



На рынке

- Вчера объем свободной ликвидности на денежном рынке сократился еще на 39.4 млрд руб. и уже близок к отметке в 800 млрд руб. За неделю совокупное сжатие ликвидности составило почти 300 млрд (287.5 млрд руб.). Ставки МБК вчера взмыли вверх, MosPrime overnight выросла почти на 100 б.п. до 5.08 %, недельная ставка – до 4.46 %. Вчерашней выплатой налога на прибыль закончился июльский налоговый период, ожидаем, что, начиная со следующей недели, ликвидность начнет восстанавливаться, а ставки межбанковского рынка вернуться к равновесным значениям.
- Обороты на внутреннем долговом рынке вчера находились на уровне средневзвешенных значений предыдущих недель (в отличие от первых дней текущей недели, когда складывалось ощущение, что рынок отправился в отпуск) – 27 млрд руб. в госсекторе и 22 млрд руб. в корпоративном/муниципальном. Подавляющее большинство выпусков ОФЗ снижались в цене, корпоративные бумаги выглядели чуть более сильно.
- Слабые производственные результаты **Норильского никеля** за 2-й квартал могут привести к тому что, что даже несмотря на близкие к посткризисным уровням цен на металлы, компания получит по итогам года EBITDA ниже чем в 2010 году. Между тем, кредитное качество эмитента при этом все равно остается сильным благодаря традиционно консервативной политике менеджмента компании в вопросах привлечения долга. Единственный обращающийся рублевый бонд ГМК - Норник БО-3 – торгуется с доходностью 6.4 % к погашению через два года, предоставляя большую доходность по сравнению с прочими бумагами сопоставимых по кредитному профилю эмитентов. Согласно индексам ВМБИ, рассчитываемым Банком Москвы, средневзвешенная доходность корпоративных облигаций с кредитными рейтингами уровня «BBB» составляет в настоящий момент 6.34 % на дюрации 2.06 года.
- Мы нейтрально относимся к запрету ФАС на покупку госкомпанией ИнтерРАО 75 % акций энергокомпании **Квадра**. Привлечение сильного акционера в лице ИнтерРАО повысило бы надежность ценных бумаг Квадра, однако ставить точку в этом вопросе пока рано - Интер РАО может осуществить консолидацию с некоторыми предписаниями по продаже активов. Не ждем реакции на событие единственного обращающегося выпуска Квадра- из-за его неликвидности.

Доходности и спреды		yield,%	б.п.
RUS_30	↓	4.121	-14
RUS30_UST10 bp	↑	118	118
UST_10	↓	2.946	-4
UST_2	↓	0.420	-2
UST10-UST2 bp	↓	253	-1
EU_10	↓	2.633	-2
EU_2	↓	1.241	-2
EU10-EU2 bp	↑	139	0
EMBI+ bp	↓	266	-3
Денежный рынок			
LIBOR OIS US 3m	↑	14	0
LIBOR OIS EUR 3m	↓	29	-2
Mosprime o/n	↑	5.08	1.0
Mosprime 3m	↑	4.32	0.1
RUB NDF 3m,%	↓	4.15	-0.1
К/с+депоз (млрд руб)	↓	863	-58.1
Кредитный риск CDS 5y			
Russia	↓	140	-3
Greece	↑	1 710	11
Portugal	↓	913	-45
Spain	↑	346	31
Italy	↑	299	13
Индексы			
		цена	изм,%
MSCI BRIC	↓	344	-0.04
MSCI Russia	↑	1 038	0.53
Dow Jones	↓	12 240	-0.51
RTSI	↑	1 985	0.45
VIX (RTS)	↓	24	-1.18
Валюты			
EUR/USD	↓	1.4308	-0.38
3m FWD rate diff	↓	120	0
RUB/USD	↑	27.593	0.21
RUB/EUR	↓	39.469	-0.22
RUB BASK	↓	32.938	-0.01
Товары			
Urals \$ / bbl	↓	115	-0.06
Золото \$ / troy	↑	1 616	0.14

Внутренний рынок

Денежный рынок: налоги расшатали систему

Обороты выросли, в госбумагах коррекция

Глобальные рынки

Политические игры не влияют на уверенность инвесторов

Российские еврооблигации: всплеск

Корпоративные новости

Норильский никель: слабые производственные результаты 2-го квартала
 ФАС заблокировала сделку ИнтерРАО по покупке «Квадра» (ТГК-4)

Нефть и газ

Система «60/66» заработает в ближайшее время?

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

Новости коротко

Сегодня

- Начинаются торги облигациями **Банка Стройкредит** в разделе внесписочных бумаг и **Группы ЛСР БО-05** в котировальном списке «А1».
- Закрытие книги заявок на выпуски **ГЛОБЭКСБАНК БО-4** и **БО-5** совокупным объемом 5 млрд руб. Новые ориентиры по купону: 6.8-7% по доходности 6.92-7.12% к годовой оферте. Расчеты с покупателями - 1 августа 2011 года.
- Закрытие книги заявок по выпуску **Мираторг Финанс БО-1** на 3 млрд руб. и **Абсолют Банк-5** на 1.8 млрд руб.
- Погашение **Банк Москвы-01** (10 млрд руб.)
- Оферта **Интурист-02** по цене 98.23 % от номинала (2 млрд руб.)

Корпоративные новости

- Ритейлер **Дикси** увеличил выручку в январе-июне 2011 года на 21.8% до 37.3 млрд руб. или на 28% в долларовом выражении до \$1.3 млрд. За шесть месяцев с начала года Дикси открыл 94 и закрыл 26 магазинов. Месяцем ранее основной акционер Дикси президент группы Меркурий Игорь Кесаев сообщил, что с учетом приобретения конкурента Виктории выручка компании в 2011 году составит 120 млрд руб. или около \$4 млрд. / Reuters
- По сообщению РИА Новости, **ONGC Videsh Ltd** (дочерняя компания ONGC) обсуждает с **НОВАТЭК**ом возможность участия в проекте Ямал СПГ. Глава OVL Джоман Томас заявил, что российской стороне уже направлен проект рамочного договора. Напомним, что в начале июня индийские СМИ уже сообщали, что ONGC в консорциуме с другими индийскими компаниями может претендовать на 15 % долю в проекте Ямал СПГ. При этом в своем недавнем интервью Ведомостям глава НОВАТЭКа Леонид Михельсон говорил, что главным партнером российской компании в проекте будет французская Total, однако до конца года в него могут войти еще несколько компания. В целом иностранным инвесторам может быть передано до 49 % проекта, при этом НОВАТЭК должен сохранить контрольный пакет
- **Автоваз** впервые принес **Renault** прибыль. Как следует из отчета французского автопроизводителя, в IV квартале 2010 года и I квартале 2011 года «бумажная» прибыль Renault от участия в капитале Автоваза составила 37 млн евро против 56 млн евро убытков за аналогичный период годом ранее. Таким образом, на Автоваз пришлось 6.6 % прибыли зарубежных подразделений Renault, составляющей 557 млн евро. Максимальная доля в данной прибыли приходится на Nissan (441 млн евро) и Volvo (70 млн евро).

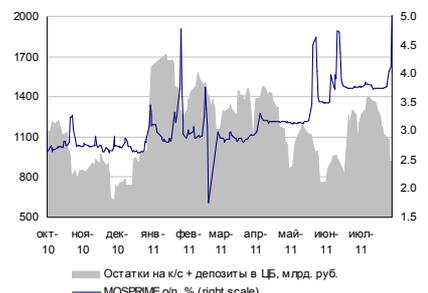
Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **НК Альянс** приняла решение о размещении десятилетних облигаций серий 07 и 08 совокупным объемом 10 млрд руб. / Cbonds
- **Московское ипотечное агентство (КБ МИА)** в рамках оферты по облигациям серии 05 приобрело 77.6 тыс. бумаг (3.9% от выпуска). / Cbonds
- **Пробизнесбанк** планирует разместить трехлетние облигации серии 07 на сумму 3 млрд руб. / Cbonds
- **ГИДРОМАШСЕРВИС** планирует разместить трехлетние облигации серии 02 на 3 млрд руб. / Cbonds

Внутренний рынок

Денежный рынок: налоги расшатали систему

Динамика объемов ликвидности в банковской системе РФ



Источник: Bloomberg, RD Банка Москвы

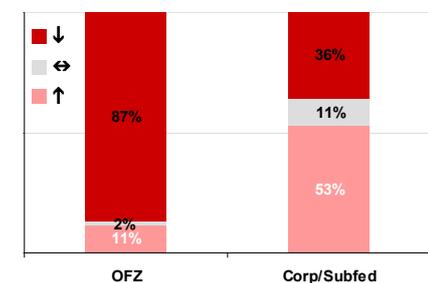
Вчера объем свободной ликвидности на денежном рынке сократился еще на 39.4 млрд руб. и приблизился к отметке в 800 млрд руб., как правило, свидетельствующей о явном недостатке свободных денежных средств у участников рынка. Остатки на корсчетах снизились на 20.5 млрд руб., депозиты в ЦБ – на 18.9 млрд до 121.5 млрд руб. За неделю совокупное сжатие ликвидности составило почти 300 млрд (287.5 млрд руб.). Радует, что вчерашней выплатой налога на прибыль закончился июльский налоговый период, таким образом, ожидаем, что, начиная со следующей недели, ликвидность начнет восстанавливаться, а ставки межбанковского рынка вернуться к равновесным значениям.

Вчера ставки МБК взмыли вверх, MosPrime overnight выросла почти на 100 б.п. до 5.08 %, недельная ставка – до 4.46 %. Более длинные ставки тоже увеличились, однако не столь заметно.

Мероприятия по предоставлению дополнительной ликвидности ожидаемо пользовались спросом – в месячном депозитном аукционе ЦБ приняли участие 47 кредитных организаций, средневзвешенная ставка составила 3.53 %. Фонд ЖКХ, в свою очередь, провел размещение временно свободных денежных средств в размере 7.5 млрд руб., спрос составил около 35 млрд руб. Также после почти месячного перерыва состоялся аукцион РЕПО ЦБ, средневзвешенная ставка составила 5.56 %, объем – 13.06 млрд руб. Однако, по словам зампреда ЦБ С. Швецова, Банк России не ждет роста популярности репо на фоне отсутствия прогнозируемых проблем с ликвидностью до конца 2011 года, но хочет привлечь Минфин к этим операциям для сглаживания колебаний на денежном рынке в налоговые периоды.

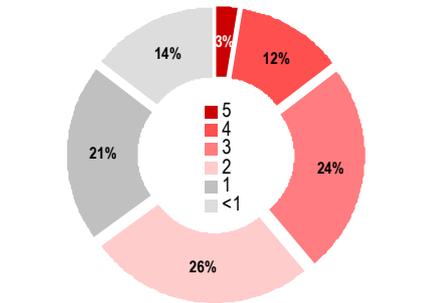
На валютном рынке рубль по-прежнему торгуется чуть ниже отметки в 33 руб. за корзину (32.94), национальная валюта была стабильна относительно доллара и подорожала против евро примерно на 12 копеек. Пара EUR/USD снизилась уже до 1.43. Кривая NDF стабильна, ставки незначительно увеличились в пределах 5 б.п.

Распределение оборота по изм. цены



Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Распределение оборота по дюрации



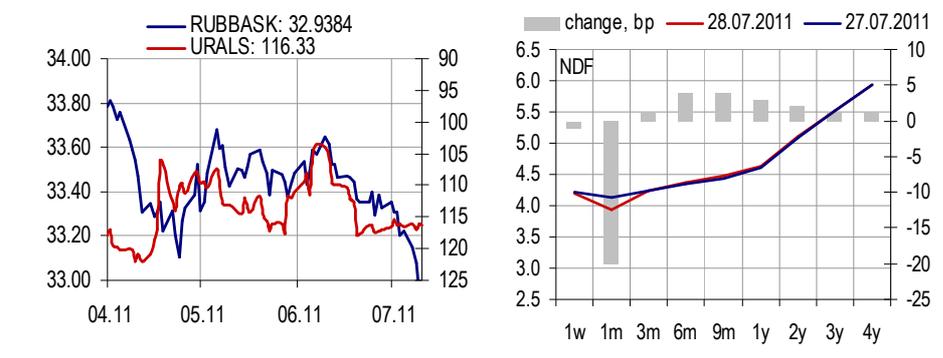
Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Динамика ликвидных ОФЗ

Выпуск	28.07		27.07.2011		Цена, %
	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	
ОФЗ 26205	164	7.75	6.40	-1	0.04
ОФЗ 26204	855	7.61	4.84	4	-0.19
ОФЗ 26206	12 347	7.50	4.49	0	-0.02
ОФЗ 26203	847	6.99	3.92	-18	0.70
ОФЗ 25077	877	7.09	3.65	1	-0.05
ОФЗ 25075	1 167	6.88	3.31	2	-0.05
ОФЗ 25079	1 681	6.85	3.19	0	-0.03
ОФЗ 25068	1 453	6.18	2.43	-4	0.09
ОФЗ 25076	920	6.25	2.23	2	-0.03
ОФЗ 25078	1 041	5.48	1.36	2	-0.02
ОФЗ 25073	92	4.98	0.92	3	-0.03

Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Ставки и валюты



Источник: Bloomberg, RD Банка Москвы

Обороты выросли, в госбумагах коррекция

Обороты на внутреннем долговом рынке вчера находились на уровне средневзвешенных значений предыдущих недель (в отличие от первых дней текущей недели, когда складывалось ощущение, что рынок отправился в отпуск) – 27 млрд руб. в госсекторе и 22 млрд руб. в корпоративном/муниципальном. Подавляющее большинство выпусков ОФЗ снижались в цене, корпоративные бумаги выглядели чуть более сильно. Распределение оборота по дюрации было достаточно равномерным.

В госсекторе снижение затронуло практически все сегменты кривой. В среднем на 5 б.п. увеличилась доходность короткого участка, на 5-10 б.п. – среднесрочного, более длинные бумаги двигались без определенной тенденции. Отмечаем очень высокий оборот по выпуску ОФЗ 26206 (12.3 млрд руб.), потерявшему 2 б.п. в цене. Также обороты более 1 млрд руб. прошли по выпускам ОФЗ 25078 (-2 б.п. к цене), ОФЗ 26202 (-11 б.п. к цене), ОФЗ 25075 (-5 б.п. к цене). Рост на заслуживающих внимание оборотах продемонстрировали лишь не самые ликвидные ОФЗ 25068 (+9 б.п. к цене, 1.5 млрд руб.) и ОФЗ 26203 (+70 б.п. к цене, 847 млн руб.). Размещенный на неделе ОФЗ 25079 торговался вблизи нулевой отметки чуть выше уровня размещения (6.85 %).

Корпоративным бумагам пока удалось избежать массовых распродаж, чуть более половины оборота пришлось на сделки по покупке. Отмечаем повышенные обороты в новых выпусках ММК БО-06 и БО-07, новом РСХБ-14, а также в кривых Внешэкономбанка, РЖД и МТС. Более полфигуры в цене потерял ФСК ЭЭС-10. Динамика торгов по облигациям Tele2 в первые дни после выхода на вторичный рынок позволяет предположить, что выпуски будут достаточно ликвидными. В настоящий момент бумаги торгуются на уровне 101.2-101.4 % от номинала.

Также лучше рынка выглядели бонды: Башнефть03 (MD 1.23/0.06 %/ yield 6.65/-7 б.п.), ВЭБ 06 (MD 4.59/0.3 %/ yield 7.84/-6 б.п.), Мечел 14об (MD 3.11/0.61 %/ yield 8.28/-19 б.п.), МТС 02 (MD 3.37/0.29 %/ yield 7.58/-8 б.п.), НЛМК БО-6 (MD 1.41/0.34 %/ yield 6.11/-24 б.п.), ПочтаРос01 (MD 2.21/0.19 %/ yield 7.74/-8 б.п.), РосселхБ14 (MD 3.23/0.17 %/ yield 7.55/-5 б.п.), Система-04 (MD 1.94/0.23 %/ yield 6.82/-11 б.п.).

Из новостей первичного рынка отметим удачное размещение двух выпусков биржевых облигаций Банка Стройкредит совокупным объемом 2 млрд руб., ставка купона была установлена на уровне нижней границы интервала 9.9 %, что соответствует доходности 10.05 % к годовой оферте. Также в полном объеме размещены выпуски ЮТэйр-Финанс-05 (1.5 млрд руб., купон – 9.5 %) и Группы ЛСР БО-05 (2 млрд руб., купон – 8.47 %).

Статистика торгов

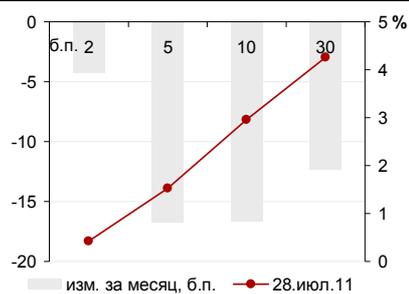
Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
Башнефть03	186	11	20 000	13.12.16	18.12.12	107.8	0.06	6.65	1.23
ВК-Инвест3	332	9	10 000	08.07.14	-	100.5	-0.10	7.35	2.51
ВТБ - 5 об	315	4	15 000	17.10.13	-	101.4	0.08	6.89	1.94
ВЭБ 06	363	8	10 000	13.10.20	17.10.17	101.0	0.30	7.84	4.59
ГазпромА13	210	19	10 000	26.06.12	-	107.0	0.00	5.24	0.84
ЕвроХим 03	226	5	5 000	14.11.18	18.11.15	101.4	0.10	8.01	3.40
ЛОКОБанк 5	324	3	2 500	23.07.15	26.07.12	100.0	-0.08	8.24	0.90
МГор62-об	247	6	35 000	08.06.14	-	117.6	-0.10	6.40	2.28
Мечел 13об	249	2	5 000	25.08.20	01.09.15	106.5	0.19	8.28	3.11
Мечел 14об	224	3	5 000	25.08.20	01.09.15	106.5	0.61	8.28	3.11
ММК БО-7	301	5	5 000	22.07.14	-	100.3	0.13	7.28	2.55
Мосэнерго1	438	3	5 000	13.09.11	-	100.8	-0.27	5.89	0.12
МТС 02	1013	13	10 000	20.10.15	-	101.1	0.29	7.58	3.37
МТС 05	240	16	15 000	19.07.16	26.07.12	108.1	0.09	5.72	0.94
МТС 08	580	12	15 000	03.11.20	12.11.15	102.5	0.20	7.59	3.40
НЛМК БО-6	414	7	10 000	05.03.13	-	102.6	0.34	6.11	1.41
ПочтаРос01	429	11	7 000	22.03.16	25.03.14	101.5	0.19	7.74	2.21
ПрофМедиа1	369	16	3 000	16.07.15	18.07.13	103.4	-0.11	8.78	1.68
РЖД-10обл	696	11	15 000	06.03.14	-	120.7	-0.02	6.37	2.06
РЖД-11обл	1030	22	15 000	18.11.15	-	102.0	-0.05	7.39	3.45
РЖД-16 обл	734	9	15 000	05.06.17	06.06.16	101.9	0.04	7.56	3.81
РМК-ФИН 04	287	15	5 000	02.06.16	05.06.14	100.7	-0.05	8.92	2.35
РосселхБ14	397	7	10 000	29.06.21	07.07.15	101.0	0.17	7.55	3.23
РУСАЛБАл07	547	22	15 000	22.02.18	03.03.14	100.6	0.05	8.22	2.14
Система-04	342	9	19 500	15.03.16	-	101.9	0.23	6.82	1.94
СПбТел 01	602	42	5 000	11.06.21	17.06.16	101.2	-0.06	8.25	3.78
СПбТел 02	329	106	5 000	11.06.21	17.06.16	101.4	0.08	8.22	3.78
СПбТел 03	259	50	3 000	11.06.21	17.06.16	101.2	-0.05	8.26	3.78
Трансф 03	1701	21	65 000	18.09.19	28.09.11	111.0	0.29	-38.13	0.27
ФСК ЭЭС-10	189	4	10 000	15.09.20	24.09.15	101.6	-0.68	7.43	3.31

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Антон Дроздов, CFA

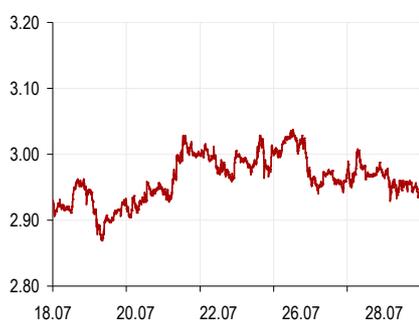
Глобальные рынки

Динамика кривой UST за месяц



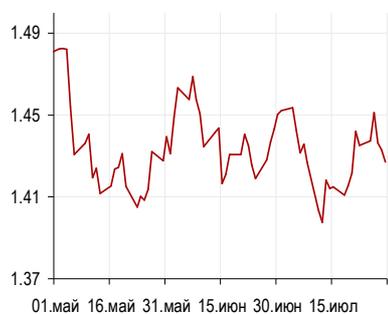
Источник: Reuters

Динамика доходности UST*10



Источник: Reuters

Курс EUR/USD



Источник: Reuters

Политические игры не влияют на уверенность инвесторов

Долгожданное разрешение ситуации с лимитом государственного долга в США за прошедший в Америке рабочий день, похоже, так и не стало ближе. Намеченное на вчера голосование по республиканскому плану сокращения расходов в Палате представителей Конгресса США (где большинство у республиканцев) было перенесено. Причем не из-за того, что план рисковал не получить поддержку контролирующей вторую палату американского Конгресса демократов, а из-за противоречий с наиболее консервативными членами непосредственно республиканской партии. За четыре дня до Дня икс – 2 августа – противоречий по планам сокращения расходов в Штатах остается еще слишком много, однако события разворачиваются все с более высокой скоростью, и надежда на достижение компромисса за выходные сохраняется.

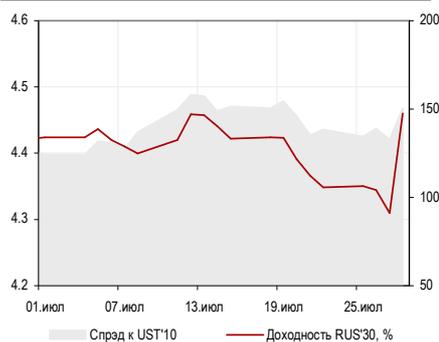
Между тем, инвесторы не сомневаются в благоприятном исходе события, что отражается в уровне ставок Treasuries, опустившихся на 2-3 б.п. Более того, несмотря на предупреждения рейтинговых агентств о возможности дефолта США и отсутствие решения по повышению предельного уровня госдолга, доходности американских суверенных бумаг не демонстрируют высокую волатильность.

Изменение кривой UST

	YTM, %		Изм-е, б.п.	
	27.июл.11	28.июл.11	День	Месяц
UST 02	0.45	0.42	-2	-4
UST 05	1.52	1.53	1	-17
UST 10	2.98	2.95	-3	-17
UST 30	4.29	4.26	-3	-12

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Источник: Reuters

Российские еврооблигации: всплеск

Вопреки негативному внешнему фонду российские еврооблигации существенно подорожали. В лидерах роста находились бумаги GAZP. Наиболее длинные евробонды газовой монополии подорожали более чем на 1 п.п. Неплохо смотрелись выпуски Alrosa' 20 (+40 б.п.), Sovkomflot' 17 (+38 б.п.), длинный конец кривой TNK-BP. В банковском секторе отмечаем покупки по всей кривой VEB и VTB. На этом фоне рост котировок других ведущих госбанков – Сбербанк и РСХБ выглядит менее выразительным.

Вчера прошло размещение выпуска 3-летних еврооблигаций МКБ объемом \$ 200 млн с купоном 8.25% при ориентире 8%. Напомним, что банк уже пытался разместить евробонды в октябре 2010 г., однако сделка была отложена из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры. В этот раз эмитенту удалось разместить бумагу, хотя и несколько дороже, чем планировалось.

Суверенные российские еврооблигации продолжают рост. Бумаги прибавили в цене до 1 п.п. Доходность RUS'30 упала на 14 б.п., сузив спрэд на UST'10 до 117 б.п.

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	111.6	2.15	168	1.4	0.03	-3
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	109.4	4.21	247	4.5	0.27	-6
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	127.2	4.96	281	0.7	0.70	-12
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	110.8	0.00	299	6.4	0.40	-6
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	108.4	5.45	243	7.5	0.74	-10
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	126.0	6.43	309	2.5	1.13	-10
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	110.4	6.46	275	11.9	1.61	-13
Alrosa' 20	USD	1000	03.11.20	109.6	6.36	361	6.6	0.40	-6
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	108.7	3.60	315	1.6	0.04	-3
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	110.7	5.42	417	3.6	0.16	-5
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	115.3	6.64	468	5.0	0.19	-4
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	103.0	3.02	264	0.6	-0.03	3
Metallinvest' 16	USD	750	21.07.16	100.8	6.31	453	4.2	0.08	-2
MTS' 12	USD	400	28.01.12	102.7	2.44	208	0.5	-0.04	4
MTS' 20	USD	750	22.06.20	114.6	6.44	390	6.3	0.20	-3
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	102.6	4.16	376	0.8	0.00	-2
RuRail' 17	USD	1500	03.04.17	106.7	4.39	247	4.8	0.34	-7
RuRail' 31	GBP	650	25.03.31	101.2	7.37	358	10.0	0.08	-1
Rushydro' 18	RUB	20000	28.10.15	102.2	7.39	86	3.4	0.00	0
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	111.5	3.70	324	1.8	0.04	-3
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	112.6	4.29	367	2.4	0.01	-1
SevStal' 16	USD	500	26.07.16	100.8	6.06	428	4.2	0.12	-3
SevStal' 17 (LPN)	USD	1000	25.10.17	102.1	6.29	409	5.0	0.16	-3
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	100.2	5.34	311	5.2	0.38	-7
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	103.0	1.41	101	0.6	0.04	-8
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	108.3	2.22	172	1.5	0.03	-3
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	114.1	4.31	279	4.2	0.31	-8
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	109.6	4.66	282	4.6	0.60	-13
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	107.7	3.74	327	1.6	0.04	-3
VIP' 16	USD	600	23.05.16	109.7	5.90	443	3.9	0.01	0
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	113.1	6.68	464	5.0	0.09	-2

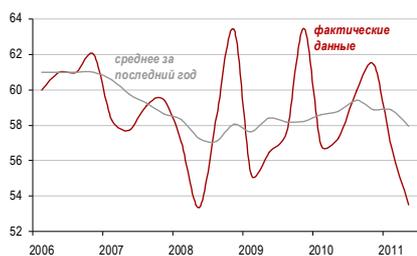
Источники: Bloomberg

Юрий Волков, CFA, Екатерина Горбунова, Ольга Сибиричева

Корпоративные новости

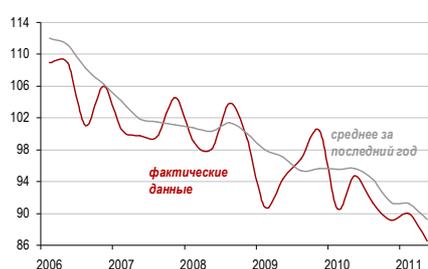
Норильский никель: слабые производственные результаты 2-го квартала

Производство никеля на российских предприятиях Норильского никеля, тыс. т



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Производство меди на российских предприятиях Норильского никеля, тыс. т



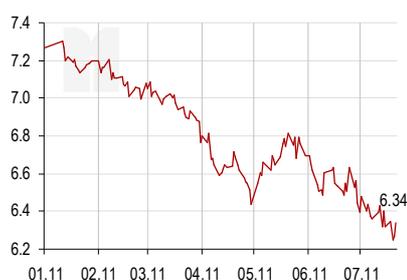
Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Параметры обращающихся рублевых облигаций Норильского никеля

Выпуск	НорНик БОЗ
Объем выпуска, млн. руб.	15 000
Купон, %	7.0
Дюрация, лет	1.7
УТМ/УТР	6.40
Оборот за 3 мес, млн руб.	5 785
Число сделок за 3 мес.	290
Рейтинги	BBB-/ Baa2/ BBB-
Котировальный лист	A1

Источники: ММВБ, Банк Москвы

Средневзвешенная доходность корпоративных облигаций эмитентов с рейтингами уровня «BBB»



Источники: ММВБ, Аналитический департамент

Событие

Норильский никель (BBB-/Baa2/BBB-) вчера отчитался об итогах операционной деятельности во 2-м квартале, которые оказались неожиданно слабыми. Производство основных металлов – никеля и меди снизилось по сравнению с уровнем 1-го квартала на 9 и 4 % соответственно, а по итогам 1-го полугодия в целом выпуск никеля и меди сократился приблизительно на 7 % по сравнению с прошлогодним уровнем.

Основные производственные показатели Норильского никеля

тыс. тонн	1 кв. 11	2 кв. 11	кв-к-кв, %	1 пол. 10	1 пол. 11	г-к-г, %
Никель, в т.ч.	71.0	64.7	-8.9	145.4	135.7	-6.7
Российские предприятия	56.8	53.5	-5.8	114.1	110.3	-3.3
Иностранные предприятия	14.2	11.2	-21.1	31.3	25.3	-19.0
Медь	94	90	-3.8	199	184	-7.4
Платина (тыс. унций)	170	190	11.8	356	360	1.1
Палладий (тыс. унций)	681	744	9.3	1 491	1 425	-4.4

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Норильский никель объясняет снижение производственных результатов российских подразделений более ранним перерывом в морской навигации на период весеннего паводка, что вызывало перебои в поставках сырья Заполярного филиала на Кольскую ГМК. На результаты зарубежных подразделений тем временем повлияло изменение минералогического состава руды.

Слабые производственные результаты Норильского никеля за 2-й квартал могут привести к тому что, что даже несмотря на близкие к посткризисным уровням цен на металлы, компания получит по итогам года EBITDA ниже чем в 2010 году. Между тем, кредитное качество эмитента при этом все равно остается сильным благодаря традиционно консервативной политике менеджмента компании в вопросах привлечения долга. Единственный обращающийся рублевый бонд ГМК - НорНик БО-3 – торгуется с доходностью 6.4 % к погашению через два года, предоставляя большую доходность по сравнению с прочими бумагами сопоставимых по кредитному профилю эмитентов. Согласно индексам BMBI, рассчитываемым Банком Москвы, средневзвешенная доходность корпоративных облигаций с кредитными рейтингами уровня «BBB» составляет в настоящий момент 6.34 % на дюреции 2.06 года.

Комментарий

Производственные результаты как 2-го квартала, так и полугодия в целом откровенно разочаровывают. Хотя не исключено, что на финальные цифры повлияли разовые факторы, связанные с весенним паводком, нельзя не отметить, что снижение выпуска на наиболее эффективных российских активах становится опасной тенденцией, в то время как зарубежные активы, на которые при приобретении Lion Ore в 2007 году возлагались большие надежды, разочаровывают. В результате, вполне возможно, что несмотря на то, что цены на никель, медь, платину и палладий находятся на уровнях, близких к посткризисным максимумам, EBITDA Норильского никеля в 2011-м году будет ниже, чем в 2010-м.

Влияние на рынок

Несмотря на неожиданно слабые производственные данные, кредитное качество Норильского никеля как эмитента облигаций не вызывает сомнений. Единственный обращающийся рублевый выпуск эмитента предоставляет минимальную доходность в металлургическом секторе долгового рынка, торгуясь с доходностью 6.4 % на дюреции 1.7 года. Между тем, выпуск выглядит привлекательно по сравнению с долговыми бумагами эмитентов сопоставимого кредитного качества, представленных в других секторах экономики. Согласно индексам BMBI, рассчитываемым Банком Москвы, средневзвешенная доходность корпоративных облигаций с кредитными рейтингами уровня «BBB» составляет в настоящий момент 6.34 % на дюреции 2.06 года.

Юрий Волов, CFA, Екатерина Горбунова

Индексы рублевой доходности облигаций энергетического сектора



Источник: ММББ, RD Банка Москвы

ФАС заблокировала сделку ИнтерРАО по покупке «Квадра» (ТГК-4)

Событие

ФАС отклонила ходатайство госхолдинга ИнтерРАО на покупку 75 % акций энергокомпании «Квадра» (бывшая ТГК-4). По мнению ФАС, группа ИнтерРАО будет доминировать в зоне свободного перетока «Центр», что приведет к ограничению конкуренции на оптовом рынке электроэнергии.

Мы нейтрально относимся к запрету ФАС на покупку госкомпанией ИнтерРАО 75 % акций энергокомпании Квадра. Привлечение сильного акционера в лице ИнтерРАО повысило бы надежность ценных бумаг Квадра, однако ставить точку в этом вопросе пока рано - ИнтерРАО может осуществить консолидацию с некоторыми предписаниями по продаже активов. Не ждем реакции на событие единственного обращающегося выпуска Квадра 01 из-за его неликвидности.

Комментарий

ИнтерРАО не в первый раз встречается с предписаниями ФАС – ранее госхолдинг получал запрет на покупку Петербургской сбытовой компании и требование по продаже 883 МВт мощностей при консолидации ОГК-3. По нашим расчетам, действительно, покупка ТГК-4 повысит долю холдинга в ЗСП «Центра» с 18 % до критического уровня 28 %.

Доля рынка ИнтерРАО и Квадра

	ЗСП Центр	ЗСП Урала *	1-я ценовая зона
Текущая стр-ра ИнтерРАО			
мощность, МВт	5840	7210	17041
доля в регионе, %	17.7	29.7	12.0
Квадра			
мощность, МВт	3358		3358
доля в регионе, %	10.2		2.4
ИнтерРАО вместе с Квадра			
мощность, МВт	9198	7210	20399
доля в регионе, %	27.9	29.7	14.4

*без учета обязательств продать 883 МВт

Источники: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

Тем не менее, как показывает успешный опыт согласования консолидации Петербургской сбытовой компании, ИнтерРАО имеет потенциал для пересмотра решения ФАС. Для этого компания может согласиться с продажей частей мощностей Квадра. По нашим оценкам, ИнтерРАО будет достаточно продать около 600 МВт мощностей, чтобы достичь разрешенного показателя уровня конкуренции в ЗСП Урала (26 %). Как вариант, мощности могут быть войти в сделку по обмену активами с другими энергокомпаниями.

В настоящее время представители ИнтерРАО еще не определились с тем, насколько приобретение Квадра согласуется с их стратегией по развитию компании. Между тем вхождение в группу ИнтерРАО могло бы стать благоприятным фактором для Квадра, получающей влиятельного стратегического партнера. С точки зрения вероятности возврата вложенных облигационерами средств, вхождение государственной ИнтерРАО в состав акционеров только повышает надежность долговых бумаг Квадра.

Влияние на рынок

Мы нейтрально относимся к запрету ФАС на покупку Квадра. Привлечение сильного акционера в лице ИнтерРАО усилило бы надежность ценных бумаг эмитента, однако ставить точку в этом вопросе пока рано - ИнтерРАО может осуществить консолидацию с некоторыми предписаниями по продаже активов. Между тем, из-за чрезвычайной низкой ликвидности единственного обращающегося выпуска облигаций Квадра (ТГК-4), торгуемого с доходностью около 7 % на дюрацию 0.8 года, мы не ждем заметной реакции котировок бумаги на решение ФАС.

Михаил Лямин, Иван Рубинов, CFA, Екатерина Горбунова

Система «60/66» заработает в ближайшее время?Событие

Введение системы экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты «60/66» заработает в ближайшее время, и ввод этой системы не будет ориентироваться на уровень цен на нефть. Об этом накануне заявил журналистам министр энергетики РФ Сергей Шматко. Таким образом, видимо чиновники решили отказаться от идеи изменения формулы расчета по экспортным пошлинам на нефть и нефтепродукты в зависимости от динамики сырьевых котировок (ранее при стоимости Brent более \$ 90/bbl предлагалось использовать механизм «55/86»).

Комментарий

Мы уже отмечали, что по нашим оценкам, каждый дополнительный доллар прироста цены нефти свыше уровня \$ 25 за баррель приносит самим нефтедобывающим компаниям лишь 13 центов, сбалансированным ВИНКом – порядка 30 центов (в зависимости от структуры продаж). Остальная часть изымается государством в виде налогов (прежде всего экспортной пошлины, доля которой в общей налоговой нагрузке составляет примерно 60 %, и НДС – доля около 25 %). Как следствие, принятие решений относительно возможного изменения налогового режима в нефтедобывающем сегменте являются крайне актуальными для российских ВИНКов. Однако предлагаемые Минэнерго изменения являются достаточно осторожными: по нашим оценкам, проект «60-66» позволит большинству российских ВИНКов получить дополнительный доход, однако его размер будет не столь значительным. Исключение составляет Башнефть: ее объемы переработки примерно на 40 % превышают уровень добычи, и компания вынуждена закупать нефть на внутреннем рынке, стоимость которой после снижения экспортных пошлин будет расти.

Последствия введения системы «60-66» для ведущих российских ВИНКов

	Доп. прибыль, \$ млн	в % от прогнозной EBITDA
ТНК - BP	608	6 %
Татнефть	200	6 %
Роснефть	894	5 %
СургутНГ	287	4 %
ЛУКОЙЛ	360	2 %
Газпром нефть	165	2 %
Башнефть	-180	-6 %

Источники: данные компаний, ИнфоТЭК, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

Влияние на рынок

Для принятия долгосрочных инвестиционных решений рынку требуется наличие определенности будущей конфигурации фискальной политики в нефтегазовом секторе. Как следствие, несмотря на то, что итоговый финансовый эффект от введения концепции «60/66» не выглядит для ВИНКов существенным, инвесторы могут с воодушевлением воспринять первый шаг в направлении оптимизации налогового режима. Основными бенефициарами от нововведения могут стать Татнефть (если не будет принято решение об увеличении мощностей Танеко с 7 до 14 млн т) и ТНК-BP, в проигрыше (если не будет предусмотрен компенсационный механизм) может оказаться Башнефть.

Денис Борисов, Дарья Козлова

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

После вчерашней коррекции в госсекторе потенциал роста цены рекомендуемых нами выпусков ОФЗ 26204 и ОФЗ 26206 увеличился до 50-55 б.п. Полагаем, что в скором времени он может сократиться до характерных для предыдущих дней 15-20 б.п. Среднесрочный сегмент кривой выглядит справедливо оцененным, перепроданность сохраняется в бумагах с дюрацией от четырех до шести лет. Размещенный на неделе четырехлетний выпуск ОФЗ 25079 в настоящий момент, по нашим оценкам, оценен справедливо и лежит точно на модельной кривой. На следующей неделе Минфин будет размещать семилетний выпуск (вероятно, ОФЗ 26204) достаточно скромного объема 20 млрд руб. Интересно будет понаблюдать за спредом выпуска к рублевому евробонду Russia'18.

28.07.11

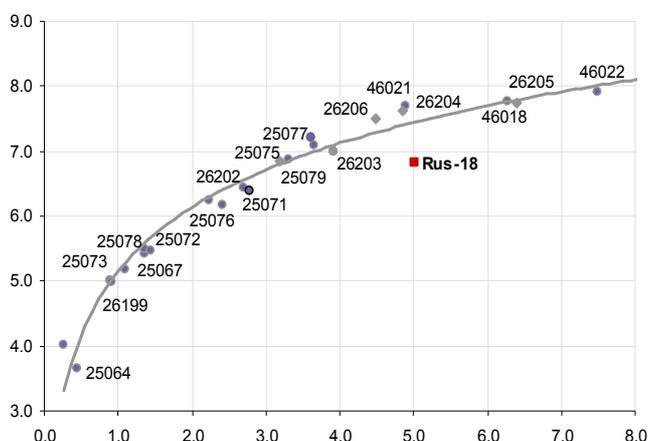
27.07.11

Выпуск	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield, %	MDUR
ОФЗ 25063	-	4.02	0.27	-2	0.00	71	-61	0.17	4.04	0.27
ОФЗ 25064	-	3.66	0.45	-5	0.00	-37	27	-0.12	3.71	0.45
ОФЗ 26199	101	5.01	0.89	7	-0.06	2	fair	-	4.94	0.89
ОФЗ 25073	92	4.98	0.92	3	-0.03	-6	fair	-	4.95	0.92
ОФЗ 25067	322	5.17	1.10	3	-0.05	-13	3	-0.03	5.14	1.11
ОФЗ 25072	533	5.41	1.37	2	-0.03	-19	9	-0.13	5.39	1.37
ОФЗ 25078	1 041	5.48	1.36	2	-0.02	-11	1	-0.02	5.46	1.36
ОФЗ 25065	166	5.46	1.45	4	-0.07	-22	12	-0.18	5.42	1.45
ОФЗ 25076	920	6.25	2.23	2	-0.03	-4	fair	-	6.23	2.23
ОФЗ 25068	1 453	6.18	2.43	-4	0.09	-23	13	-0.32	6.22	2.43
ОФЗ 26202	2 314	6.44	2.71	3	-0.11	-13	3	-0.08	6.41	2.71
ОФЗ 25071	346	6.39	2.79	-4	0.09	-22	12	-0.34	6.43	2.79
ОФЗ 25079	1 681	6.85	3.19	0	-0.03	5	fair	-	6.85	3.19
ОФЗ 25075	1 167	6.88	3.31	2	-0.05	3	fair	-	6.86	3.31
ОФЗ 25077	877	7.09	3.65	1	-0.05	10	fair	-	7.08	3.65
ОФЗ 46017	9	7.22	3.61	-2	0.10	24	-14	0.52	7.24	3.60
ОФЗ 26203	847	6.99	3.92	-18	0.70	-10	fair	-	7.17	3.91
ОФЗ 26206	12 347	7.5	4.49	0	-0.02	21	-11	0.51	7.50	4.50
ОФЗ 26204	855	7.61	4.84	4	-0.19	22	-12	0.56	7.57	4.85
ОФЗ 46021	269	7.69	4.90	0	0.00	28	-18	0.88	7.69	4.90
ОФЗ 46018	202	7.76	6.28	-1	0.07	0	fair	-	7.77	6.28
ОФЗ 26205	164	7.75	6.40	-1	0.04	-4	fair	-	7.91	7.50
ОФЗ 46022	-	7.91	7.49	0	0.00	-10	fair	-	7.91	7.50
ОФЗ 46020	-	7.96	10.21	0	0.00	-49	39	-3.99	7.96	10.22

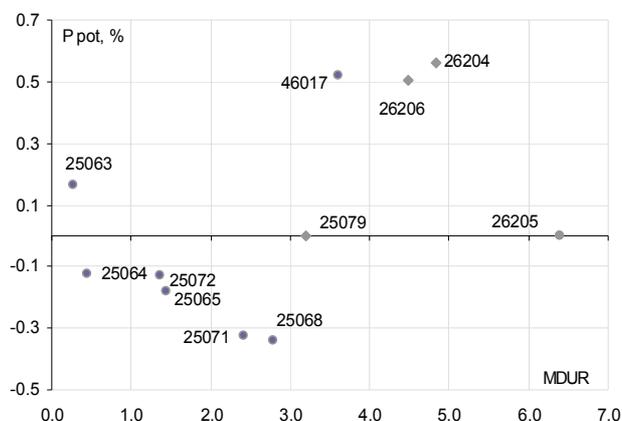
*к модельной кривой ОФЗ

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

Кривая ОФЗ



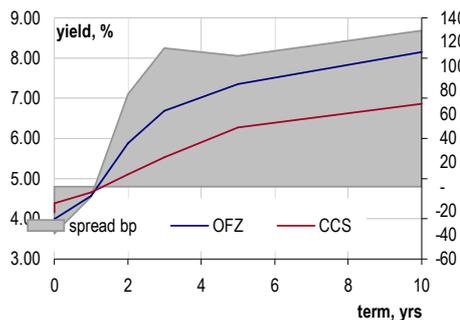
Потенциал и дюрация



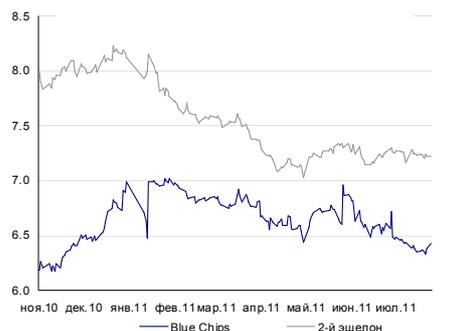
Антон Дроздов, CFA

Российский долговой рынок

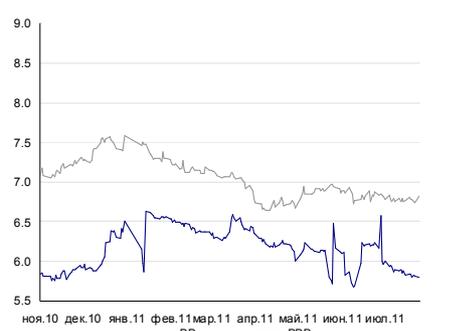
Кривые ОФЗ и CCS



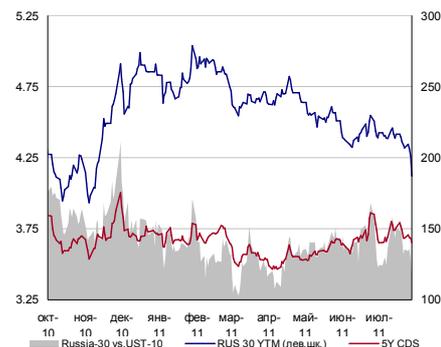
Индексы ВМВБ эшелоны



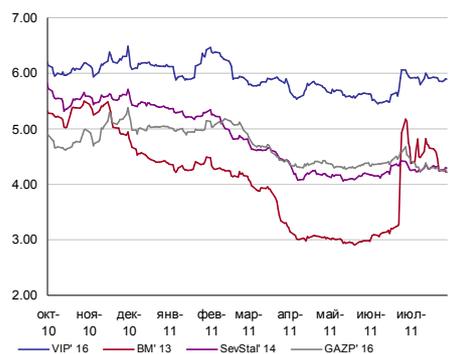
Индексы ВМВБ рейтинги



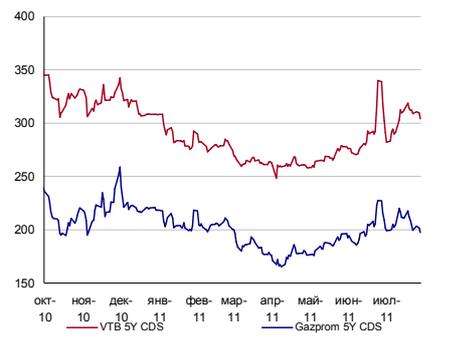
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

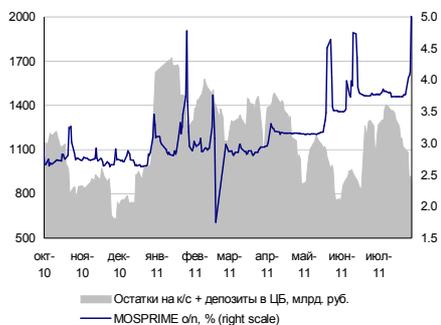


CDS корпораций

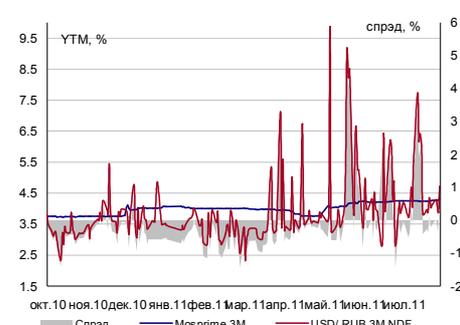


Денежно-валютный рынок

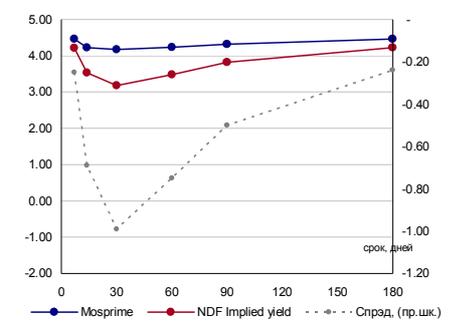
Ликвидность и ставки



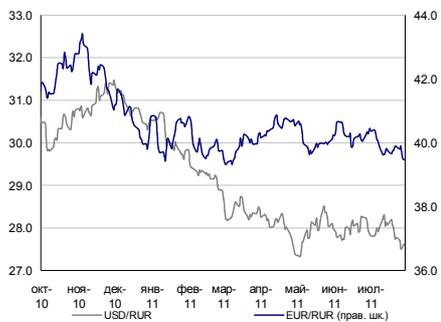
Форвардный базис



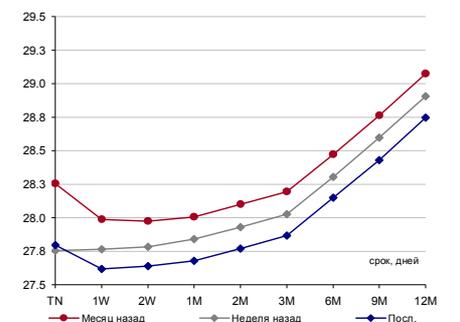
Спрэды денежного рынка



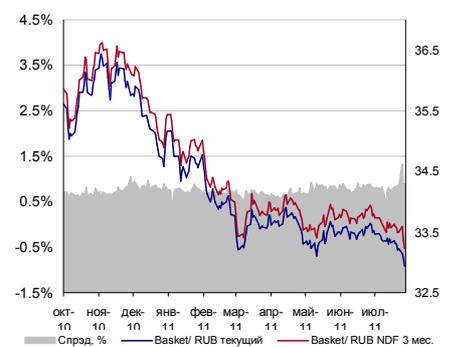
Курс рубля



Форвардные кривые



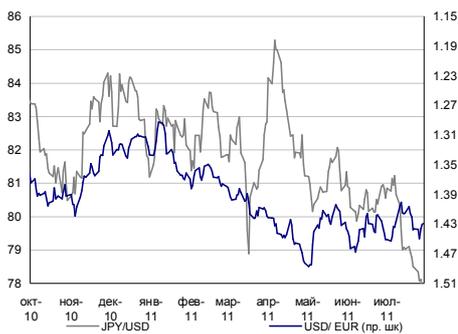
Своп-поинты 3 месяца



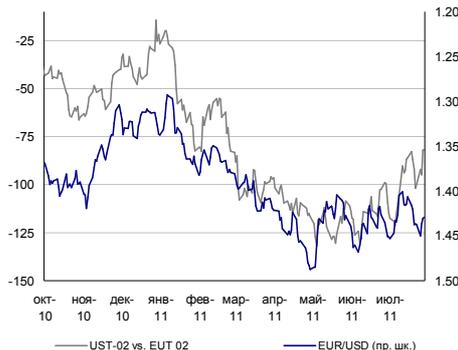
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

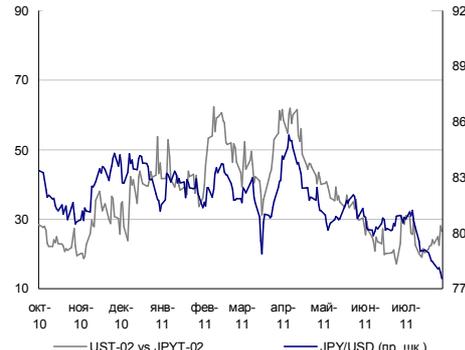
Основные валюты



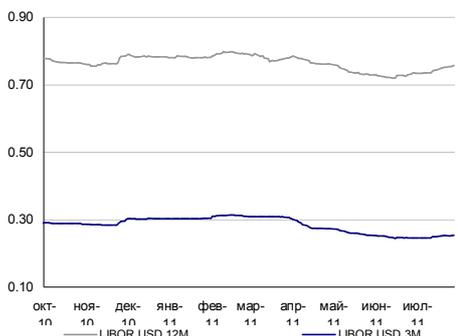
Ставки и курсы евро/доллар



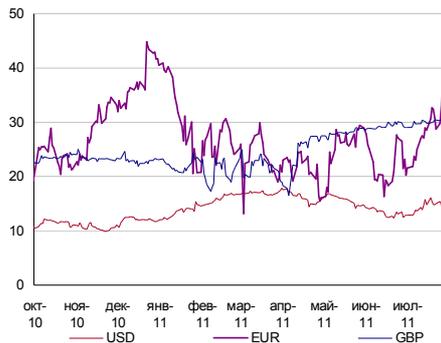
Ставки и курсы иена/доллар



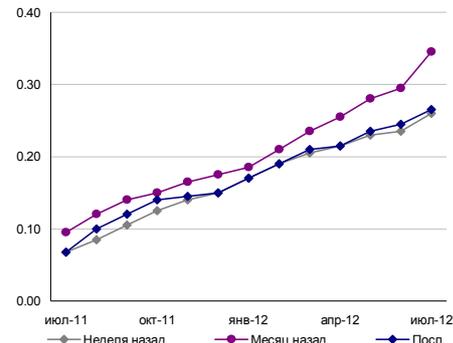
LIBOR USD



LIBOR-OIS

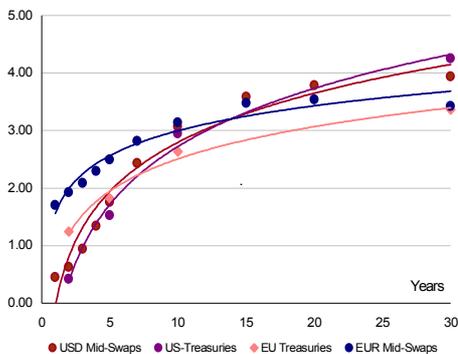


FED RATE ожидания



Глобальный долговой рынок

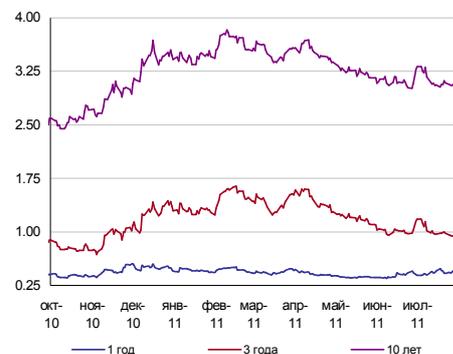
Базовые кривые



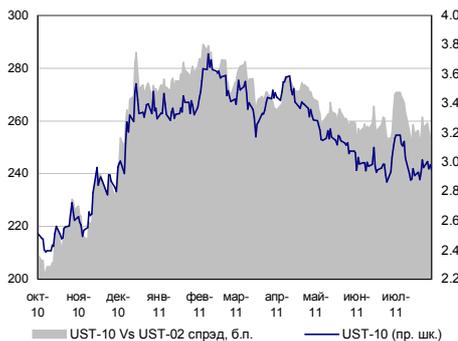
EUR IRS (mid)



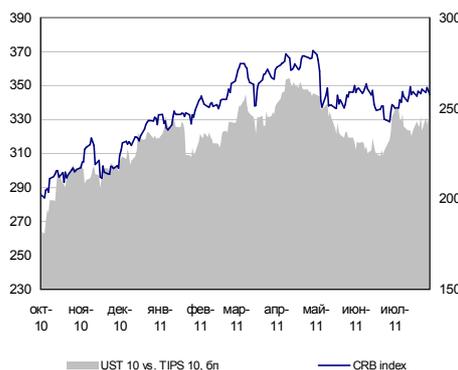
USD IRS (mid)



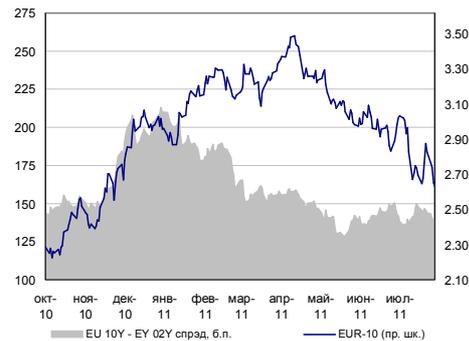
UST



Инфляционные ожидания



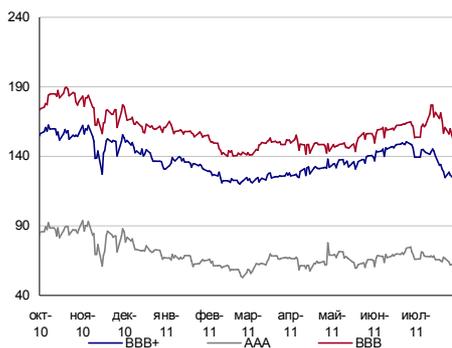
Bundes



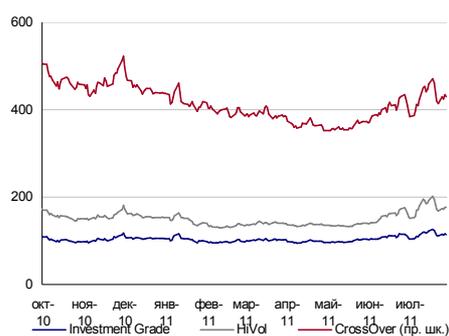
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный кредитный риск

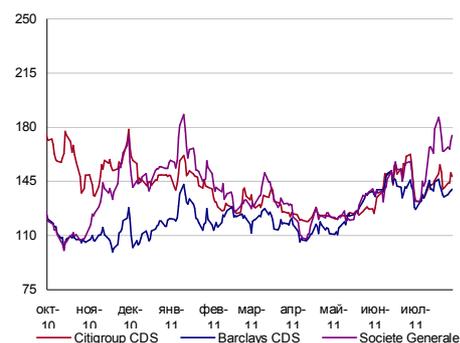
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

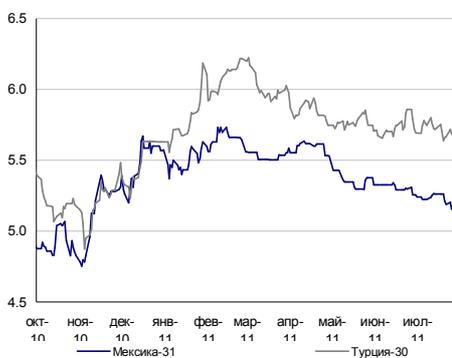


CDS Global Banks



Emerging markets

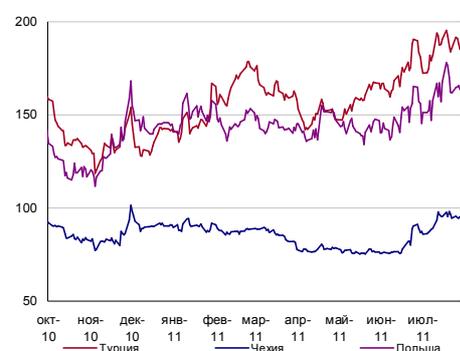
Еврооблигации EM



Lat Am CDS

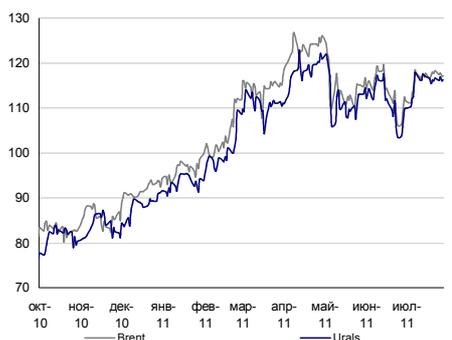


EMEA CDS

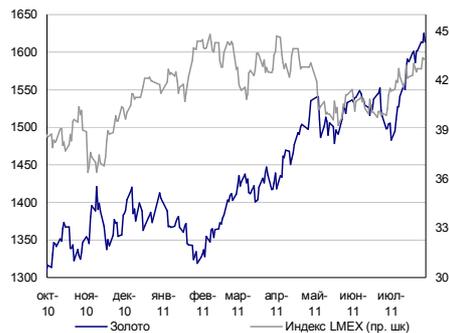


Товарные рынки

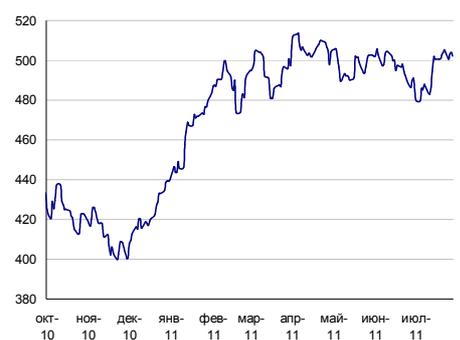
Нефть



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](mailto: 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.