.76
НС-фин БО1	878	8	2 000	02.05.14	-	102.8	-1.12	9.52	2.21
ПочтаРос01	308	9	7 000	22.03.16	25.03.14	101.4	0.03	7.82	2.21
РЖД-16 обл	880	24	15 000	05.06.17	06.06.16	101.9	0.25	7.58	3.81
РУСАЛБАл08	1090	22	15 000	05.04.21	15.04.15	100.2	0.15	8.62	2.94
РусГидро01	267	13	10 000	12.04.21	22.04.16	102.3	-0.04	7.56	3.69
Система-04	327	4	19 500	15.03.16	-	101.7	0.00	6.93	1.94
СПбТел 01	4229	114	5 000	11.06.21	17.06.16	101.3	0.00	8.24	3.78
СПбТел 02	5850	210	5 000	11.06.21	17.06.16	101.3	0.00	8.24	3.78
СПбТел 03	3384	114	3 000	11.06.21	17.06.16	101.3	0.00	8.25	3.78
Транснф 03	333	3	65 000	18.09.19	28.09.11	110.7	0.00	-36.60	0.27
ФСК ЕЭС-07	304	2	5 000	16.10.20	27.10.15	99.8	-0.75	7.69	3.39
ЯрОбл-10	250	10	3 000	15.04.14	-	102.0	0.20	7.03	2.11

Источники: ММББ, Аналитический департамент Банка Москвы

Антон Дроздов, CFA

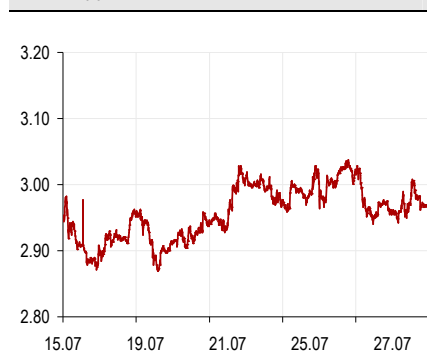
Глобальные рынки

Динамика кривой UST за месяц



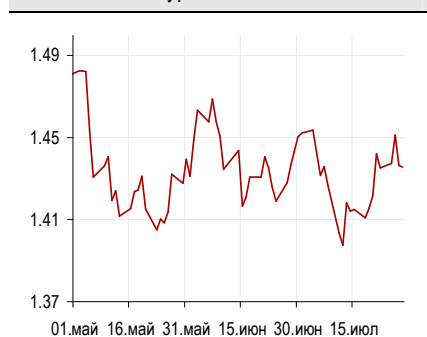
Источник: Reuters

Динамика доходности UST*10



Источник: Reuters

Курс EUR/USD



Источник: Reuters

Решения по «потолку» нет, инвесторы надеются на лучшее

Улучшений на внешнем фоне пока не наблюдается. Главным фактором, который оказывает влияние на мировые финансовые рынки, остается долговой кризис в США. Чем ближе час икс, тем сильнее опасения инвесторов относительно возможного дефолта США, последствия которого непредсказуемы и вполне по силе и масштабу последствий могут превзойти крах Lehman Brothers.

Вчера Treasuries прибавили в доходности 3-5 б.п. Тем не менее, «десятка» по-прежнему торгуется ниже психологически важной отметки в 3%, что указывает на неискоренимую веру инвесторов в успех голосования по повышению предельного уровня госдолга в ближайшие дни/недели.

Изменение кривой UST

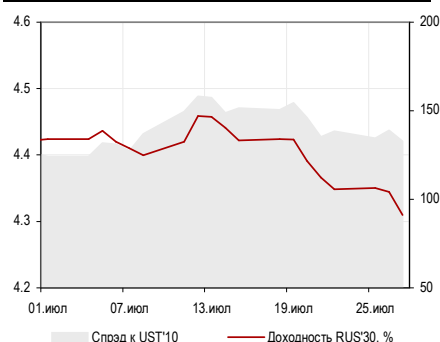
	YTM, %		Изм-е, б.п.	
	26.июл.11	27.июл.11	День	Месяц
UST 02	0.40	0.45	5	-4
UST 05	1.48	1.52	4	-6
UST 10	2.95	2.98	3	-5
UST 30	4.28	4.29	1	-4

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Греция: залп второй, ход переходит к Fitch

Международное агентство S&P также внесло свою лепту в ухудшение настроений участников рынка, снизив рейтинг Греции на две ступени с CCC до CC, прогноз «негативный». Аналитики агентства отмечают, что как обмен, так и пролонгация греческих суверенных облигаций являются неблагоприятными событиями для инвесторов, а вероятность будущего дефолта по новым ценным бумагам оценивается как высокая. Напомним, что в понедельник агентство Moody's снизило суверенный рейтинг Греции на три ступени до предпоследнего перед дефолтом уровня Ca (соответствует CC по шкале S&P).

Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Источник: Reuters

Российские еврооблигации устойчивы к внешнему негативу

Рынок российских евробондов оказался достаточно устойчивым к негативному внешнему фону, завершив день разнонаправленно. Спросом пользовались бумаги банковского сектора, облигации TNK-BP (на фоне выхода сильных операционных и финансовых показателей компании за 2-й квартал). Свежий выпуск SevStal'16 торговался лучше рынка, что связано с его переоценкой на фоне выхода хороших операционных результатов компании и начала торгов бумаги на LSE (подробнее см. комментарий «Северсталь: операционные результаты открывают возможность для роста EBITDA»). Под давлением находились прочие бонды металлургического и горнодобывающего секторов.

Суверенные российские еврооблигации выглядели сильнее корпоративных, прибавив 30-35 б.п. в цене. Спрэд индикативного RUS'30 к UST'10 сузился на 5 б.п. до 129 б.п.

Корпоративные еврооблигации: государственные банки

Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
RSHB' 17	USD	1250	15.05.17	106.7	4.90	294	4.8	0.12	-2
RSHB' 18	USD	1000	29.05.18	114.9	5.09	295	5.3	0.16	-3
Sber' 13	USD	500	15.05.13	107.8	1.94	139	1.7	0.07	-5
Sber' 13-2	USD	500	02.07.13	107.9	2.11	154	1.8	0.01	-1
Sber' 14	CHF	400	12.11.14	101.8	2.81	208	3.0	0.07	-3
Sber' 15	USD	1500	07.07.15	105.3	3.95	268	3.5	-0.07	2
Sber' 17	USD	1250	24.03.17	103.4	4.65	266	4.8	-0.17	3
VEB' 20	USD	1600	09.07.20	107.1	5.84	307	6.7	0.46	-7
VEB' 20-2	USD	1000	13.10.20	101.2	6.33	338	6.7	-0.04	1
VEB' 25	USD	1000	22.11.25	102.2	6.53	299	9.0	0.36	-4
VEB' 16 CHF	CHF	500	17.02.16	100.0	3.67	257	4.0	0.16	-1
VTB' 15	USD	1250	04.03.15	105.7	4.65	354	3.1	0.20	-6
VTB' 16€	EUR	500	15.02.16	99.6	4.34	158	4.0	-0.30	-12
VTB' 20 (LPN)	USD	1000	13.10.20	101.2	6.33	338	6.7	-0.04	1
VTB' 35	USD	1000	30.06.35	104.5	5.87	204	3.5	0.16	-1

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

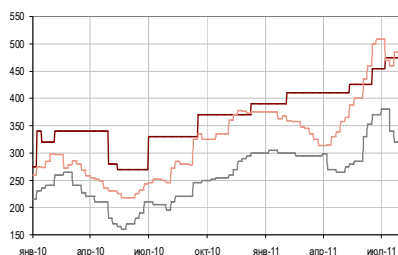
Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	111.5	2.18	172	1.4	-0.04	0
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	109.1	4.27	250	4.5	-0.12	3
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	126.4	5.08	290	0.7	-0.07	1
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	110.4	0.00	302	6.4	-0.04	0
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	107.6	5.55	250	7.5	-0.13	2
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	124.6	6.53	315	2.5	0.01	0
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	108.6	6.59	282	11.8	0.08	-1
Alrosa' 20	USD	1000	03.11.20	109.2	6.42	364	6.6	-0.17	3
Evrast' 13	USD	1300	24.04.13	108.7	3.63	318	1.6	-0.05	1
Evrast' 15	USD	750	10.11.15	110.5	5.47	419	3.6	-0.21	6
Evrast' 18	USD	700	24.04.18	115.1	6.68	469	5.0	-0.15	3
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	103.1	2.99	262	0.6	-0.06	6
Metalloinvest' 16	USD	750	21.07.16	100.7	6.33	452	4.2	-0.06	2
MTS' 12	USD	400	28.01.12	102.7	2.40	203	0.5	-0.02	-1
MTS' 20	USD	750	22.06.20	114.4	6.47	390	6.3	-0.11	2
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	102.6	4.18	378	0.8	0.03	-6
RuRail' 17	USD	1500	03.04.17	106.3	4.46	252	4.8	-0.04	1
RuRail' 31	GBP	650	25.03.31	101.2	7.37	360	10.0	0.13	-1
Rushydro' 18	RUB	20000	28.10.15	102.2	7.40	89	3.4	0.00	0
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	111.5	3.73	327	1.8	-0.06	2
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	112.6	4.30	366	2.4	-0.10	3
SevStal' 16	USD	500	26.07.16	100.7	6.09	428	4.2	0.19	-4
SevStal' 17 (LPN)	USD	1000	25.10.17	101.9	6.32	411	5.0	0.04	-1
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	99.8	5.41	316	5.2	0.05	-1
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	102.9	1.50	110	0.6	0.00	-3
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	108.3	2.25	176	1.5	0.01	-3
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	113.8	4.38	283	4.2	-0.05	1
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	109.0	4.79	292	4.6	0.25	-5
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	107.7	3.77	330	1.6	-0.02	0
VIP' 16	USD	600	23.05.16	109.7	5.90	440	3.9	-0.12	3
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	113.0	6.69	464	5.0	-0.08	1

Источники: Bloomberg

Екатерина Горбунова, Ольга Сибиричева

Корпоративные новости

Цены на минеральные удобрения



Источники: Steel Business Briefing, Metal Bulletin, Металл-Курьер, оценки RD Банка Москвы

Основные финансовые показатели Акрона по МСФО и прогнозы

\$ млн	2010	2011П	2012П
Выручка	1 544	2 134	2 373
EBITDA	341	752	729
Чистая прибыль	184	427	402
Активы	3 218	4 129	4 758
Собственный капитал	1 644	1 965	2 266
Совокупный долг	1 199	1 134	1 068
Чистый долг	926	942	819
Долг/Собственный капитал	0.7	0.6	0.5
Долг/Активы	0.3	0.2	0.2
Чистый долг/EBITDA	2.7	1.3	1.1

Источники: отчетность, прогнозы RD Банк Москвы

Акрон на пути усиления кредитного профиля

Событие

Во вторник Акрон провел встречу с инвесторами и аналитиками в Мурманской области, продемонстрировав ощутимый прогресс в разработке месторождения апатит-нефелиновых руд «Олений ручей» и поделившись информацией о новых проектах и стратегии действий в отношении неоперационных активов компании.

Встреча с менеджментом Акрона произвела на нас благоприятное впечатление: мы считаем, что Акрон, который ранее воспринимался как компания с падающей в перспективе нескольких лет рентабельностью на фоне удорожания на внутреннем рынке основного сырья: природного газа, хлористого калия и апатитового концентрата, способен нивелировать негативный эффект и возможно даже обеспечить себе определенный рост финансовых показателей за счет реализации двух ключевых горнодобывающих проектов.

Более высокую уверенность в том, что эти проекты будут осуществлены, дают хорошие денежные потоки Акрона в среднесрочной перспективе на фоне высоких цен на комплексные удобрения (мы повышаем наш прогноз цен на NPK), а также наличие сильной проектной команды, в первых результатах работы которой мы смогли убедиться, побывав на Оленьем ручье.

При сохранении текущих цен на удобрения к концу 2011 года Акрон может удвоить EBITDA и благодаря этому существенно снизить уровень своей долговой нагрузки в терминах Чистый долг/EBITDA с высокого значений 2.7X на начало 2011 года до умеренного 1.3X.

Улучшение кредитных метрик эмитента может способствовать росту котировок новых бумаг Акрона серий 4 и 5. «Кризисные» дорогие для эмитента выпуски, скорее всего, в течение полугодия уйдут с рынка в рамках офферта.

Комментарий

Мы пересмотрели свои прогнозы цен на азотные и комплексные удобрения на среднесрочную перспективу, что отражает последние реалии рынка, рост цен на энергоносители и более высокие цены на сельхозпродукцию. Ключевым риском для рынка удобрений в ближайшей перспективе мы считаем высокую волатильность рынков сельхозпродукции, наблюдаемую в последнее время, которая может заставить фермеров более консервативно подходить к вопросам закупки минеральных удобрений. По нашим оценкам, при сохранении текущих цен на удобрения до конца года, EBITDA Акрона в 2011 году может удвоиться и достичь \$ 752 млн. Хорошие денежные потоки позволяют Акрону ускорить реализацию двух своих ключевых инвестиционных проектов – освоение месторождения «Олений ручей» в Мурманской области и освоение Талицкого калийного участка в Пермском крае, общей стоимостью \$ 3 млрд. Отметим, между тем, что практически одновременная реализация двух столь масштабных начинаний предполагает немалые риски для Акрона в случае ухудшения рыночной конъюнктуры и/или задержки в реализации обоих проектов.

Важной для кредитного качества эмитента является информация о том, что финансирование инвестпроектов планируется осуществлять путем привлечения стратегического инвестора, а также на средства от реализации неоперационных активов Акрона. В том числе, компания не видит смысла оставаться собственником 2.7 % акций Уралкалия рыночной стоимостью \$ 837 млн и намерена реализовать этот пакет на рынке равными долями в течение 3 лет, включая 2011 г. Также возможна продажа 10.3 %-ного пакета Апатита, стоимость которого сейчас составляет более \$ 200 млн. Итак, Акрону, судя по всему, будет достаточно имеющихся собственных активов и средств для финансирования начатых инвестпроектов, в случае необходимости будет привлечен стратег, в связи с этим мы не ждем наращивания Акроном величины совокупного долга в среднесрочной перспективе.

Ожидаемое существенное увеличение EBITDA в 2011 году при отсутствии роста совокупного долга приведет к двукратному сокращению долговой нагрузки компании на конец 2011 года – до значения около 1.3X в терминах «Чистый долг/EBITDA» с 2.7X на конец 2010 года. В 2012 году уровень данного показателя, по нашим оценкам, не будет превосходить 1.1X, однако в будущем с реализацией Талицкого проекта может возрасти до 2.0-2.5.

Влияние на рынок.

Улучшение кредитных метрик Акрона, которые мы ждем уже по итогам 2011 года, должно быть благоприятно воспринято инвесторами. Между тем, мы не исключаем, что бондов этого эмитента на рублевом рынке долга скоро останется совсем мало. Слишком дорогие «кризисные» выпуски серий 2 и 3 с купонами 13.9 и 14.1 % невыгодны эмитенту, поэтому Акрон может их вывести с рынка, установив заниженные купоны в преддверии оферт, намеченных на сентябрь 2011 и май 2012 гг. А вот новые выпуски, размещенные эмитентом в конце мая на общую сумму 7 млрд руб., имеют отличные шансы на рост котировок в горизонте от полугода.

Характеристики ликвидности рублевых облигаций Акрона				
Выпуск	Акрон 02	Акрон 03	Акрон 04	Акрон 05
Объем выпуска, млн. руб.	3 500	3 500	3 750	3 750
Купон, %	14.1	13.9	8.0	8.0
Оферта	22.09.11	25.05.12	27.05.14	27.05.14
Погашение	19.09.13	20.11.13	18.05.21	18.05.21
Дюрация, лет	0.2	0.8	2.4	2.4
Индикативная цена	101.5	105.9	100.1	100.3
УТМ/УТР	4.73	6.02	8.08	8.08
Спрэд к ОФЗ	90	221	178	168
Оборот за 3 мес, млн руб.	828	872	891	1 113
Число сделок за 3 мес.	73	56	126	146
Рейтинги	/ B1/ B+			
Отрасль	Химия и нефтехимия			
Котировальный лист	A1	A1	Б	Б

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Волков, CFA, Екатерина Горбунова

Северсталь: операционные результаты открывают возможность для роста EBITDA

Событие

Вчера Северсталь опубликовала операционные результаты и цены реализации основной продукции за 2-й квартал, отчитавшись об увеличении выпуска стали почти на 9 % по сравнению с предыдущим кварталом на фоне резкого роста продаж полуфабрикатов.

Основные операционные результаты Северстали

тыс.т	1 кв. 11	2 кв. 11	кв-к-кв, %	1 пол. 10	1 пол. 11	Г-к-г, %
Сталь	3 562	3 869	8.6	7 137	7521.3	5.4
Полуфабрикаты	261	377	44.2	407	638	56.6
Прокат	2 751	2 724	- 1.0	5 844	5475	- 6.3
Метизы и трубы	465	476	2.3	846	941.0	11.2
Золото (тыс. унций)	174	198	13.8	260	372	43.0

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Комментарий

Квартальные операционные результаты Северстали смотрятся достаточно солидно, а резкий рост отгрузок полуфабрикатов не должен смущать – конъюнктура рынка слябов во 2-м квартале была весьма благоприятной (средняя цена выросла на 16 % за квартал) и компания этим, судя по всему, полностью воспользовалась. Цены реализации готового проката Северстали увеличились за квартал в долларовом выражении на 11 %, что в совокупности с неплохими результатами золотодобывающего сегмента открывает возможности для увеличения EBITDA компании по итогам 2-го квартала на 25-27 % по сравнению с итогами 1-го квартала, когда этот показатель составил \$ 934 млн.

Влияние на рынок

Котировки еврооблигаций Северстали вчера изменялись разнонаправлено. Лучшее рынка выглядел самый свежий выпуск с погашением в 2016 г. Выпуск был размещен на прошлой неделе в объеме \$ 500 млн со ставкой купона 6.25% в рамках общей программы заимствований на \$ 3 млрд, утвержденной в октябре 2016 г. На днях выпуск был допущен к торгам на LSE. Как мы и ожидали, премия выпуска к собственной кривой, предложенная инвесторам при размещении, в размере 30 б.п. постепенно исчезает, не превышая на настоящий момент 15 б.п. Потенциал дальнейшего сокращения спреда бонда к кривой эмитента мы оцениваем в 10-15 б.п. Кроме того, на фоне усиления кредитных метрик компании в связи с продажей убыточных подразделений в Северной Америке, а также улучшения операционных и финансовых показателей, можно ожидать некоторого снижения доходности по всей кривой.

Юрий Волков, CFA, Ольга Сибиричева

Карта доходности еврооблигаций
российского металлургического
сектора



Источники: Bloomberg, Банк Москвы

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Среди ликвидных выпусков наибольший потенциал роста цены (около 30-40 б.п.) по-прежнему сохраняют ОФЗ 26204 и ОФЗ 26206. Размещенный вчера четырехлетний выпуск ОФЗ 25079 в настоящий момент, по нашим оценкам, точно лежит на модельной кривой, что говорит о справедливой оценке инвесторами этой бумаги. Перепроданность сохраняется в бумагах с дюрацией от четырех до шести лет.

27.07.11

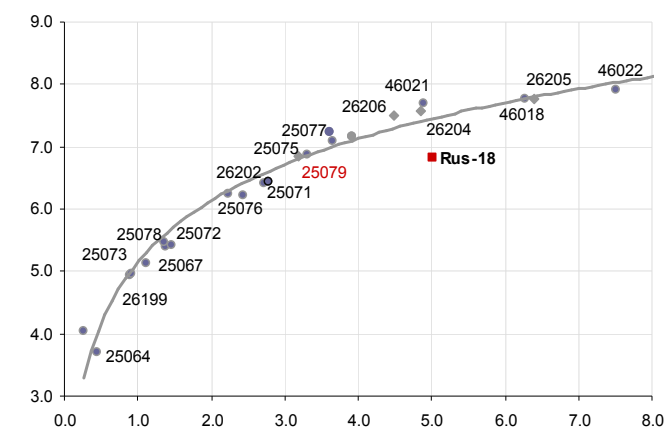
26.07.11

Выпуск	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield, %	MDUR
ОФЗ 25063	13	4.04	0.27	22	-0.07	74	-64	0.18	3.82	0.28
ОФЗ 25064	-	3.71	0.45	-4	0.00	-31	21	-0.10	3.75	0.46
ОФЗ 26199	260	4.94	0.89	-1	0.00	-5	fair	-	4.95	0.90
ОФЗ 25073	15	4.95	0.92	-6	0.00	-8	fair	-	5.01	0.92
ОФЗ 25067	215	5.14	1.11	7	-0.09	-15	5	-0.06	5.07	1.11
ОФЗ 25072	372	5.39	1.37	-1	0.01	-21	11	-0.15	5.40	1.33
ОФЗ 25078	960	5.46	1.36	6	-0.10	-13	3	-0.04	5.40	1.37
ОФЗ 25065	-	5.42	1.45	-1	0.00	-26	16	-0.23	5.43	1.46
ОФЗ 25076	460	6.23	2.23	4	-0.11	-6	fair	-	6.19	2.23
ОФЗ 25068	755	6.22	2.43	-2	0.05	-19	9	-0.23	6.24	2.43
ОФЗ 26202	362	6.41	2.71	-2	0.04	-16	6	-0.17	6.43	2.71
ОФЗ 25071	289	6.43	2.79	4	0.00	-18	8	-0.23	6.39	2.79
ОФЗ 25079	24 254	6.85	3.19	1	-0.02	4	fair	-	6.84	3.20
ОФЗ 25075	3 396	6.86	3.31	0	0.00	0	fair	-	6.86	3.31
ОФЗ 25077	1 613	7.08	3.65	2	-0.05	8	fair	-	7.06	3.53
ОФЗ 46017	-	7.24	3.60	0	0.00	26	-16	0.58	7.24	3.61
ОФЗ 26203	685	7.17	3.91	-1	0.05	7	fair	-	7.18	3.92
ОФЗ 26206	911	7.5	4.50	1	-0.01	20	-10	0.47	7.49	4.50
ОФЗ 26204	962	7.57	4.85	-1	0.07	16	-6	0.31	7.58	4.85
ОФЗ 46021	275	7.69	4.90	2	-0.11	27	-17	0.83	7.67	4.91
ОФЗ 46018	36	7.77	6.28	-3	0.14	0	fair	-	7.80	6.28
ОФЗ 26205	1 547	7.76	6.40	1	-0.07	-4	fair	-	-	-
ОФЗ 46022	5	7.91	7.50	-2	0.12	-12	2	-0.14	7.93	7.51
ОФЗ 46020	354	7.96	10.22	-3	0.28	-51	41	-4.19	7.99	10.20

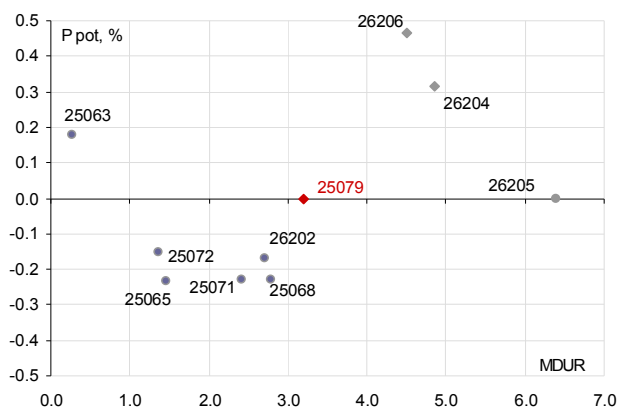
*к модельной кривой ОФЗ

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

Кривая ОФЗ



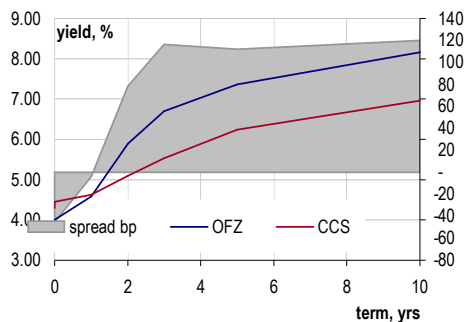
Потенциал и дюрация



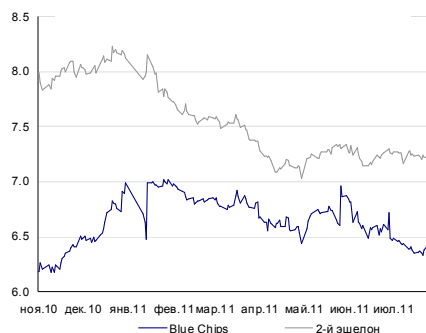
Антон Дроздов, CFA

Российский долговой рынок

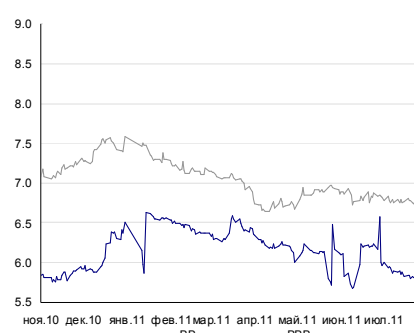
Кривые ОФЗ и CCS



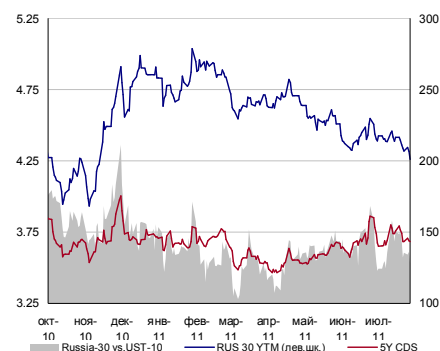
Индексы BMBI эшелоны



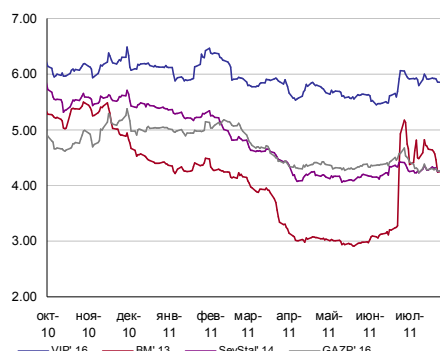
Индексы BMBI рейтинги



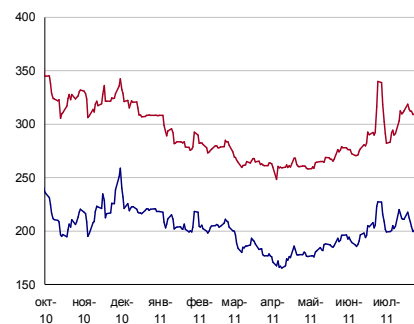
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

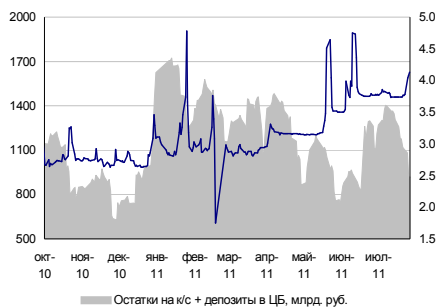


CDS корпораций

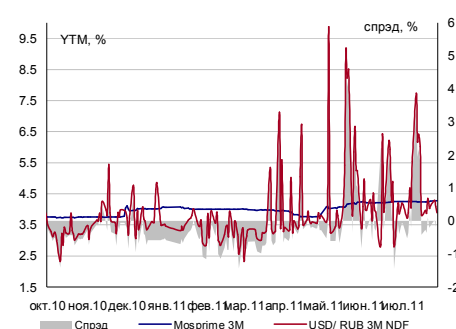


Денежно-валютный рынок

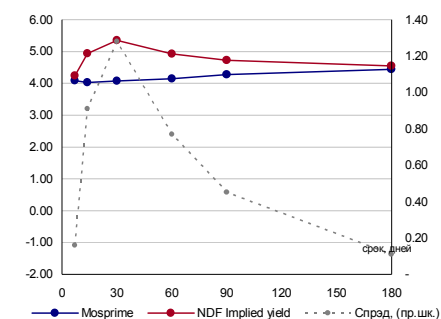
Ликвидность и ставки



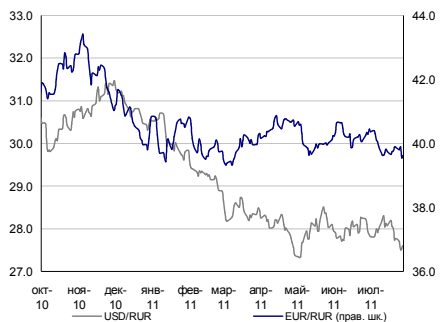
Форвардный базис



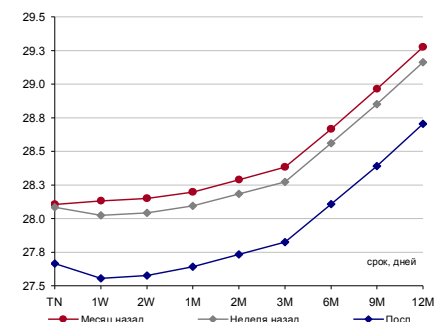
Спрэды денежного рынка



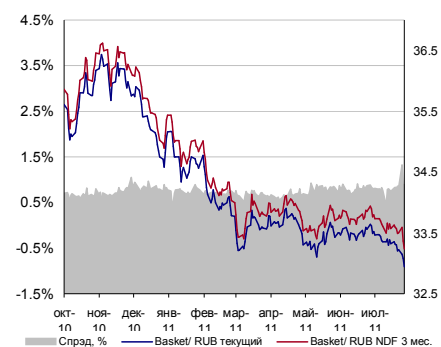
Курс рубля



Форвардные кривые



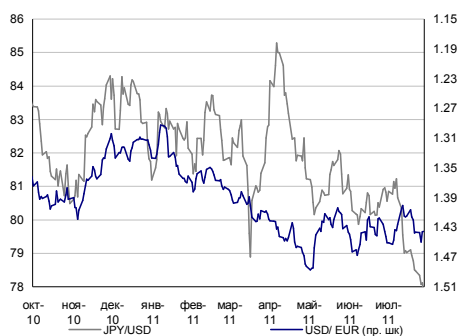
Своп-поинты 3 месяца



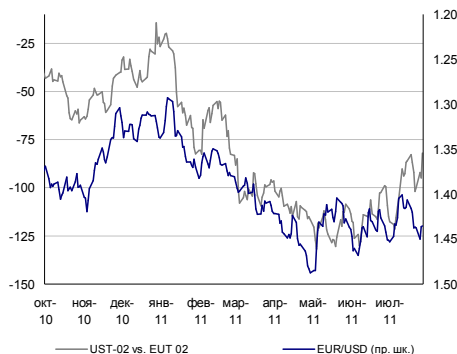
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

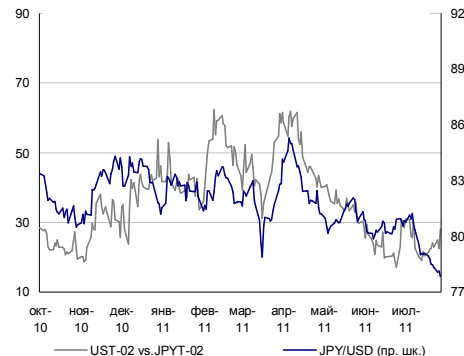
Основные валюты



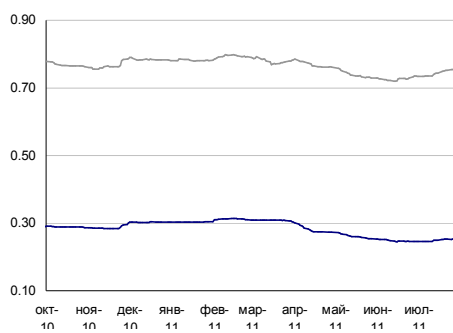
Ставки и курсы евро/доллар



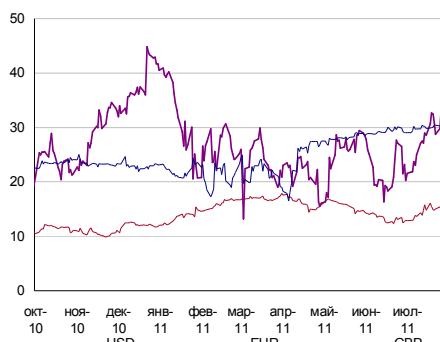
Ставки и курсы иена/доллар



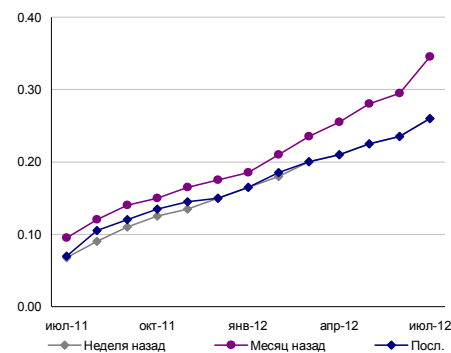
LIBOR USD



LIBOR-OIS

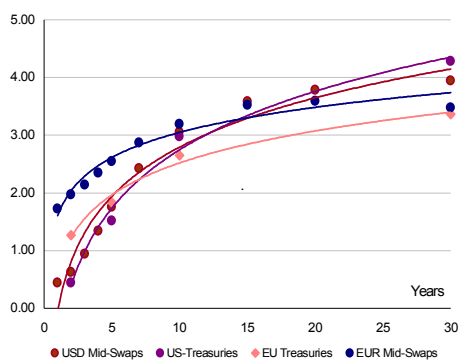


FED RATE ожидания

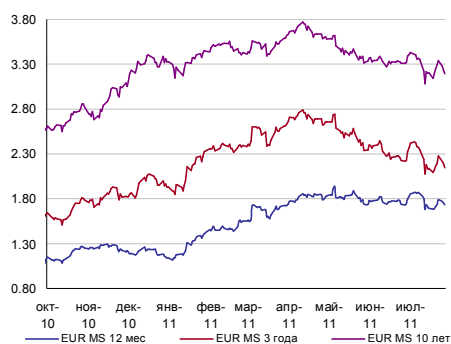


Глобальный долговой рынок

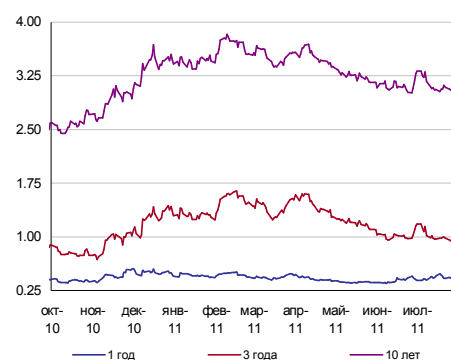
Базовые кривые



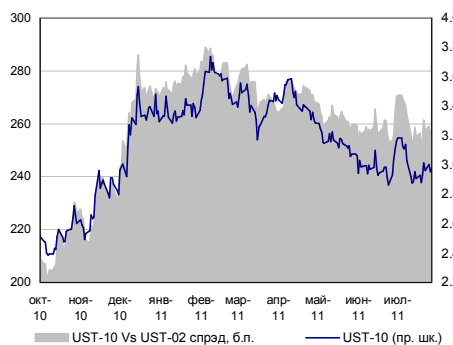
EUR IRS (mid)



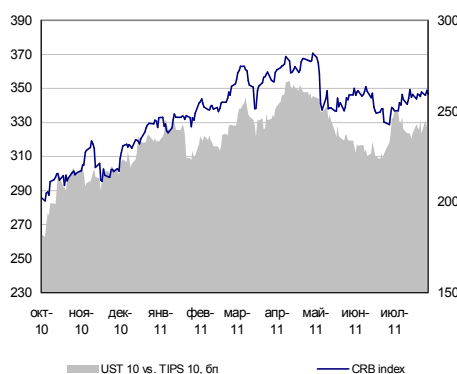
USD IRS (mid)



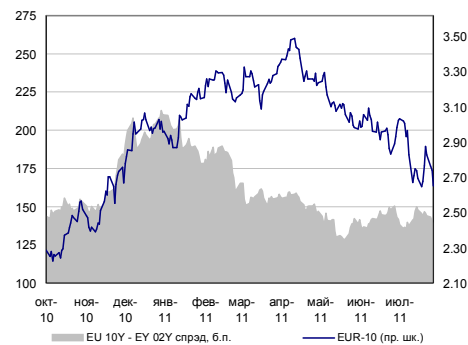
UST



Инфляционные ожидания

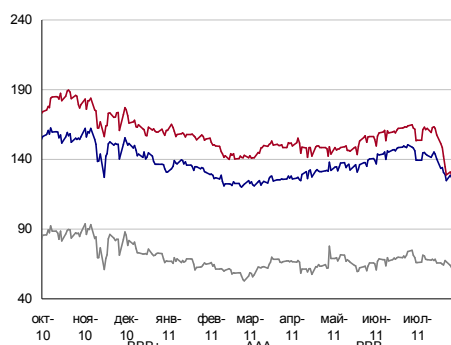


Bundes

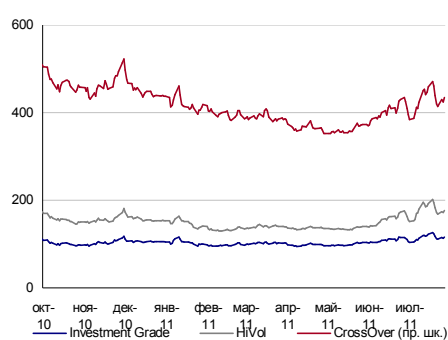


Глобальный кредитный риск

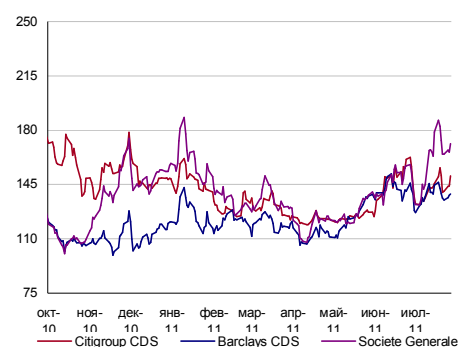
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

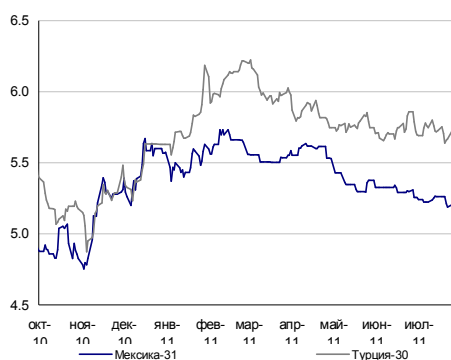


CDS Global Banks

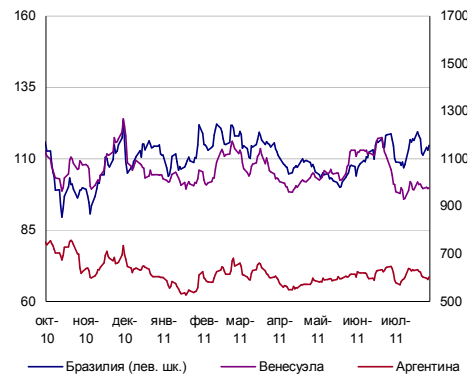


Emerging markets

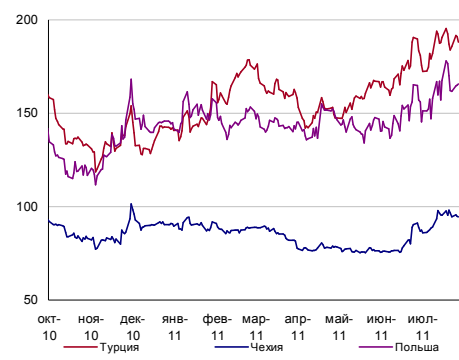
Еврооблигации EM



Lat Am CDS

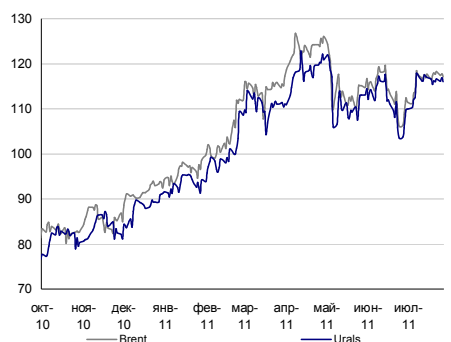


EMEA CDS

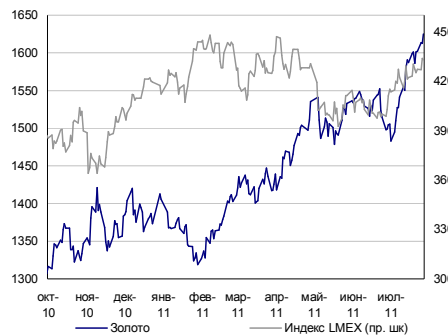


Товарные рынки

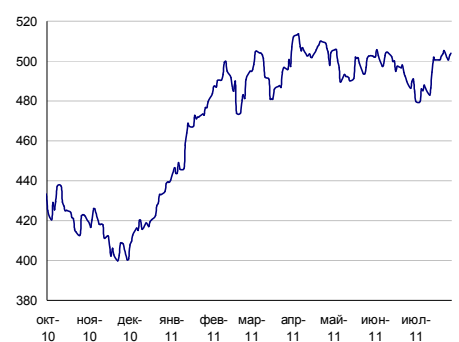
Нефть



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**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov_DV@mmbank.ru**Экономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волков, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Металлургия**

Юрий Волков, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Минеральные удобрения**

Юрий Волков, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Банки**

Максим Кошелев

Koshelev_ME@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru**Машиностроение / транспорт**

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin_DA@mmbank.ru**Долговые рынки**

Екатерина Горбунова

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozdvov_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.