



### На рынке

- Проведенные в начале недели аукционы по предоставлению ликвидности оказали поддержку денежному рынку – вчера, несмотря на выплату трети НДС за второй квартал, объем свободных денежных средств в системе увеличился на 52.5 млрд до 929.8 млрд руб. Ставки MosPrime, однако, вчера продолжили рост.
- На валютном рынке рубль продолжил снижение относительно бивалютной корзины, однако масштаб падения был уже не таким обвальным как в предыдущие дни. Кривая NDF после нескольких последовательных дней роста вчера была стабильна, месячная и трехмесячная ставки даже снизились на 22 и 10 б.п. соответственно.
- Сегодня Минфин проведет аукцион по размещению **шестилетнего ОФЗ 26206** в размере до 10 млрд руб. Накануне ведомство объявило ориентиры размещения, которые оказались гораздо ниже уровня вторичного рынка (8.20 %) и составили 8.0-8.10 %. Вероятно, что министерство в условиях нестабильной внешней конъюнктуры, ослабления национальной валюты и падения рынка рублевого долга даже не надеется на успешное размещение и поэтому объявило заведомо нерыночные ориентиры.
- Внутренний рынок рублевого долга вчера продолжил снижение, однако оно уже было не таким глобальным, в корпоративном секторе треть оборота даже пришлось на сделки по покупке.
- **РУСАЛ** может продать блокпакет **Норникеля** за \$ 18 млрд. Озвученная цена предполагает премию к рынку в размере примерно 70 %, что выглядит немалым даже с учетом потенциального разрешения конфликта между акционерами ГМК после сделки. Получив подобную сумму, компания могла бы снизить долговую нагрузку до 2х EBITDA 2011, что значительно укрепило бы ее кредитный профиль. Теоретически, Норильский никель мог бы собрать подобную сумму – для этого надо было бы использовать всю имеющуюся в компании наличность и довести соотношение Чистый долг/EBITDA до чуть менее 2х, что также не представляется критическим уровнем. Вполне вероятно, что перспективы продажи пакета ГМК по цене выше рынка будут оказывать поддержку долговым бумагам РУСАЛа в ближайшее время. Доходности неломбардных бондов эмитента сейчас находится на 50-80 б.п. выше кривых Мечела и Евраза, что представляется справедливой платой за невозможность привлечь дополнительное финансирование под залог облигаций в текущей довольно непростой ситуации с ликвидностью. Между тем, в металлургическом секторе долгового рынка в настоящий момент наблюдается немало диспропорций.

Доходности и спреды		yield,%	б.п.
RUS_30	↓	4.145	-11
RUS30_UST10 bp	↑	198	198
UST_10	↓	2.166	-5
UST_2	↑	0.192	1
UST10-UST2 bp	↓	197	-6
EU_10	↓	2.203	-12
EU_2	↓	0.657	-8
EU10-EU2 bp	↓	155	-4
EMBI+ bp	↓	331	-5
<b>Денежный рынок</b>			
LIBOR OIS US 3m	↑	20	0
LIBOR OIS EUR 3m	↑	58	0
Mosprime o/n	↓	3.85	0.0
Mosprime 3m	↑	4.73	0.0
RUB NDF 3m,%	↑	6.55	1.0
К/с+депоз (млрд руб)	↑	1 085.67	23.7
<b>Кредитный риск CDS 5y</b>			
Russia	↓	179	-8
Greece	↑	1 847	45
Portugal	↓	853	-3
Spain	↓	331	-23
Italy	↓	340	-1
<b>Индексы</b>			
		цена	изм,%
MSCI BRIC	↑	307	0.79
MSCI Russia	↑	871	1.82
Dow Jones	↑	11 410	0.04
RTSI	↑	1 664	1.93
VIX (RTS)	↓	47	-3.45
<b>Валюты</b>			
EUR/USD	↑	1.4439	0.24
3m FWD rate diff	↓	78	-3
RUB/USD	↑	28.798	0.43
RUB/EUR	↑	41.608	0.76
RUB BASK	↑	34.563	0.61
<b>Товары</b>			
Urals \$ / bbl	↑	109	0.17
Золото \$ / troy	↑	1 791	0.31

### Внутренний рынок

Денежный рынок: аукциона Минфина и ЦБ привели к росту ликвидности, но ставки остаются высокими

Аукцион 26206: Минфин даже не делает попытку успешно разместить выпуск

Вторичный рынок: дальше вниз, но уже не так резко

### Глобальные рынки

Рынки надеются на ФРС

Российские еврооблигации: вниз без отдыха

### Корпоративные новости

РУСАЛ может продать блокпакет Норникеля за \$ 18 млрд?

### Электроэнергетика

Правительство обсудит темпы роста тарифов

**Новости коротко**Сегодня

- Размещения: **ВТБ 24** 2-ИП Класса А (3.33 млрд руб.) и Класса Б (1.66 млрд руб.)
- Аукцион **ОФЗ 26206** на 10 млрд руб. Индикатив по купону составляет 8.0-8.1%.
- Оферта по выпуску еврооблигаций **RSHB'16** (\$ 500 млн)

Экономика

- Объем **Резервного фонда** к концу года составит 1.8 трлн руб., ФНБ – 2.6 трлн руб., сообщил заместитель министра финансов РФ Алексей Лавров. Совокупный объем Резервного фонда на 1 сентября составил 772.28 млрд руб., ФНБ – 2.67 трлн руб. / Cbonds.

Корпоративные новости

- По результатам первого полугодия 2011 года **Группа ЛСР** получила чистую прибыль по МСФО в размере 706 млн руб. против убытка за аналогичный период прошлого года в размере 675 млн руб. Выручка в первом полугодии 2011 года по сравнению с аналогичным периодом 2010 года увеличилась на 30%, составив по итогам периода 23 млрд руб. В первой половине 2011 года общий долг компании вырос на 4 174 млн руб. и составил 35.9 млрд руб., что обусловлено осуществлёнными инвестициями и приобретениями. Показатель Чистый долг/ EBITDA по состоянию на 30 июня 2011 года составил 3.5X. По состоянию на 30 июня 2011 года основную часть долгового портфеля компании (75%) составляли банковские кредиты и займы. Рублевые облигационные займы и задолженность по лизингу составили соответственно 24% и 1% от общего долга. / Reuters

Distressed Debt

- **Камская долина-Финанс** осуществило частичное погашение задолженности по облигациям 5-й серии. На 19 сентября 2011 года «Камская долина» выплатила купонный доход по займу в размере 1 млн 690.8 тыс. рублей или 12,12 рубля в расчете на одну облигацию, исходя из ставки 18% годовых. / Cbonds

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- Облигации **МОЭСК** 1-й серии исключены из списка «А1» с 7 сентября. / Cbonds
- **Россельхозбанк** установил ставку 9-12-го купонов по облигациям 4-й серии на уровне 7.5% годовых и назначил оферту по окончании 12-го купонного периода. / Cbonds
- Совет директоров **Группы ЛСР** принял решение о размещении двух выпусков пятилетних облигаций на общую сумму 8 млрд руб. Компания планирует разместить по открытой подписке облигации серии 03 на 3 млрд руб. и облигации серии 04 на 5 млрд руб. / Reuters

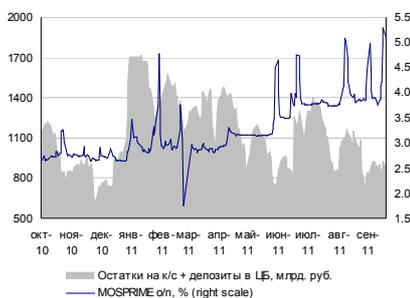
Кредиты и займы

- **Челябинский металлургический комбинат** привлек кредит **Газпромбанка** на сумму 11 млрд руб. сроком на 5 лет. / Cbonds
- Совет директоров **Ульяновского автомобильного завода** одобрил сделку по привлечению кредитов на суммы 2.5 млрд руб. и 800 млн руб. / Cbonds
- **J.P. Morgan** предоставил **Сбербанку** 5-летний кредит для организации предэкспортного финансирования на \$ 100 млн. / Cbonds

**Внутренний рынок**

**Денежный рынок: аукциона Минфина и ЦБ привели к росту ликвидности, но ставки остаются высокими**

Динамика объемов ликвидности в банковской системе РФ

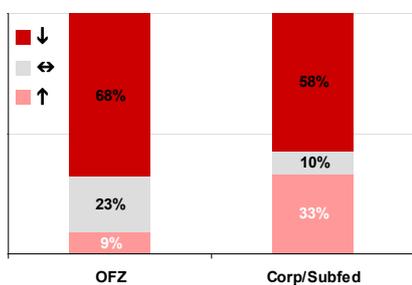


Источник: Bloomberg, RD Банка Москвы

Проведенные в начале недели аукционы по предоставлению ликвидности оказали поддержку денежному рынку – вчера, несмотря на выплату трети НДС за второй квартал (по нашим оценкам – около 150 млрд руб.), объем свободных денежных средств в системе увеличился на 52.5 млрд до 929.8 млрд руб., что является уже вполне комфортным уровнем. Ставки MosPrime, однако, остаются на повышенных уровнях и вчера продолжили рост, overnight увеличилась на 22 б.п. до 5.32 %, более длинные на 10-15 б.п.

Вчера участникам рынка вновь был предоставлен значительный объем ликвидности – объем прямого РЕПО с ЦБ составил 180.7 млрд руб. при лимите 250 млрд руб. по средневзвешенной ставке 5.3 %, а Минфин разместил весь запланированный объем бюджетных средств (140 млрд руб.) по средневзвешенной ставке 5.98 % и совокупном объеме спроса 198 млрд руб. В четверг состоится еще один депозитный аукцион на 140 млрд руб. с минимальной процентной ставкой 5.05 %. Ожидаем, что и на нем на бюджетные средства будет предъявлен существенный спрос, размещен будет практически весь объем.

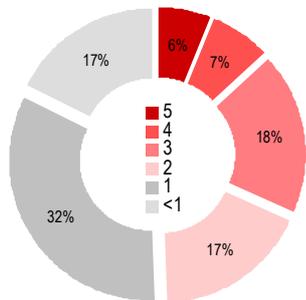
Распределение оборота по изм. цены



Источник: ММББ, RD Банка Москвы

На следующей неделе налоговый период завершится выплатой акцизов и НДС в понедельник, а также налога на прибыль в среду. Сегодня к оттоку денежных средств приведет возврат депозитов Минфину (около 40 млрд руб.) и аукцион по размещению шестилетнего ОФЗ 26206 в размере до 10 млрд руб.

Распределение оборота по дюрации

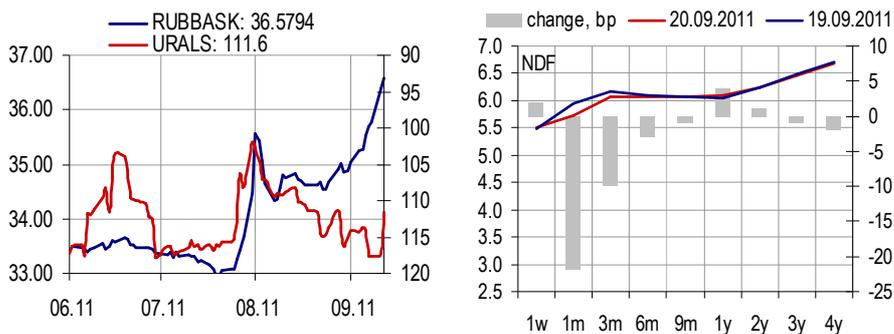


Источник: ММББ, RD Банка Москвы

На валютном рынке рубль продолжил снижение относительно бивалютной корзины, однако масштаб падения был уже не таким обвальным как в предыдущие дни. Национальная валюта ослабла примерно на 15 копеек к корзине, закрывшись на уровне 36.57, на 30 копеек - к евро и была относительно стабильна к доллару. В очередной раз отмечаем, что поддержку национальной валюте не в состоянии оказать ни разгар налогового периода, ни ощутимый дефицит ликвидности на денежном рынке. Наиболее вероятно, что существенная часть ликвидности, предоставляемая Минфином и ЦБ, направляется на спекуляции на валютном рынке.

Сегодня утром рубль еще несколько снизился к корзине до 36.62 руб., к доллару - подешевел на 12 копеек до 31.42. Отмечаем, что кривая NDF после нескольких последовательных дней роста вчера была стабильна, месячная и трехмесячная ставки даже снизились на 22 и 10 б.п. соответственно.

Ставки и валюты



Источник: Bloomberg, RD Банка Москвы

Динамика ликвидных ОФЗ

Выпуск	20.09		19.09.2011		Цена, %
	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	
ОФЗ 26205	-	8.13	6.19	0	0.00
ОФЗ 26204	1 645	8.31	4.65	2	0.00
ОФЗ 26206	288	8.20	4.31	0	-0.04
ОФЗ 26203	423	7.92	3.87	15	-0.59
ОФЗ 25077	958	7.84	3.48	7	-0.25
ОФЗ 25075	103	7.41	3.15	-15	0.50
ОФЗ 25079	138	7.59	3.03	-1	0.05
ОФЗ 25068	1 467	7.16	2.38	6	-0.16
ОФЗ 25076	838	7.16	2.16	3	-0.05
ОФЗ 25078	151	6.53	1.26	16	-0.20
ОФЗ 25073	977	6.15	0.80	6	-0.05

Источник: ММББ, RD Банка Москвы

**Аукцион 26206: Минфин даже не делает попытку успешно разместить выпуск**

Сегодня Минфин проведет аукцион по размещению шестилетнего ОФЗ 26206 в размере до 10 млрд руб. (напомним, что изначально было запланировано размещение бумаг на 40 млрд руб.). Прошлую неделю выпуск завершил чуть выше уровня 8 % (8.03), после обвала рынка в понедельник доходность бумаги поднялась до 8.20 % и осталась на том же уровне по итогам вторичных торгов. Вчера ведомство объявило ориентиры размещения, которые оказались гораздо ниже уровня вторичного рынка и составили 8.0-8.10 %. Вероятно, что министерство в условиях нестабильной внешней конъюнктуры, ослабления национальной валюты и падения рынка рублевого долга даже не надеется на успешное размещение и поэтому объявило заведомо нерыночные ориентиры. Таким образом, ожидаем размещения минимального количества бумаг или вообще отмены аукциона либо признания его несостоявшимся.

**Вторичный рынок: дальше вниз, но уже не так резко**

Внутренний рынок рублевого долга вчера продолжил снижение, однако оно уже было не таким глобальным, в корпоративном секторе треть оборота даже пришлось на сделки по покупке. Обороты, тем не менее, оставались низкими и составили 8 млрд руб. в госсекторе и 6.7 млрд руб. в корпоративном/муниципальном.

Большинство ликвидных госбумаг подешевело в пределах 20 б.п. Существенные обороты зафиксированы лишь по пяти выпускам: ОФЗ 25073 (977 млн руб., -5 б.п. в цене), ОФЗ 25076 (838 млн руб., -5 б.п. в цене), ОФЗ 25068 (1.5 млрд руб., -16 б.п. в цене), ОФЗ 25077 (958 млн руб., -25 б.п. в цене), ОФЗ 26204 (1.6 млрд руб.). Двум выпускам удалось даже несколько подрасти в цене, однако обороты по ним были незначительными: ОФЗ 25072 (455 млн руб., +10 б.п.), ОФЗ 25075 (103 млн руб., +50 б.п.).

В корпоративном секторе оборот был сосредоточен в коротких бумагах, ровно половина совокупного объема сделок была заключена с облигациями, дюрация которых не превышает двух лет. Отдельные выпуски выглядели достаточно сильно, прибавив к цене около фигуры, в частности, АИЖК-17 (+102 б.п.), Газпром нефть-09 (+198 б.п.), Евраз Холдинг-02 (+98 б.п.), Судостроительный Банк БО-01 (+84 б.п.)

Хуже рынка выглядели бумаги: АИЖК 11об (MD 4.25/-1.72 %/ yield 8.4/+41 б.п.), Аэрофл БО1 (MD 1.34/-0.94 %/ yield 7.79/+68 б.п.), ВЭБ 06 (MD 4.42/-0.37 %/ yield 8.3/+8 б.п.), НЛМК БО-6 (MD 1.3/-0.79 %/ yield 7.9/+61 б.п.), РосселхБ10 (MD 1.22/-0.84 %/ yield 8.02/+68 б.п.), СудострБ-3 (MD 0.83/-1.25 %/ yield 11.67/+149 б.п.), ФСК ЭЭС-19 (MD 4.89/-0.2 %/ yield 8.61/+4 б.п.).

## Статистика торгов

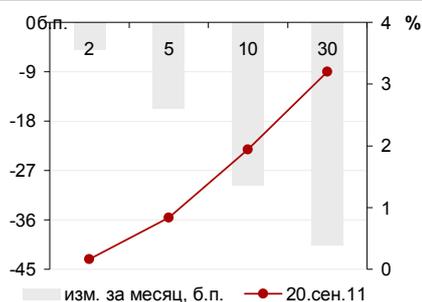
Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
АИЖК 11об	240	6	10 000	15.09.20	-	100.2	-1.72	8.40	4.25
АИЖК 17об	157	4	8 000	15.04.22	-	104.5	1.02	8.58	5.57
АльянсБО1	69	9	5 000	04.02.14	-	100.0	0.51	9.44	1.98
Аэрофл БО1	118	8	6 000	08.04.13	-	100.2	-0.94	7.79	1.34
БанкМоск-2	131	7	10 000	01.02.13	-	98.8	-0.70	8.67	1.21
ВТБ - 6 об	80	6	15 000	06.07.16	11.07.12	100.4	-0.14	6.85	0.73
ВЭБ 06	100	7	10 000	13.10.20	17.10.17	98.9	-0.37	8.30	4.42
Газпрнефт9	242	4	10 000	26.01.21	08.02.16	101.0	1.98	8.39	3.44
ЕврХолдФ 2	312	8	10 000	19.10.20	26.10.15	103.0	0.98	9.26	3.07
КраснЯрКр4	145	4	10 200	08.11.12	-	102.8	-0.15	6.71	0.64
МГор62-об	89	17	35 000	08.06.14	-	114.2	-0.21	7.35	2.18
МДМ Банк 7	155	4	5 000	19.07.12	-	103.2	-0.05	7.81	0.74
Мечел 13об	403	9	5 000	25.08.20	01.09.15	104.0	1.71	8.97	3.08
МКБ БО-05	241	7	5 000	23.06.14	-	97.0	-0.08	10.76	2.20
ММК БО-6	66	11	5 000	10.07.14	-	98.0	0.00	8.16	2.36
Мосэнерго2	121	1	5 000	18.02.16	23.02.12	100.6	0.08	6.29	0.40
НЛМК БО-6	127	21	10 000	05.03.13	-	100.0	-0.79	7.90	1.30
РЖД-12обл	91	17	15 000	16.05.19	24.11.11	101.5	-0.14	6.36	0.17
РосселхБ10	88	5	5 000	29.01.20	06.02.13	101.5	-0.84	8.02	1.22
РосселхБ11	60	4	5 000	30.01.20	07.02.13	101.5	-0.05	8.02	1.23
РосселхБ13	69	6	5 000	02.07.21	10.07.15	98.0	-0.25	8.49	3.06
СевСт-БО1	110	7	15 000	18.09.12	-	100.0	-0.29	0.00	0.98
Система-02	65	5	20 000	12.08.14	14.08.12	106.5	0.00	7.34	0.81
СУ-155 Зоб	163	6	3 000	15.02.12	-	97.7	0.21	19.62	0.34
СудострБ-3	370	4	1 500	03.09.12	-	98.8	-1.25	11.67	0.83
СудострБ-4	88	24	1 500	08.10.13	10.04.12	97.8	0.31	14.72	0.46
СудострБО1	148	6	2 000	03.03.14	03.03.12	98.8	0.84	13.00	0.40
СУЭК-Фин01	126	5	10 000	26.06.20	05.07.13	100.0	-0.03	9.55	1.52
ТрансКред6	122	2	4 000	17.04.14	-	100.8	-0.09	8.07	2.13
ФСК ЕЭС-19	396	6	20 000	06.07.23	18.07.18	97.5	-0.20	8.61	4.89

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Антон Дроздов, CFA

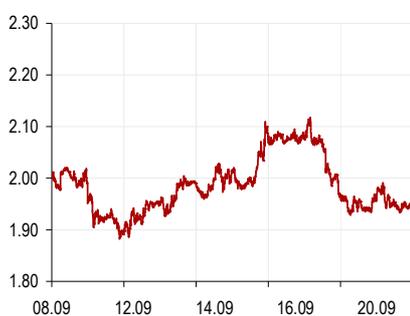
## Глобальные рынки

Динамика кривой UST за месяц



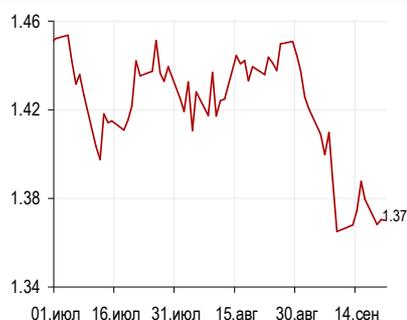
Источник: Reuters

Динамика доходности UST 10



Источник: Reuters

Курс EUR/USD



Источник: Reuters

## Рынки надеются на ФРС

Мировые рынки накануне решения ФРС по новым стимулам и в ожидании разрешения ситуации с греческими долгами во вторник сохраняли достаточно оптимистичный настрой.

Ключевым событием сегодняшнего дня, а, возможно, и месяца обещает стать решение ФРС по новым стимулирующим мерам. От регулятора ожидают объявления о начале Операции «Твист», предусматривающей покупку длинных Treasuries за счет сокращения портфеля коротких бумаг. На фоне ожидаемого запуска этой программы доходности UST'10 и UST'30 продолжили вчера нисходящее движение, опустившись еще на 2 б.п.

Отметим, однако, что мнения относительно масштабов обсуждаемой операции ФРС существенно расходятся. Вчера стало известно, что в решение регулятора может вмешаться политика: группа влиятельных американских конгрессменов от республиканской партии (включая партийных лидеров в обеих палатах парламента) написали Председателю ФРС письмо о недопустимости новых стимулирующих мер, что в преддверии решения ФРС вряд ли добавляет оптимизма.

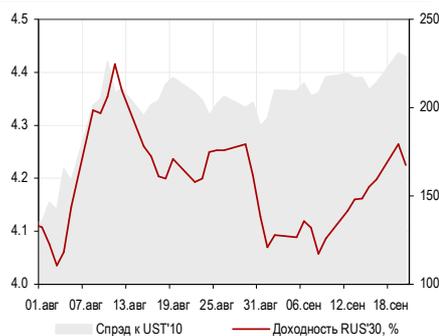
Изменение кривой UST

	YTM, %		Изм-е, б.п.	
	19.сен.11	20.сен.11	День	Месяц
UST 02	0.16	0.16	0	-5
UST 05	0.85	0.84	-1	-16
UST 10	1.96	1.94	-2	-30
UST 30	3.22	3.20	-2	-41

Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Волков, Екатерина Горбунова

Доходность RUS'30 и спрэд к UST'10



Источник: Reuters

**Российские еврооблигации: вниз без отдыха**

Несмотря на приостановку в падении мировых индексов, еврооблигации российских эмитентов вчера единодушно смотрели вниз, хотя динамика падения и не выглядела уже столь драматично. Суверенные еврооблигации даже сумели завершить день в плюсе в пределах трети фигуры. Доходность RUS'30 снизилась на 5 б.п. до 4.27%, спрэд RUS'30 к UST'10 снизился на 4 б.п. до 233 б.п. Сегодня в центре внимания – заседание ФРС, до публикации итогов которого заметного движения на рынках мы не ждем.

**Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор**

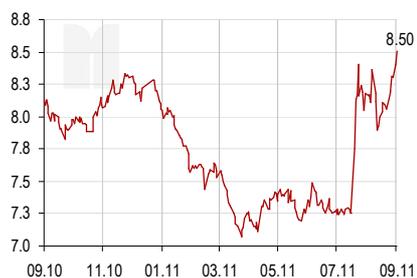
Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	ASW спрэд	Dur	Изм-е за день	
								Цена, %	YTM, б.п.
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	108.8	3.30	295	1.3	-0.48	34
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	107.1	4.66	355	4.3	-0.23	5
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	123.6	5.42	414	0.6	-0.24	4
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	109.2	0.00	405	6.3	-0.08	1
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	105.2	5.84	369	7.6	-0.48	6
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	125.1	6.49	425	2.3	-0.04	0
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	108.8	6.58	385	12.0	-0.17	1
Alrosa' 20	USD	1000	03.11.20	103.0	7.29	527	6.3	-0.87	14
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	104.2	6.06	567	1.4	-0.41	27
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	103.7	7.20	634	3.4	-0.36	10
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	108.0	7.91	656	4.7	-0.69	14
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	101.4	4.98	453	0.5	0.00	-1
Metalloinvest' 16	USD	750	21.07.16	93.6	8.12	664	4.0	-1.32	33
MTS' 12	USD	400	28.01.12	101.2	4.31	387	0.3	0.01	-6
MTS' 20	USD	750	22.06.20	107.3	7.47	566	6.1	-0.36	6
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	100.5	6.69	622	0.6	0.00	-1
RuRail '17	USD	1500	03.04.17	104.3	4.85	359	4.6	-0.20	4
RuRail '31	GBP	650	25.03.31	99.8	7.51	427	10.2	-0.22	2
Rushydro '18	RUB	20000	28.10.15	98.1	8.62	157	3.2	-0.10	3
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	107.3	5.55	526	1.7	-0.24	14
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	108.1	5.81	546	2.2	-0.29	12
SevStal' 16	USD	500	26.07.16	95.5	7.38	601	4.0	-0.84	21
SevStal' 17 (LPN)	USD	1000	25.10.17	95.5	7.65	593	4.7	-1.08	22
Sovkomflot' 17	USD	800	27.10.17	96.9	5.99	438	5.0	-0.06	1
TNK-BP' 12	USD	500	20.03.12	102.0	2.05	158	0.5	-0.04	6
TNK-BP' 13	USD	600	13.03.13	105.6	3.56	316	1.4	-0.15	10
TNK-BP' 16	USD	1000	18.07.16	110.5	5.02	411	4.0	-0.14	3
TNK-BP' 17	USD	800	20.03.17	105.7	5.40	419	4.6	-0.08	2
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	105.0	5.10	472	1.4	-0.15	10
VIP' 16	USD	600	23.05.16	103.7	7.28	627	3.7	-0.31	8
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	105.0	8.12	666	4.8	-0.42	9

Источники: Bloomberg

Екатерина Горбунова

## Корпоративные новости

## Средневзвешенная доходность облигаций металлургического сектора



Источники: ММВБ, Аналитический департамент

## Параметры обращающихся рублевых облигаций Русала

Выпуск	РУСАЛ БАл07	РУСАЛ БАл08
Объем выпуска, млн. руб.	15 000	15 000
Купон, %	8.3	8.5
Дюрация, лет	2.0	2.8
УТМ/УТР	9.54	9.62
Оборот за 3 мес, млн руб.	11 157	11 090
Число сделок за 3 мес.	905	458
Рейтинги	//	//
Котировальный лист	В	В

Источники: ММВБ, Банк Москвы

## Параметры обращающихся рублевых облигаций Норникеля

Выпуск	НорНик БОЗ
Объем выпуска, млн. руб.	15 000
Купон, %	7.0
Дюрация, лет	1.6
УТМ/УТР	6.99
Оборот за 3 мес, млн руб.	6 812
Число сделок за 3 мес.	377
Рейтинги	BBB-/Ваа2/ ВВ+
Котировальный лист	А1

Источники: ММВБ, Банк Москвы

## Средневзвешенная доходность корпоративных облигаций эмитентов с рейтингами уровня «BBB»



Источники: ММВБ, Аналитический департамент

## РУСАЛ может продать блокпакет Норникеля за \$ 18 млрд?

## Событие

Агентство Bloomberg со ссылкой на собственные источники вчера сообщило, что председатель совета директоров и совладелец UC RUSAL В. Вексельберг изучает план, согласно которому принадлежащий алюминиевой компании блокирующий пакет акций Норильского никеля может быть продан ГМК за \$ 18 млрд. Агентство Интерфакс добавляет к этому, что РУСАЛ заказал оценку блокпакета ГМК, согласно которой стоимость 25 % акций Норникеля составляет \$18-20 млрд.

Напомним, что, по информации СМИ, В. Вексельберг был недавно уполномочен вести переговоры с Норильским никелем советом директоров РУСАЛа, отвергнувшим предыдущее предложение ГМК о продаже 15 % акций за \$ 8.75 млрд.

РУСАЛ может продать блокпакет Норникеля за \$ 18 млрд. Озвученная цена предполагает премию к рынку в размере примерно 70 %, что выглядит немалым даже с учетом потенциального разрешения конфликта между акционерами ГМК после сделки. Получив подобную сумму, компания могла бы снизить долговую нагрузку до 2х EBITDA 2011, что значительно укрепило бы ее кредитный профиль.

Теоретически, Норильский никель мог бы собрать подобную сумму – для этого надо было бы использовать всю имеющуюся в компании наличность и довести соотношение Чистый долг/EBITDA до чуть менее 2х, что также не представляется критическим уровнем.

Вполне вероятно, что перспективы продажи пакета ГМК по цене выше рынка будут оказывать поддержку долговым бумагам РУСАЛа в ближайшее время. Доходности неломбардных бондов эмитента сейчас находится на 50-80 б.п. выше кривых Мечела и Евраза, что представляется справедливой платой за невозможность привлечь дополнительное финансирование под залог облигаций в текущей довольно непростой ситуации с ликвидностью. Между тем, в металлургическом секторе долгового рынка в настоящий момент наблюдается немало диспропорций.

## Комментарий

Озвученная цена сделки предполагает премию к рынку в размере примерно 70 %, что выглядит немалым даже с учетом потенциального разрешения конфликта между акционерами ГМК после сделки. Тем не менее, исключать вероятность того, что сделка все же состоится нельзя – ключевых акционеров РУСАЛа в ней может привлечь солидная премия к рынку, а альянс Интерросса и менеджмента Норникеля – возможность окончательно прекратить попытки РУСАЛа получить операционный контроль над ГМК: пока контроль над компанией сторонами во многом обеспечивается голосованием квази-казначейскими акциями, что, учитывая активность РУСАЛа, несет в себе определенные риски.

Теоретически, Норильский никель мог бы собрать подобную сумму – для этого надо было бы использовать всю имеющуюся в компании наличность и довести соотношение Чистый долг/EBITDA до чуть менее 2х, что не представляется критическим уровнем, особенно в свете того, что часть денег может быть привлечена посредством размещения конвертируемых облигаций на акции ГМК, которых после потенциальной транзакции в распоряжении компании будет в избытке.

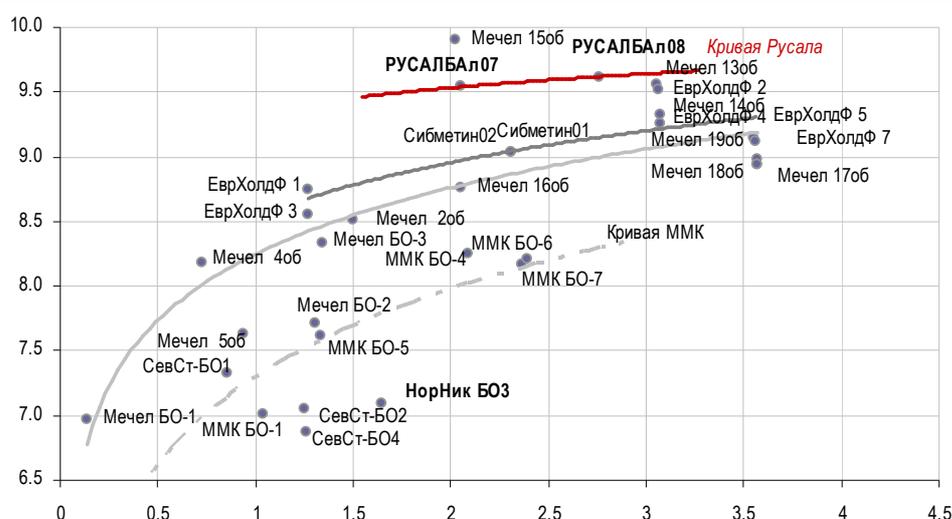
Для РУСАЛа продажа 25 % акций ГМК за \$ 18 млрд и вовсе выглядит фантастическим сценарием. Получив подобную сумму, алюминиевая компания могла бы погасить кредит Сбербанку на \$ 4.58 млрд, взятый под залог акций ГМК, оставшись с долговой нагрузкой в размере немногим более 2х EBITDA 2011 года и суммой в \$ 13.4 млрд (86 % от текущей капитализации компании), которая могла бы пойти на дивидендные выплаты и/или новые приобретения.

Влияние на рынок

Вполне вероятно, что перспективы продажи пакета ГМК по цене выше рынка будут оказывать поддержку долговым бумагам РУСАЛа в ближайшее время. Вчера выпуски эмитента торговались разнонаправлено: выпуск серии 7 прибавил в цене более полуфигуры, выпуск серии 8 – напротив, снизился на 80 б.п. В результате, к концу торгового дня спрэд доходностей выпусков сузился до 8 б.п. при разнице в дюрации в 0.8 года. В настоящий момент выпуск РУСАЛ 7 с доходностью 9.54% на дюрации 2 года выглядит переоцененным относительно выпуска РУСАЛ 8 с доходностью 9.62% на дюрации 2.8 года. В целом же, кривая доходности неломбардных бондов РУСАЛ сейчас находится на 50-80 б.п. выше кривых Мечела и Евраза, что представляется справедливой платой за невозможность привлечь дополнительное финансирование под залог этих облигаций в текущей довольно непростой ситуации с ликвидностью. Отметим также, что среднесрочные выпуски Евраза и Мечела на дюрации 3 года выглядят перепроданными как относительно бондов Русала, так и собственных кривых доходностей.

Единственный обращающийся рублевый выпуск НорНикеля (BBB-/Ваа2/BB+), обычно предоставляющий минимальную доходность в металлургическом секторе долгового рынка, в середине сентября уступил пальму первенства бондам Северстали (BB-/Ва3/BB-), что выглядит несправедливым в силу разницы кредитных рейтингов эмитентов. Вчера доходность выпуска НорНик БО3 составляла 7.0% на дюрации 1.7 года, в то время как выпуски СевСт-БО2 и СевСт-БО4 на дюрации 1.3 года торговались с доходностями 6.9-7.05%. Поскольку, согласно индексам ВМВІ, рассчитываемым Банком Москвы, средневзвешенная доходность корпоративных облигаций с кредитными рейтингами уровня «BBB» составляет в настоящий момент 7.46% на дюрации 2.3 года, выпуск Норильского никеля представляется оцененным справедливо, а выпуски Северстали – переоценены рынком.

Карта доходности металлургических компаний на 20.09.2011



Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Екатерина Горбунова, Юрий Волов, CFA

## Электроэнергетика

Средневзвешенная доходность облигаций энергетического сектора



Источники: ММВБ, Аналитический департамент

## Правительство обсудит темпы роста тарифов

Сегодня Правительство РФ планирует утвердить темпы роста тарифов на услуги естественных монополий, сообщает Интерфакс.

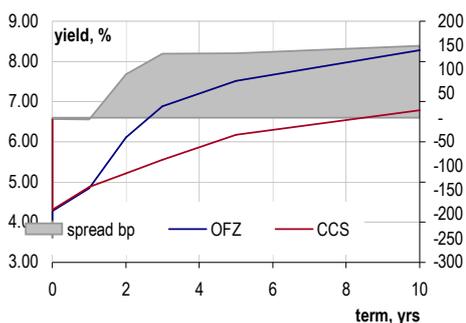
По данным Интерфакс, в материалах, подготовленных к заседанию, указывается, что индексация тарифов для сетевых компаний в 2012 году будет произведена 1 июля 2012 г. в размере 11 %. В 2013-2014 гг. период индексации будет тот же, а рост составит 8-12 %. Для генерирующих компаний темпы примерно сохранены на ранее предложенных уровнях – 8-11 %.

Таким образом, в отличие от предыдущего предложения темпы роста тарифов для сетевых компаний повышены в два раза, что является позитивным для их ценных бумаг. Кроме того, вместе с увеличением темпов роста тарифов последнее время обсуждается вопрос сокращения инвестиционной программы и выделения средств из бюджета, что также может стать «безболезненным» для компании методом удержания роста тарифов. Все это позволяет ожидать, что в ближайшее время вопрос с тарифами будет решен, а существенного изменения параметров RAB-регулирования не произойдет.

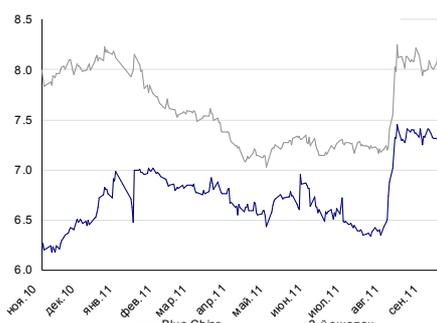
*Михаил Лямин*

Российский долговой рынок

Кривые ОФЗ и СС



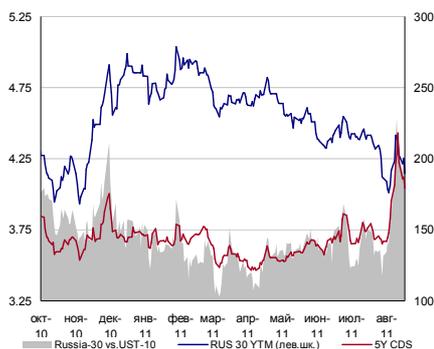
Индексы ВМВ эшелоны



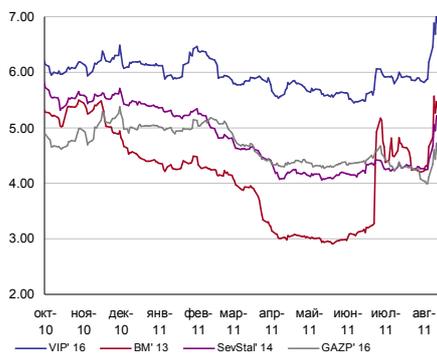
Индексы ВМВ рейтинги



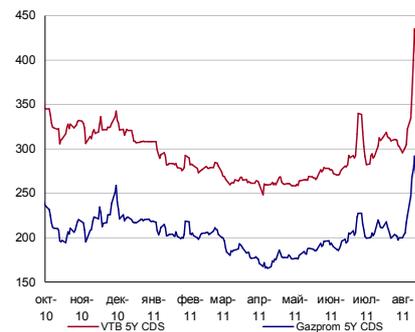
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

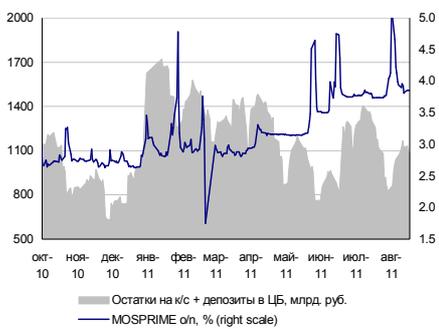


CDS корпораций

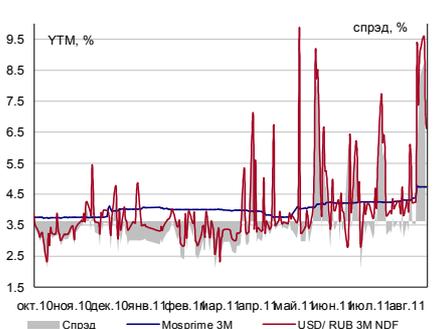


Денежно-валютный рынок

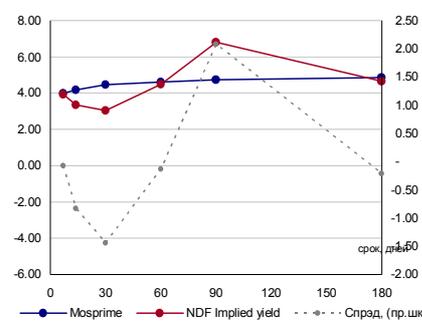
Ликвидность и ставки



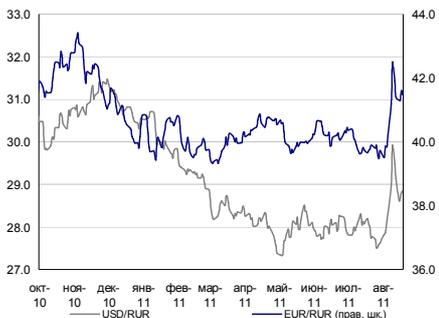
Форвардный базис



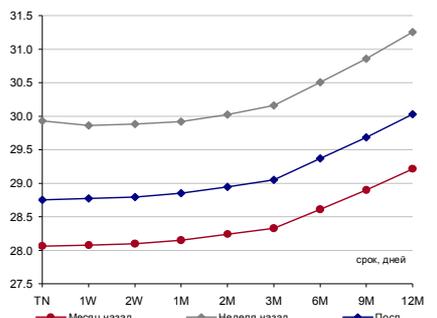
Спрэды денежного рынка



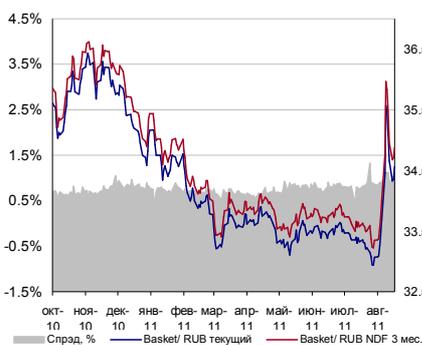
Курс рубля



Форвардные кривые



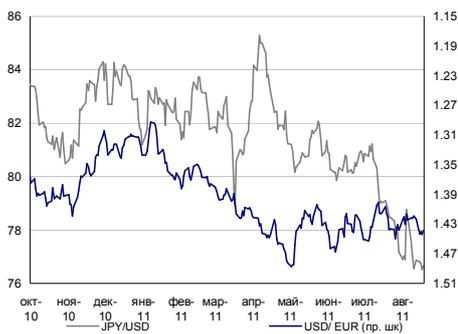
Своп-поинты 3 месяца



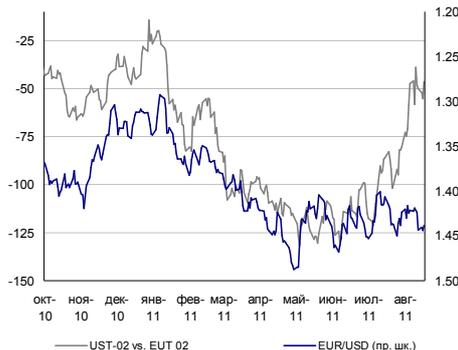
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

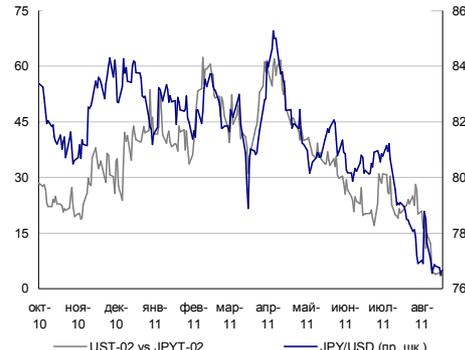
Основные валюты



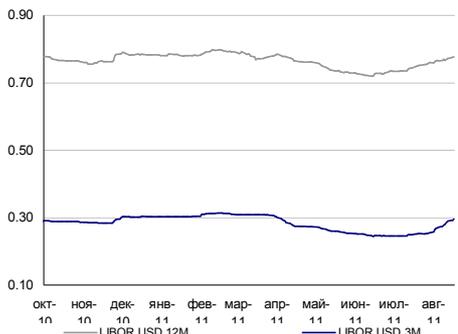
Ставки и курсы евро/доллар



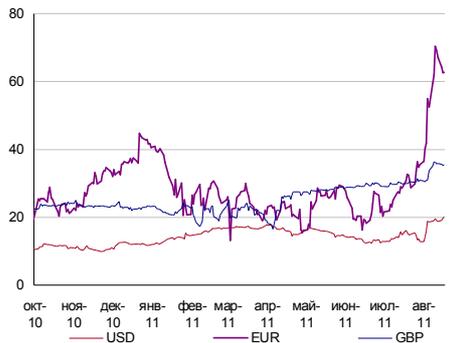
Ставки и курсы иена/доллар



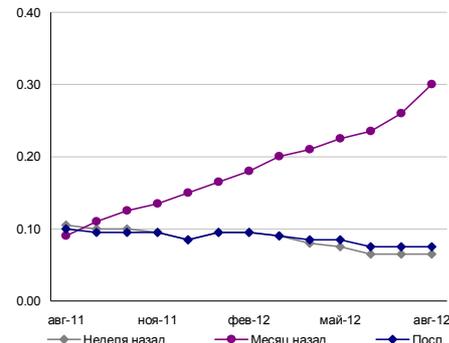
LIBOR USD



LIBOR-OIS

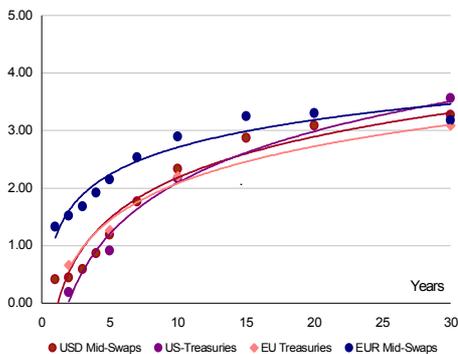


FED RATE ожидания

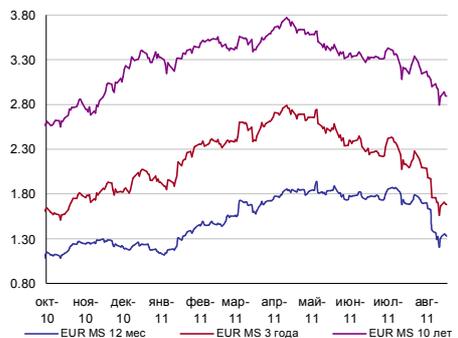


Глобальный долговой рынок

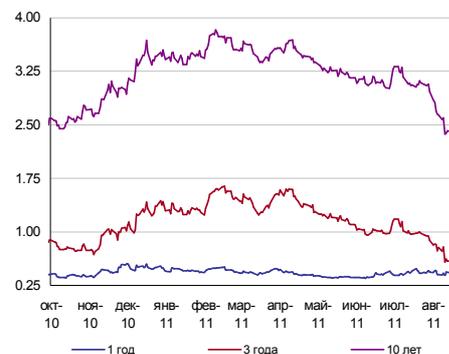
Базовые кривые



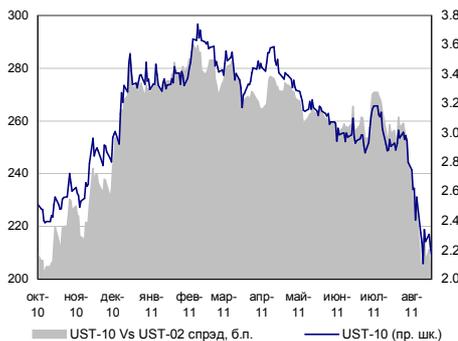
EUR IRS (mid)



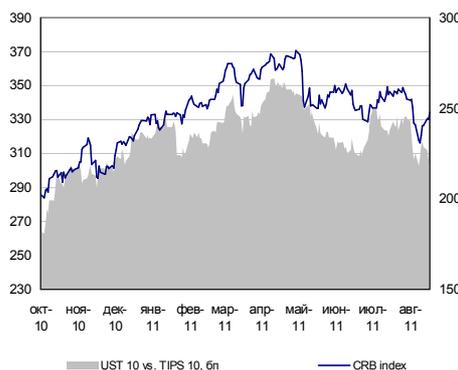
USD IRS (mid)



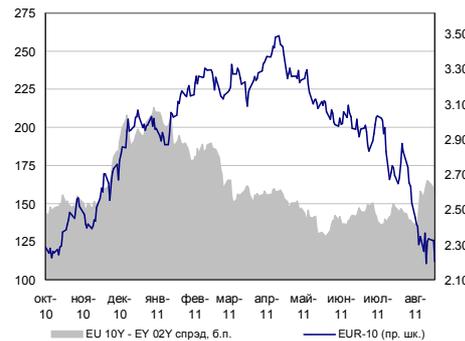
UST



Инфляционные ожидания



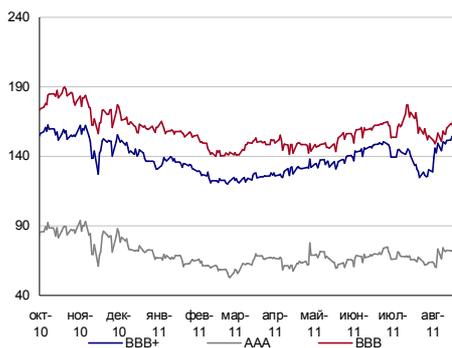
Bundes



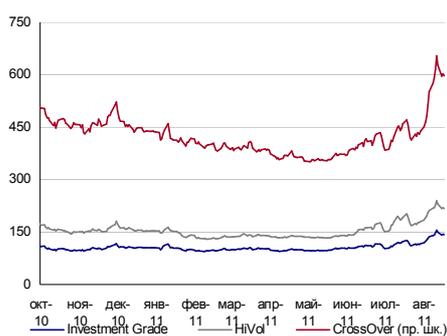
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный кредитный риск

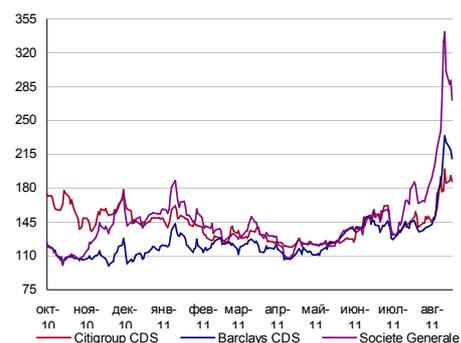
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

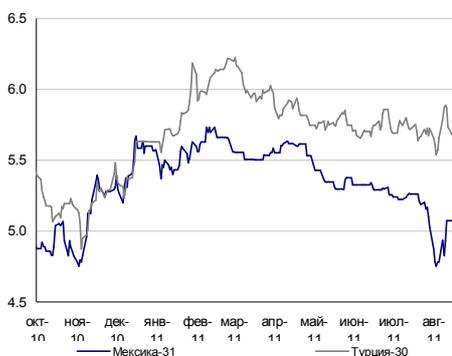


CDS Global Banks

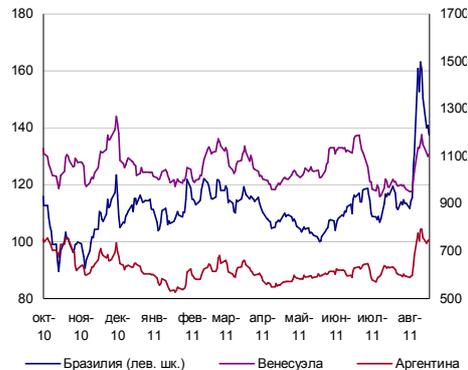


Emerging markets

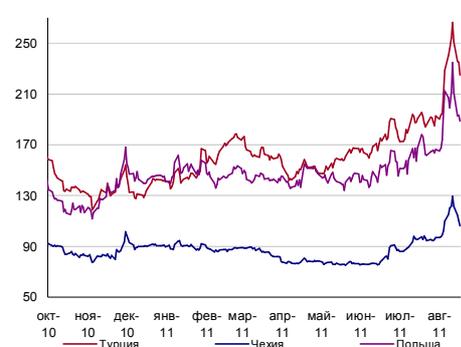
Еврооблигации EM



Lat Am CDS

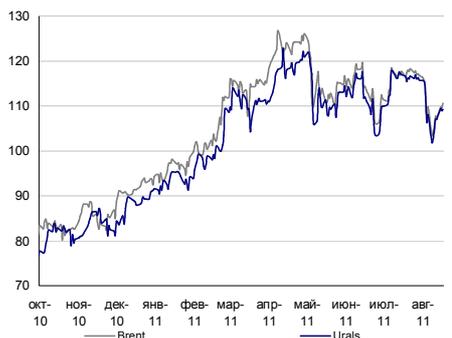


EMEA CDS

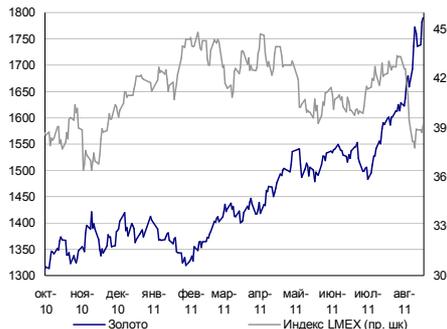


Товарные рынки

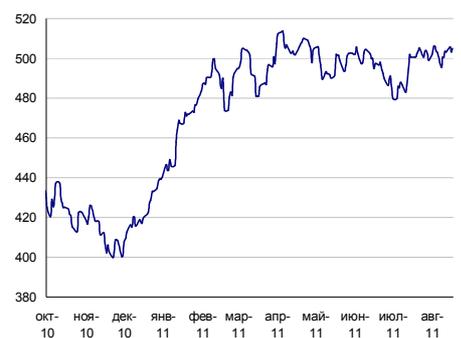
Нефть



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](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)

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA  
[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

**Электроэнергетика**

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

**Машиностроение / транспорт**

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

**Минеральные удобрения**

Юрий Волов, CFA  
[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

Дмитрий Доронин  
[Doronin\\_DA@mmbank.ru](mailto:Doronin_DA@mmbank.ru)

**Стратегия**

Кирилл Тремасов  
[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)  
 Юрий Волов, CFA  
[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)

**Экономика**

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

**Банки**

Максим Кошелев  
[Koshelev\\_ME@mmbank.ru](mailto:Koshelev_ME@mmbank.ru)

**Долговые рынки**

Екатерина Горбунова  
[Gorbunova\\_EB@mmbank.ru](mailto:Gorbunova_EB@mmbank.ru)  
 Антон Дроздов, CFA  
[Drozдов\\_AY@mmbank.ru](mailto:Drozдов_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 единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

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

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