

# Рынки и Эмитенты: факты и комментарии

15 июля 2010 года

## Новость дня

С 6 по 12 июля инфляция в РФ составила 0,1%, с начала месяца потребительские цены в РФ выросли на 0,2%, а с начала года – на 4,6%.

## Новости эмитентов.....стр 2

- ЛОКО Банк: размещение выпуска серии 05.
- «Сахатранснефтегаз» напоминает о себе новым займом.
- Умеренно–негативные итоги 1 квартала 2010 года от Мечела.
- Распадская: квартальные итоги аварии.
- ТрансКредитБанк, Банк «ГЛОБЭКС», ВТБ24, МБРР, МПБ, Седьмой Континент.

## Денежный рынок.....стр 9

- Пара EUR/USD продолжает котироваться выше 1,27 долл.
- Несмотря на позитивную внешнюю конъюнктуру, вчерашняя попытка укрепления рубля к корзине оказалась неуспешной. Сегодня участники предпринимают новую.

## Долговые рынки .....стр 10

- Внешние рынки: FOMC подтверждает риски замедленного восстановления – спрос на UST возрастает. Рынок ждет отчет JP Morgan, а также макроотчеты из США по PPI и промпроизводству.
- Российские еврооблигации: желание зафиксироваться преобладает. ВЭБ предложил «довесок» на 500 млн долл. с премией к рынку.
- Рублевые облигации: Минфину будет сложно выполнить план по размещениям. На вторичном рынке без перемен.

## Панорама рублевого сегмента.....стр 12

## Основные рыночные индикаторы

ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	3.12%	6	-72
Russia-30	5.14%	-1	-24
ОФЗ 25068	6.86%	3	-139
ОФЗ 25065	6.34%	14	-151
Газпрнефт4	5.43%	71	-351
РЖД-10	7.35%	-3	45
АИЖК-8	8.01%	0	-271
ВТБ - 5	7.85%	-17	44
РоссельхБ-8	7.48%	-3	-114
МосОбл-8	8.20%	6	-258
Мгорб2	7.04%	-10	-213

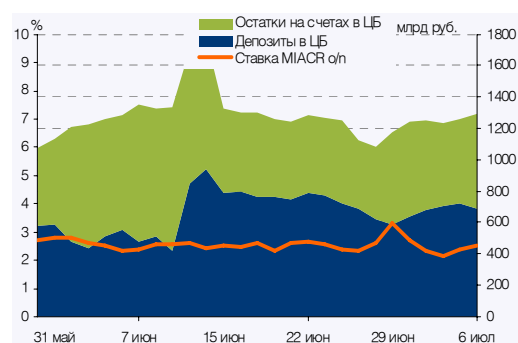
ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	95.85%	0	434
iTRAXX XOVER S12 5Y	480.38	-16	48
CDX XO 5Y	290.60	-8	70

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD, %
Нефть Urals	75.28	3.4%	-1.7%
Нефть WTI	77.15	2.9%	-2.8%
Золото	1 212.35	1.3%	10.5%
Никель LME 3 M	19 550.00	1.8%	5.5%

Источник: Bloomberg, ММВБ

## Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

**Купоны, оферты, размещения и погашения**

- Процентная ставка 1–20 купона по облигациям **ОАО «Новая перевозочная компания»** серии 01 объемом 3 млрд руб. установлена по результатам сбора заявок потенциальных инвесторов на уровне 9,25% годовых, что соответствует купонному доходу 23,06 руб. на одну ценную бумагу. Срок обращения займа составляет 5 лет. Выпуск предполагает амортизационную структуру погашения, составляющую по 5% ежеквартально (начиная с даты 2 купона), последняя выплата – 10%. Предусмотрена возможность досрочного погашения облигаций по усмотрению Эмитента в дату выплаты 10 купона. Средства, полученные в результате размещения облигаций, согласно эмиссионным документам, планируется направить на общекорпоративные цели, реализацию инвестиционной программы, рефинансирование текущих долговых обязательств.
- Ипотечный агент **АИЖК 2010–1** разместил по закрытой подписке 3 выпуска жилищных облигаций с ипотечным покрытием общим объемом 13,5 млрд руб.
- **ВТБ** разместил еврооблигации на сумму 300 млн швейцарских франков. Срок обращения ценных бумаг – 3 года. Ставка купона составила 4% годовых. Спрос на ценные бумаги существенно превысил предложение и позволил в 2 раза увеличить объем заимствований – с 150 млн до 300 млн швейцарских франков.
- Размещение выпуска облигаций **ОАО «МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК»** серии 07 объемом 2 млрд руб. состоится 20 июля текущего года. Эмитент принял решение о приобретении 24 июля 2012 года облигаций выпуска у их владельцев по цене 100% от номинала.
- **ОАО «РЖД»** установило ставку 3 купона по облигациям серии 17 в размере 11,3% годовых и серии 18 в размере 11,5% годовых. Выпуски общим номинальным объемом 30 млрд руб. были размещены в июле 2009 года.
- Ставка купонного дохода по выпуску **ЕБРР** серии 05 объемом 5 млрд руб. на 6 купонный период утверждена в размере 3,74% годовых. Величина купонной выплаты по 6 купону на одну облигацию составит 9,32 руб. В соответствии с решением о выпуске облигаций, ставка купонного дохода по облигациям на 6 купонный период принята равной ставке MosPrime Rate на срок 3 месяца на дату определения 6 купона за вычетом дисконта 0,13%.
- При доразмещении **ОФЗ серии 25073** объем спроса по номиналу составил 18,175 млрд руб. Объем спроса по рыночной стоимости составил 19,087 млрд руб. Размещено бумаг на сумму 10,991 млрд руб. (54,9% от предложения). Объем выручки составил 11,550 млрд руб. Цена отсечения была установлена на уровне 101,85% от номинала. Доходность по цене отсечения составила 5,96% годовых. Средневзвешенная цена составила 101,9319% от номинала, доходность по средневзвешенной цене – 5,92% годовых.
- На аукционе по доразмещению **ОФЗ выпуска 25072** в объеме 15 млрд руб. цена отсечения была установлена на уровне 102,1809% от номинала. Доходность по цене отсечения составила 6,3% годовых. Средневзвешенная цена составила 102,3006% от номинала, доходность по средневзвешенной цене – 6,25% годовых. Объем спроса по номиналу составил 18,027 млрд руб. Объем спроса по рыночной стоимости – 19,035 млрд руб. Объем размещения составил 10,673 млрд руб. (71,1% от предложения), выручка – 11,284 млрд руб.
- При доразмещении **ОФЗ серии 25074** объем спроса по номиналу составил 14,786 млрд руб. Объем спроса по рыночной стоимости – 14,812 млрд руб. Объем размещения составил 1,159 млрд руб. Объем выручки – 1,162 млрд руб. Цена отсечения была установлена на уровне 99,98% от номинала. Доходность по цене отсечения составила 4,66% годовых. Средневзвешенная цена составила 99,9808% от номинала, доходность по средневзвешенной цене – 4,66% годовых.

## ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

- Агентство Moody's обнародовало прогноз по объему отчислений в резервы российских банков. В 2010 году расходы на резервы могут уменьшиться до 65% доходов по сравнению с 90% в 2009 году. Тенденция постепенного снижения резервов характерна для 2010 года. Напомним, что до кризиса банки направляли в резервы порядка 20% прибыли. В агентстве ожидают, что банкам предстоит создать дополнительные резервы под реструктурированные ссуды, которые перейдут в разряд проблемных и по итогам текущего года составит порядка 25%. В результате, итоговые потери банков достигнут около 13–15% от кредитного портфеля, на этом уровне по итогам года будут находиться и резервы. Учитывая прогноз Moody's по росту кредитного портфеля на 5%, по итогам года в абсолютном выражении объем резервов составит 3,1 трлн руб. /Коммерсантъ/
- Чистая прибыль **ТрансКредитБанка** по РСБУ за 1 полугодие составила 2,1 млрд руб., превысив результат аналогичного периода 2009 года на 16,1%. Чистые процентные доходы Банка составили 5,6 млрд руб., снизившись на 5,1% по сравнению с 1 полугодием 2009 года. Чистые комиссионные доходы возросли на 45,3% до 1,8 млрд руб. По итогам двух кварталов чистые активы ТрансКредитБанка составили 322,5 млрд руб., увеличившись на 32,9% за первые 6 месяцев 2010 года. Рост активов произошел в основном за счет увеличения кредитного портфеля Банка – на 39,4% до 184,9 млрд руб. /Finambonds/
- Активы **Банка «ГЛОБЭКС»** на 1 июля 2010 года возросли на 44% и составили 73,5 млрд руб. На 1 июля прошлого года данный показатель составлял 50,9 млрд руб. Собственные средства (капитал) Банка на 1 июля 2010 года составили 18,2 млрд руб. против 16,5 млрд руб. на 1 июля 2009 года. Данный показатель возрос за год на 10,7%. Кредитный портфель корпоративных клиентов составил 52,1 млрд руб. (на 1 июля 2009 года – 10,7 млрд руб.). Чистая прибыль Банка на 1 июля 2010 года увеличилась в 4,4 раза по сравнению с аналогичной отчетной датой 2009 года и составила 866,8 млн руб. (чистая прибыль на 1 июля 2009 года – 195,4 млн руб.). /Finambonds/
- По итогам 1 полугодия **ВТБ24** получил чистую прибыль в размере 8,62 млрд руб., прибыль до налогов превысила 11 млрд руб. Объем остатков по срочным депозитам ВТБ 24 за 6 месяцев 2010 года вырос на 17% и составил 424,25 млрд руб. С начала года доля рублевых депозитов в портфеле увеличилась на 20% и на 1 июля 2010 года составила более 61%. Объем розничного кредитного портфеля ВТБ 24 по итогам 1 полугодия вырос на 5% и на 1 июля 2010 года превысил 487 млрд руб. Рыночная доля ВТБ 24 по кредитам населению (с цессией и секьюритизацией) на 1 июня 2010 года достигла 11,26% (без учета секьюритизации по методике ВТБ — 10,68%). /Finambonds/
- Чистый убыток **АКБ «МБРР»** за 2 квартал 2010 года по РСБУ составил 458,2 млн руб., за 1 квартал текущего года Банком также был получен убыток на сумму 884,8 млн руб. Уменьшение чистого убытка Банк объясняет текущей деятельностью, направленной на оптимизацию расходов, рост доходов, сохранение текущих позиций Банка и повышение его эффективности в целом, в том числе снижением объема резервирования по ссудной и приравненной к ней задолженности. /Finambonds/
- «Межпромбанк плюс», розничная «дочка» **Международного Промышленного Банка**, перестал принимать вклады населения. /Ведомости/

**ЛОКО Банк: размещение выпуска серии 05.**

Вчера открылась книга по облигациям ЛОКО Банка серии 05 объемом 2,5 млрд руб. Ориентир по купону – 9,5–10% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте 9,73%–10,25%.

ЛОКО Банк – небольшой московский банк с филиалами в Санкт–Петербурге, Ростове–на–Дону, Самаре, Новосибирске и Свердловской области (83 место по активам среди российских банков). Создан в 1994 году, специализируется на кредитовании малого и среднего бизнеса. Контроль над Банком принадлежит его основателям – Виктору и Владимиру Давыдниковым, Андрею Куликову и др. Однако среди ключевых акционеров также присутствуют IFC – 15% и шведский фонд East Capital – 11%.

В прошлом году Банк стагнировал: активы остались на уровне 2008 года 32 млрд руб., кредитный портфель (gross) несколько сократился – на 1,2% до 21,6 млрд руб. В 2010 году ситуация заметно изменилась – активы за первые 6 месяцев выросли на 19% до 38 млрд руб., объем кредитования – на 20% до 25,9 млрд руб. Столь заметный рывок стал возможным за счет интенсивного наращивания объема основного для Банка источника фондирования – средств клиентов (+48% до 9,3 млрд руб.) и депозитов (+24% до 10,6 млрд руб.). Активную роль также сыграли выпущенные ценные бумаги, объем которых с начала года увеличился в 2 раза до 4,4 млрд руб. Представлены они в основном векселями.

В качестве негативного фактора отметим наличие задолженности перед ЦБ в объеме 400 млн руб. Конечно, это не те объемы зависимости, которые она приняла в МПБ, а всего 1% пассивов, и к тому же долг сокращается (была 1,45 млрд руб. на начало текущего года), однако сам факт присутствия обязательств на балансе не внушает оптимизма. Напомним, что на 1 июля 2009 года задолженность перед ЦБ была всего 250 млн руб. То есть, пока в отрасли все стремились как можно быстрее погасить задолженность перед ЦБ, ЛОКО Банк почему–то в конце прошлого года начал ее опять наращивать.

Возвращаясь к структуре пассивов, обращаем внимание, что ключевую роль здесь играют средства юридических лиц, на которые (остатки на счетах и депозиты) на 1 июля текущего года приходится 12,1 млрд руб. или 32% пассивов. Доля физлиц несколько скромнее – 20% или 7,8 млрд руб. Также достаточно весом вклад межбанковского кредитования, зависимость от которого достаточно высокая – 23% пассивов или 8,7 млрд руб. (включая кредиты ЦБ). Судя по тому, что из этой суммы 5,3 млрд руб. – это кредиты от банков–нерезидентов, видимо, тут не обошлось без поддержки акционеров, при том, что на начало 2010 года задолженность Банка перед IFC составляла 2 млрд руб. Привлеченные от размещения средства Банк, видимо направит на погашение задолженности на межбанке и по выпущенным векселям.

Большую часть активов формирует кредитный портфель (63%), однако мы также обращаем внимание на существенную долю операций с ценными бумагами – порядка 16% активов или 6,2 млрд руб. В основном, это облигации – 5,5 млрд руб., что, на наш взгляд, несколько снижает риски по портфелю по сравнению с долевыми ценными бумагами. С другой стороны, на 1 января (по отчетности по МСФО), более трети портфеля долговых бумаг в собственности приходилось на обязательства эмитентов с рейтингами от «В–» до «В+», еще 23% – на корпоративные облигации вообще без рейтинга. Мы не думаем, что структура портфеля заметно изменилась с начала года и, таким образом, сложно назвать данные вложения высоконадёжными.

Кредитный портфель Банка, наоборот, формально отражает высокое качество – уровень просроченной задолженности составляет всего 1,5% (в разы ниже среднеотраслевого), при этом покрытие ее резервами также выбивается из общего ряда российских финансовых институтов – 4,8х. На кредитование физлиц приходится «заметные» 16%. Такие показатели нам кажутсястораживающими. С другой стороны, Банк обладает международными рейтингами: Moody's – «В2 / Стабильный» и Fitch – «В+ / Стабильный». При этом последний был повышен в июне 2010 года, что косвенно свидетельствует о доверии рейтингового агентства к качественной составляющей активов.

Прибыль у Банка минимальная– 142 млн руб. по итогам 1 полугодия 2010 года (190 млн руб. за аналогичный период прошлого года). Уровень достаточности собственных средств довольно низкий – 13,3%, и, на наш взгляд, в ближайшем будущем Банку понадобится докапитализация.

С учетом величины бизнеса Банка, соотношения размеров его активов и займа, зависимости от МБК и поддержки акционеров, качества активов мы предлагаем инвесторам участвовать в займе при доходности не ниже 10,3% годовых, то есть с премией не менее 50–60 б.п. к Первобанку и Русь–Банку. Последнее, на

наш взгляд, в полной мере будет отвечать кредитному качеству Эмитента. Поддерживающим фактором, в данном случае, будет выступать возможность вхождения бумаги в Ломбардный список.

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

## НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

### «Сахатранснефтегаз» напоминает о себе новым займом.

Вчера стало известно о планах ОАО «Сахатранснефтегаз» провести 29 июля 2010 года по открытой подписке размещение трехлетних облигаций серии 02 объемом 2,5 млрд руб. Диапазон ориентира по купонной ставке составляет 12,5–13,5% годовых на 3 года до погашения (YTM 12,89–13,96% годовых). Привлеченные средства Эмитент планирует направить на реструктуризацию имеющейся кредиторской задолженности, реализацию инвестиционной программы «проведение 2-го этапа работ обустройства Отрадинского газоконденсатного месторождения», а также на погашение банковских кредитов. Стоит отметить, что Компания рассматривает в качестве одного из источников погашения новых облигаций продажу российскому или зарубежному инвестору доли в проекте развития Отрадинского газоконденсатного месторождения (прогнозируемый уровень запасов – около 100 млрд куб. м.), освоением которого занимается дочерняя компания ООО «Ленск–Газ». В частности, в феврале 2010 года было подписано соглашение с южнокорейской газовой корпорацией KOGAS о сотрудничестве в разработке этого газоконденсатного месторождения для чего будет создано совместное предприятие, которое также примет участие в строительстве магистрального газопровода «Якутск–Охотское море». Оцениваемая стоимость ООО «Ленск–Газ» составляет около 3,5 млрд руб.

ОАО «Сахатранснефтегаз» – естественный газовый монополист, оперирующий на территории Республики Саха (Якутия), который на 100% принадлежит Министерству имущественных отношений региона. Основными видами деятельности Компании является транспортировка природного газа, сооружение и эксплуатация газонефтепроводов, газохранилищ и нефтебаз, поиск и разработка месторождений полезных ископаемых. Главными производственными активами «Сахатранснефтегаз» являются: две нитки магистрального газопровода (диаметр 530 мм, протяженностью 466 км) Кызыл–Сыр–Мастах–Берге–Якутск, по которым поставляется газ с газоконденсатных месторождений (ГКМ) Средневилюйское (запасы газа – 130 млрд куб. м, конденсата – 5,5 млн тонн) и Мастахское (газ – 25 млрд куб. м, конденсат – 0,7 млн тонн), третья нитка газопровода Средневилюйское ГКМ–Мастах–Берге–Якутск (протяженностью 384 км, диаметр 720 мм), Якутский газоперерабатывающий завод (ЯГПЗ), газораспределительные сети в центральном регионе республики и 45 автомобильных газозаправочных станций (под управлением). Общая протяженность газораспределительных сетей Компании в 2009 году составила 2,723 тыс. км, газопроводов и газопроводов отводов – 2,123 тыс. км. (план в 2010 году – 2,185 тыс. км.). В минувшем году в систему магистральных газопроводов Компании поступило 1 617 млн куб. м. природного газа, в том числе от ОАО «Якутгазпром» – 1 615 млн куб. м. По итогам 2009 года поставки газа конечным потребителям составили 1 479 млн куб. м., в 2010 году запланировано 1 420 млн куб. м.

Среди положительных факторов кредитного профиля «Сахатранснефтегаз» мы выделяем:

- 100% государственное участие в акционерном капитале Компании в лице Министерства имущественных отношений Республики Саха (Якутия);
- монопольное положение Компании на региональном рынке;
- наличие республиканской целевой программы газификации Республики на 2009–2011 годы объемом 9,976 млрд руб., которая реализуется силами «Сахатранснефтегаз», преимущественно за счет федеральных и республиканских бюджетных средств;



– положительную кредитную историю на публичном рынке заимствований (Эмитент своевременно и в полном объеме исполнил обязательства по облигациям серии 01 объемом 1,12 млрд руб., а именно прошел 2 оферты и погашение по выпуску).

Слабыми сторонами кредитного качества Компании являются:

– незначительные масштабы бизнеса: выручка в 2009 году составила 3,7 млрд руб., показатель EBITDA – 681 млн руб. (рентабельность EBITDA – 18,3% (+0,8 п.п. к 2008 году)), чистая прибыль – 11,2 млн руб.;

– существенные риски самостоятельного рефинансирования обязательств Компанией из-за значительной доли краткосрочной части Долга (около 82,9% или 1,45 млрд руб., которые покрываются EBITDA только на 47%) и наращивания долговой нагрузки (в том числе после размещения облигационного займа на 2,5 млрд руб. соотношение Долг/EBITDA может возрасти с 2,57x в 2009 году до 4–4,5x);

– чрезмерная «зарегулированность» газораспределительной деятельности со стороны государства в области ценообразования, которая ограничивает развитие бизнеса «Сахатранснефтегаз». Так, тарифы на транспортировку газа по газораспределительным сетям пересматриваются и утверждаются один раз в год Федеральной службой по тарифам после предварительного согласования с Региональной энергетической комиссией (Госкомцен–РЭК РС (Якутия)). На 2010 год тарифы на транспортировку природного газа по магистральным газопроводам и по газораспределительным сетям утверждены с ростом на 18% и 16% соответственно.

– отсутствие аудированной отчетности по МСФО и кредитных рейтингов от международных агентств.

На наш взгляд, несмотря на ряд положительных характеристик кредитного профиля «Сахатранснефтегаз» и озвученные «среднесрочные гарантии» погашения выпуска за счет продажи доли в дочерней компании ООО «Ленск–Газ», новые облигации Эмитента из-за высоких автономных рисков рефинансирования Компании могут представлять интерес только для инвесторов, склонных к риску и имеющих возможность вложения средств на достаточно длинный период времени. В свою очередь, отсутствие у «Сахатранснефтегаз» кредитных рейтингов от международных агентств и несоответствие новых бумаг требованиям Ломбардного списка ЦБ сужает круг потенциальных инвесторов, что может сказаться на ликвидности займа, что может повторить судьбу бумаг серии 01. В то же время значительный навес первичного предложения, приходящийся на вторую половину июля, в том числе бумаг эмитентов с двухзначной доходностью, может оказать давление на размещение «Сахатранснефтегаз». Так, новый выпуск биржевых облигаций ТД «Копейка» серии БО–1 объемом 3 млрд руб. (размещается 27 июля 2010 года), на наш взгляд, может выступить неплохой альтернативой бумагам Эмитента, поскольку предлагает вполне интересную доходность 10,65%–11,20% годовых при более короткой дюрации 2 года и удовлетворяет требованиям Ломбардного списка ЦБ, в том числе и по кредитному рейтингу от S&P – «B–»/Стабильный.

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

## МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР

### Распадская: квартальные итоги аварии.

Вчера угольная компания Распадская объявила операционные результаты за 2 квартал 2010 года, а также озвучила предварительные оценки затрат на восстановление пострадавшей шахты. Итак:

– Вследствие аварии на шахте «Распадская» (произошедшей в ночь на 9 мая) во 2 квартале объем добычи угля снизился на 42% до 1747 тыс. тонн, а реализации концентрата – на 31% до 1544 тыс. тонн. При этом стоит отметить, что до инцидента ежемесячный объем добычи угля достигал 950 тыс. тонн, а продажи концентрата – 760 тыс. тонн. Таким образом, более половины квартального результата было получено еще в апреле, а в остальные месяцы отчетного периода средний объем добычи находился на уровне 400, а продаж концентрата – 392 тыс. тонн. Это превосходит ранее сделанные оценки менеджмента, ориентирующие на

показатели 350 и 255 тыс. тонн соответственно. Впрочем, поскольку во 2 квартале часть продукции реализовалась со склада, мы предполагаем, что в последующие периоды ее объемы могут несколько сократиться.

– Средневзвешенная цена угольного концентрата во 2 квартале составляла 3629 руб./тонна (+22% к 1 кварталу), из чего можно предположить, что показатель выручки за период может составить около 5,6 млрд руб. при этом Компания не раскрывает данные по себестоимости добычи на разрабатываемых участках, поэтому мы затрудняемся дать оценку рентабельности текущей деятельности. Напомним, по итогам 2009 года показатель EBITDA margin составил 51%.

– В настоящее время Распадская перешла на месячный период контрактования цен с потребителями. Цена концентрата на июль составляет 3800 руб./тонну. Исходя из последних тенденций отрасли, в последующие месяцы мы ожидаем некоторого снижения цен реализации.

– На шахте «Коксовая», приобретенной в апреле 2010 год, проводятся добыча и реализации угля, объем которых во 2 квартале составил 21 тыс. тонн.

– Согласно разработанному Компанией плану по ликвидации аварии и восстановлению шахты, общая сумма затрат на эти работы составит около 8,6 млрд руб. В настоящее время обсуждается вопрос относительно возможности привлечения средств федерального бюджета для финансирования строительства схемы электросетей между Междуреченском и предприятиями Распадской, однако не ясно будут ли предоставлены ресурсы для восстановительных работ.

В настоящее время доходность выпуска еврооблигаций Распадской с погашением в 2012 году находится в районе 6,6% – 6,8%, в то время как после аварии достигала 13%. Учитывая существенный объем затрат, необходимых для восстановления шахты, а также неопределенность в отношении сроков их завершения и предоставления господдержки, данный выпуск выглядит неинтересным для покупки.

Илья Ильин  
ilin\_io@nomos.ru

### Умеренно–негативные итоги 1 квартала 2010 года от Мечела.

Вчера Мечел последним из крупнейших публичных горно–металлургических холдингов представил свои финансовые результаты (МСФО) за 1 квартал 2010 года, которые мы оцениваем умеренно–негативно. С одной стороны, итоги деятельности Компании оказались в рамках консенсус–прогноза аналитиков по акциям. С другой, Мечел не планирует отказываться от весьма затратных инвестиционных проектов, на покрытие которых собственных денежных потоков по–прежнему оказывается недостаточно. В итоге это приводит к росту и без того весьма ощутимого размера долга.

Ниже мы приводим основные моменты, которые привлекли наше внимание:

– Выручка в 1 квартале по сравнению с предыдущим выросла на 10% до 1,9 млрд долл., при этом несмотря на рост цен (в частности, цена реализации коксующегося угля поднялась на 14%) на продукцию Холдинга EBITDA прибавила всего на 7% до 258 млн тонн. Таким образом, рентабельность по EBITDA снизилась с 14% до 13,5%. Такую динамику менеджмент Мечела связывает с ростом издержек в горнодобывающем сегменте бизнеса в связи с сезонным фактором, а также ростом расходов, необходимых для увеличения объемов добычи в последующем. Отметим, что аналогичные объяснения руководство Группы приводило и в 4 квартале, озвучивая планы выйти в текущем году на рекордные объемы добычи угля – 30 млн тонн. (в том числе энергетического). По заявлению руководства, уже по итогам 2 квартала можно будет наблюдать снижение издержек.

– Денежный поток от операционной деятельности в отчетном периоде оказался отрицательным – «–97» млн долл., в том числе вследствие роста дебиторской задолженности на 189 млн долл. Тем не менее, вместе с реализацией инвестпроектов, на которые в 1 квартале было израсходовано 194 млн долл. это привело к увеличению размера чистого долга с 5,65 до 6 млрд долл. Компания продолжает реализовывать основные

проекты – разработка Эльгинского месторождения (первый уголь предполагается добыть в 4 квартале 2010 года) и строительство ж/д ветки к нему, а также установку рельсобалочного стана. Согласно озвученным планам, до конца года объем инвестиций составит порядка 1 млрд долл. и, учитывая не слишком выразительную динамику 1 квартала и текущие тенденции в металлургической отрасли, это приведет к дальнейшему наращиванию долговой нагрузки.

– Структура долга Мечела также выглядит не слишком комфортно: на 1 июля 2010 года величина краткосрочной части составляла около 1/3 от общего – порядка 2,1 млрд долл. Обязательства Компании к погашению в 3 и 4 квартале текущего года составляют соответственно 607 и 727 млн долл., однако их существенная часть приходится на «рабочий» капитал и линии трейдинговых компаний – 325 и 438 млн долл. соответственно. Вместе с этим, учитывая что денежные потоки идут на финансирование капитальных затрат, а также обслуживание текущих займов, вероятней всего Компания будет вынуждена прибегнуть к рефинансированию текущих займов.

Кроме того, в первой половине следующего года у Мечела наступают обязательства по реструктурированному в прошлом году синдицированного кредита на сумму 850 млн долл. В настоящее время Компания ведет переговоры об изменении достигнутых ранее соглашений о изменении его структуры. О результатах переговоров планируется объявить в пределах 1–2 месяцев.

Облигации Мечела сейчас торгуются с доходностью в диапазоне 7,8%–9,8% в зависимости от дюрации 0,9–2,4 года. Опираясь на вышеотмеченные моменты, мы предполагаем, что Компания может снова прибегнуть к размещению долговых бумаг на публичном рынке, что будет оказывать давление на текущие выпуски. Потенциальная возможность дальнейшего роста котировок может возникнуть в случае, если Компания достигнет позитивных итогов по результатам переговоров с синдикатом банков. Тем не менее, с точки зрения кредитного качества и дальнейших перспектив, мы отдаем предпочтение облигациям Евраз, торгующихся на аналогичных Мечелу уровнях доходности/срочности.

Илья Ильин  
iilin\_io@nomos.ru

## РИТЭЙЛ

- Торговая выручка ОАО «Седьмой Континент» по данным управленческой отчетности за 1 полугодие 2010 года по сравнению с аналогичным периодом 2009 года увеличилась на 15% и составила 825 млн долл. (24,791 млрд руб.). Торговая выручка гипермаркетов в долларах выросла на 27%. Рост продаж в регионах составил 25% до 173 млн долл. Рост выручки Компании в 1 полугодии 2010 года в долларах по сопоставимым магазинам (LFL) составил 11,7%, при этом количество покупателей увеличилось на 4,2%, рост среднего чека составил 7,2%. По состоянию на конец июня 2010 года консолидированный долг Ритейлера составил 7,8 млрд руб. /Finambonds/



## Денежный рынок

Илья Ильин  
ilin\_io@nomos.ru

Ситуация на международном валютном рынке в паре EUR/USD продолжает развиваться в пользу европейской валюты, которая большую часть вчерашней сессии устойчиво котировалась в районе 1,27 долл., фактически проигнорировав не оправдавшие ожидания статданные, такие как промпроизводство в Еврозоне и розничные продажи в США, а также новость о снижении агентством Moody's рейтингов 8 португальским банкам. При этом после начала американских торгов курс евро подскочил до отметки 1,277 долл., обновив, таким образом, установленный неделю назад 2-месячный максимум. В то же время, после того, как ФРС объявила о снижении своих оценок по ВВП США за 2 квартал, пара EUR/USD немного снизилась, завершив день на отметке 1,274х.

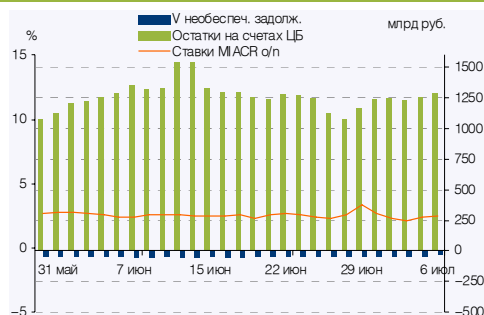
Сегодняшний день также начинается довольно неплохо для единой валюты: в ходе азиатской сессии ее курс скорректировался до 1,271 долл., однако затем стабилизировался на уровне 1,275 долл.

На внутреннем валютном рынке день начался с существенного укрепления рубля: открывшись на 34,32 руб. стоимость корзины стала снижаться и еще до полудня опустилась к 34,23 руб. Затем участники, по-видимому, справедливо опасаясь увеличения объемов интервенций со стороны Банка России, сменили тактику, перейдя к покупкам иностранной валюты, вследствие чего к закрытию рынка курс бивалютного ориентира вернулся на уровни начала дня. К слову сказать, регулятор вчера присутствовал на торгах, но едва ли его покупки валюты превысили 0,5 млрд долл.

Сегодня, опираясь на сохранение оптимистичного внешнего фона, рубль делает новую попытку к укреплению – с открытием рынка корзина опускается ниже 34,30 руб. Тем не менее, как мы видим, вследствие действий монетарных властей (или даже намеков на них) конъюнктура внутреннего рынка может расходиться с сигналами, исходящими с внешних площадок, поэтому далеко не факт, что укрепление рубля будет носить устойчивый характер.

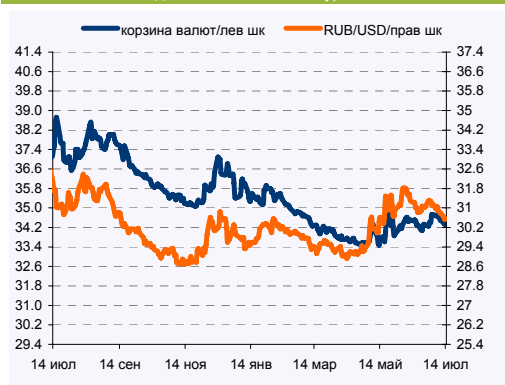
Обстановка на денежном рынке остается весьма стабильной. Объем остатков на депозитах и корсчетах в ЦБ по-прежнему превышает 1,2 трлн руб. Как и следовало ожидать, учитывая такой объем накопленной ликвидности, вчерашние размещения не повлияли заметным образом на конъюнктуру рынка – ставки на межбанке вчера сохранялись на привычных уровнях в 2–3%.

Динамика самостоятельности банковской системы



Источник: Банк России

Динамика валютного курса



Источник: Bloomberg

События денежного рынка

Дата	Событие
13 июл	бюджетный аукцион Минфина на 4,5 мес. объемом 50 млрд руб. по ставке 5,75%. ЦБ проведет ломбардные аукционы на срок 1 неделя, 3 месяца.
14 июл	возврат фонду ЖКХ 1,68 млрд руб. возврат ЦБ ресурсов беззалоговых аукционов на 10,21 млрд руб. аукцион ОФЗ на 45 млрд руб. выплата Минфином купонов и погашений ОФЗ на 21,3 млрд руб.
15 июл	уплата страховых взносов во внебюджетные фонды. депозитные аукционы ЦБ на сроки 4 недели, 3 мес.

Источник: Reuters

## Долговые рынки

Ольга Ефремова

efremova\_ov@nomos.ru

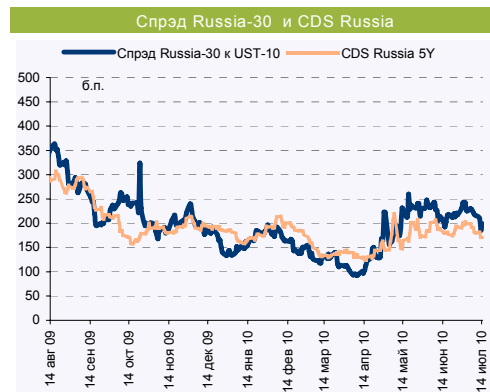
В течение торгов среды мировые площадки заметно утратили оптимизм, побуждающий инвесторов скупать рискованные активы. В Европе по итогам дня не удалось сформировать однонаправленную положительную динамику индексов, например, FTSE потерял за день порядка 0,3%, тогда как DAX, напротив, прибавил 0,3%. Новостной фон был неоднородным, к тому же постепенно набирают силу опасения «второй волны» проблем в финансовой системе, которая может проявиться уже в августе. В резонансе с этим новость от Moody's о снижении рейтинга 8 банкам вслед за снижением суверенного рейтинга. В этом свете весьма важно, будет ли полноценно функционировать к этому моменту «Европейский фонд финансовой стабильности» (EFSF), который рассматривается как один из главных источников пополнения ликвидности банков для выполнения ими необходимых расчетов. Кроме того, все ближе 23 июля, когда будет обнародован стресс-тест 91 крупнейшего банка ЕС. С одной стороны, ожидания позитивные, но с другой – никто не застрахован от сюрпризов.

В США попытки фондовых площадок удержаться в зоне роста после выхода макроданных, которые в части розничных продаж оказались хуже прогнозов (падение на 0,5% при прогнозе на 0,3%), не увенчались особым успехом. Кроме того, мощную «лепту» в общий настрой и расстановку приоритетов внесла риторика вчерашней «Minutes» FOMC, которая отразила общие опасения относительно рисков весьма медленных темпов восстановления экономики США и пересмотра прогноза по ВВП в худшую сторону. В частности, текущая ситуация, характеризующаяся отсутствием серьезных угроз разгона инфляции, подталкивает регулятор к тому, чтобы сохранять ставки на текущих минимальных уровнях, как способные стимулировать не только восстановление потребительского спроса, но и укрепление института кредитования.

На фоне этого интересы инвесторов вновь перебазируются в «защитные» казначейские обязательства – доходности 10-летних UST снизились до 3,04% годовых (-8 б.п. к закрытию вторника). А аукцион по 30-летним treasuries прошел, демонстрируя весьма высокий спрос покупателей: bid/cover был на уровне 2,89 (2,87 на предыдущем аукционе 10 июня этого года), доля покупок участников-нерезидентов возросла до 46,4% против 43,7% в прошлый раз в июне.

Во многом переключаются с прозвучавшими вчера опасениями FOMC публикуемые сегодня макроданные. В частности, в отношении индекса цен производителей нет опасений по поводу заметного роста. При этом самые большие разочарования может принести отчет по промышленному производству и, конечно же, недельная статистика по безработице интересна тем, насколько будут пересмотрены данные за предыдущую неделю, что стало уже традиционной практикой. Кроме того, сегодня JP Morgan открывает сезон банковских отчетов за 1 полугодие 2010 года.

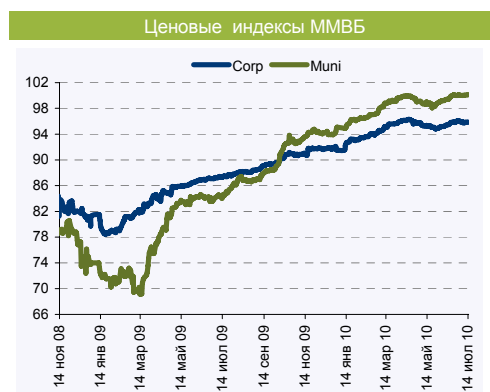
Российские еврооблигации начинали торги с небольшой коррекцией, обусловленной желанием частично зафиксировать «быструю прибыль» по итогам предыдущего дня. Отражением этого стало снижение котировок Russia-30 со 114,75% до 114,25%. Вместе с тем, конечный результат оказался иным – ближе к закрытию покупатели вновь активизировались и



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММВБ

торги Russia-30 заканчивались котировками в районе 114,8125%.

Корпоративные евробонды во многом повторяли динамику суверенных бумаг, и в первой половине дня цены двинулись вниз, под натиском довольно активных продавцов. Однако по большей части предложение оперативно находило спрос, и глубина коррекции оказалась не значительной – в пределах 25 б.п. по наиболее ликвидным бондам, среди которых выпуски Газпрома и РЖД.

Отметим, что в центре торговой активности были бумаги госбанков, размещенных недавно. Так, евробонды ВЭБа вчера зафиксировали ценовой рекорд на уровне 103,75% в первой половине торгов, однако после сообщения о доразмещении новых бумаг на сумму еще 500 млн долл. стали резко терять в цене. Во многом это было обусловлено тем, что новое предложение предполагало премию к текущей доходности – большинство сделок по новым бумагам проходило при котировках в районе 102,2%, что соответствует доходности 6,6% годовых. В связи с этим в уже торгующихся бумагах ВЭБа была коррекция до 102,75% – 103%. Изменение доходности бондов ВЭБа отразилось и на выпусках ВТБ-18 и Сбербанк-15, которые после продаж подешевели в пределах 25 б.п.

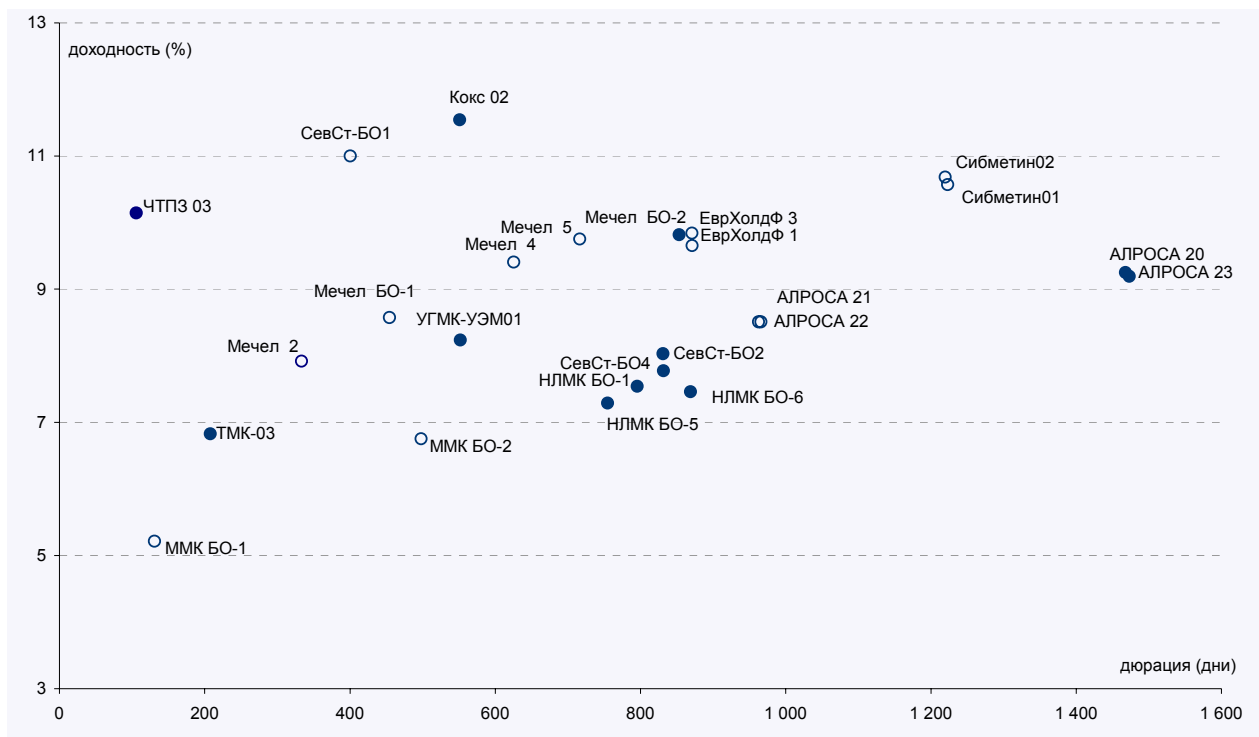
В отношении прогнозов на сегодняшний день отметим, что сегмент российских евробондов может сосредоточиться на консолидации на текущих уровнях. Неоднородность внешнего фона может несколько затормозить покупательскую активность, подталкивая участников к тому, чтобы хотя бы частично зафиксировать рост последних дней.

В рублевом сегменте, в целом, вчера обошлось без сюрпризов – аукционы по ОФЗ проходили без какого-либо ажиотажа. Наиболее заметным проявление спроса было в выпусках, по которым Минфин пошел на предоставление более существенной премии. Если оценивать объем размещения в доле от предложения, то наиболее успешным стал аукцион по бумагам серии 25072, где было размещено более 70% от заявленной суммы, в серии 25073 – почти 55% и чуть более 11% по ОФЗ серии 25074. Подобные результаты можно объяснить тем, что по выпускам более длинной дюрации предоставленная премия оказалась выше. Ориентируясь на общую программу заимствований, запланированную на ближайшие три месяца, стоит отметить, что Минфину для выполнения плана стоит быть щедрее.

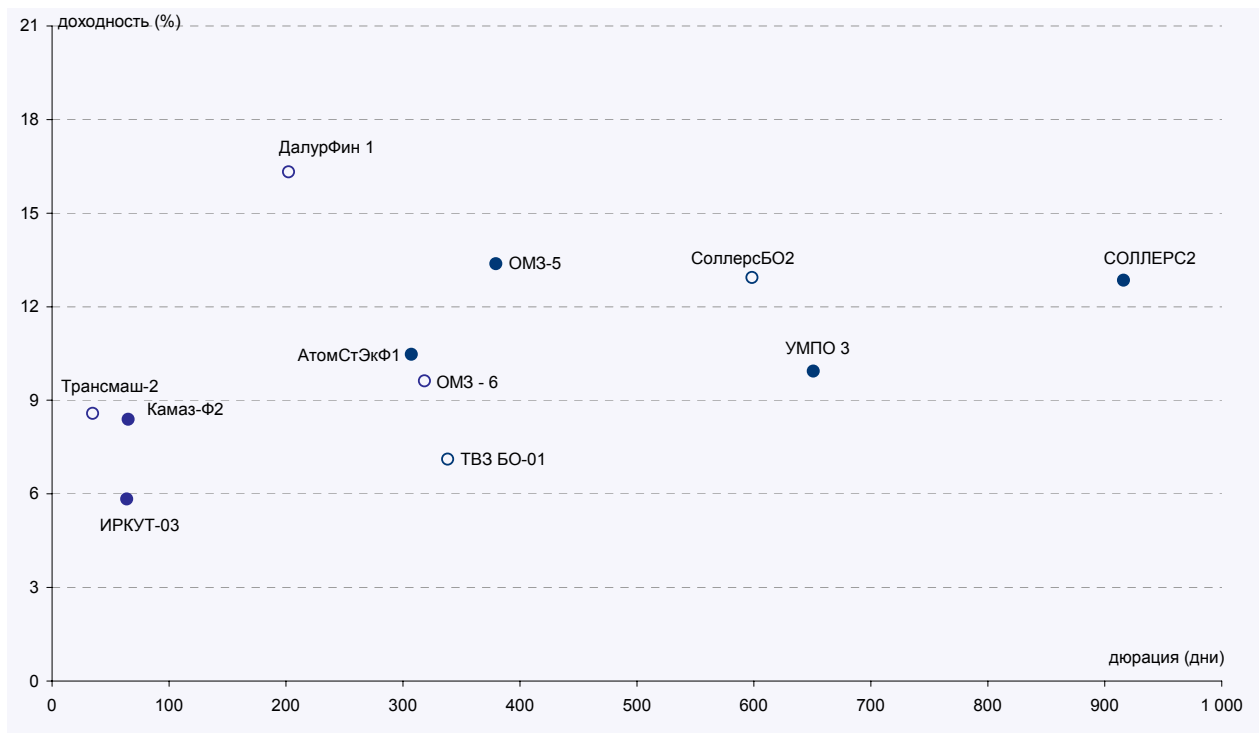
В целом же по рынку можно отметить, что корпоративная первичка пока оставалась «в тени», и лишь сегодня будет завешен процесс размещения бумаг «ВЭБ-Лизинг» на 5 млрд руб., по которым ставка купона уже определена на уровне 8,5% на 5 лет до оферты, что соответствует доходности 8,68% годовых, то есть с премией в пределах 50 б.п. к сопоставимым по дюрации бумагам АИЖК-10 (УТМ 8,17 на 14.07ю10).

Вторичный рынок в части ОФЗ никак не отреагировал на вчерашние аукционы – предложение сразу трех выпусков разной срочности перетянуло все внимание игроков сегмента на себя. В корпоративных выпусках активность проявлялась, но без единого тренда – диапазон колебания котировок был на уровне  $\pm 30$  б.п. в самых ликвидных выпусках.

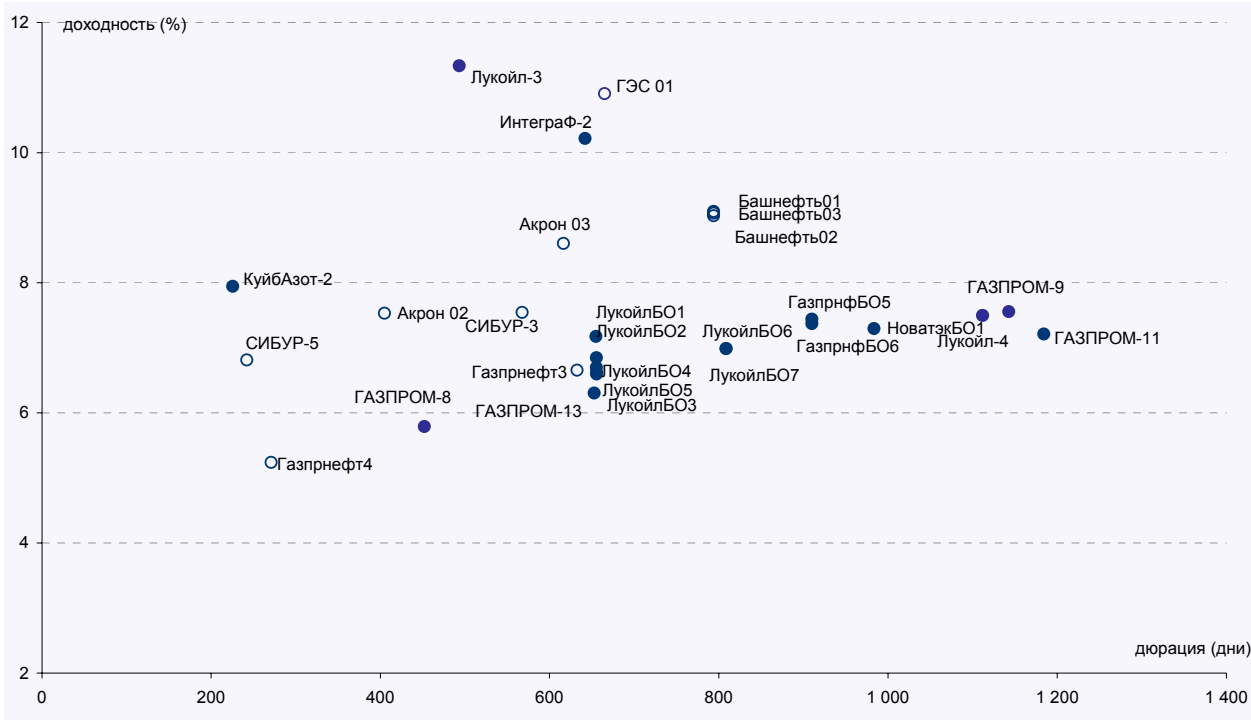
## Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



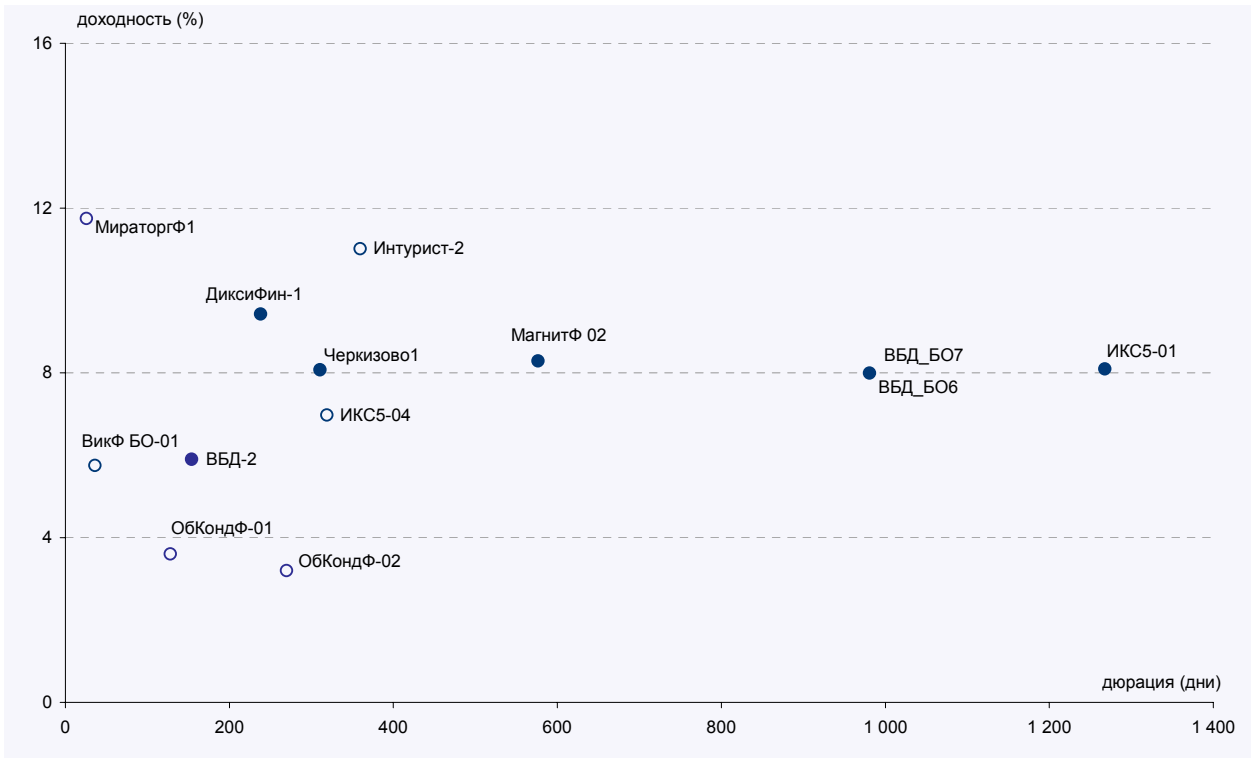
## Машиностроение



## Нефтегазовый сектор, Химия

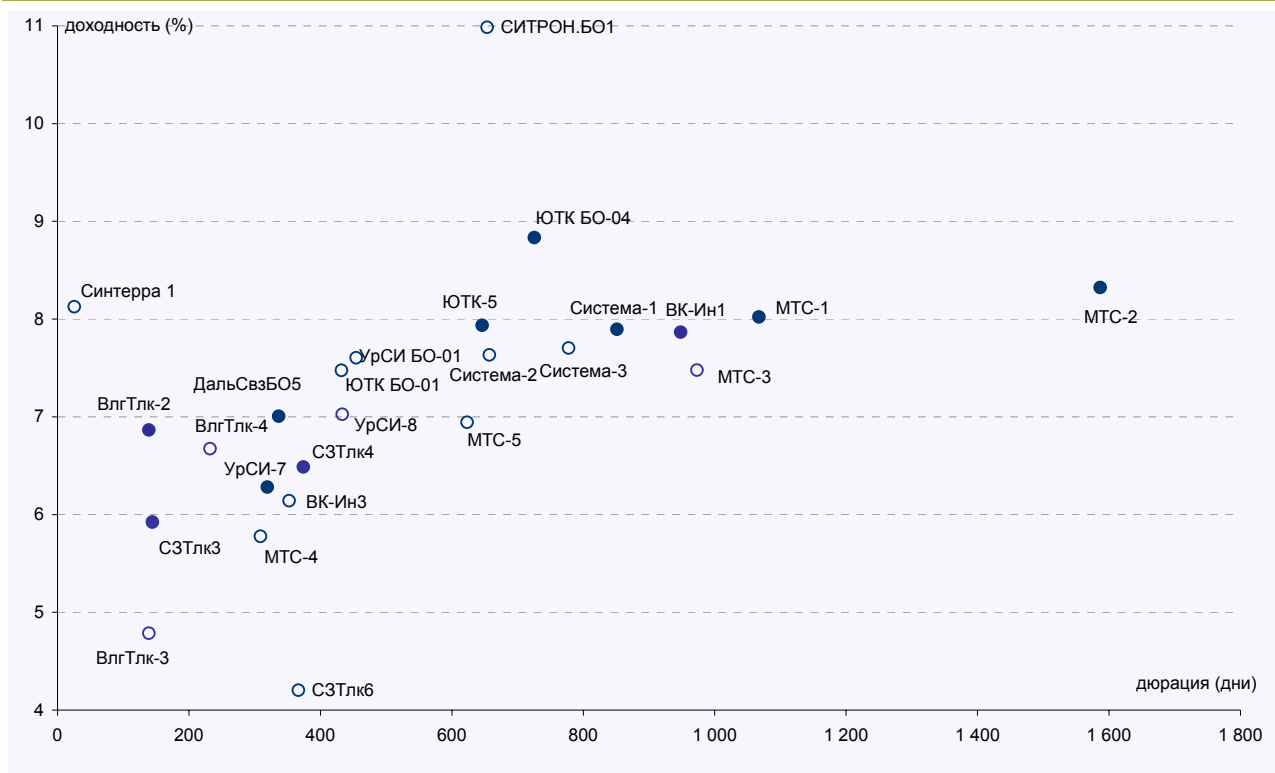


## Потребсектор и АПК, Ритэйл

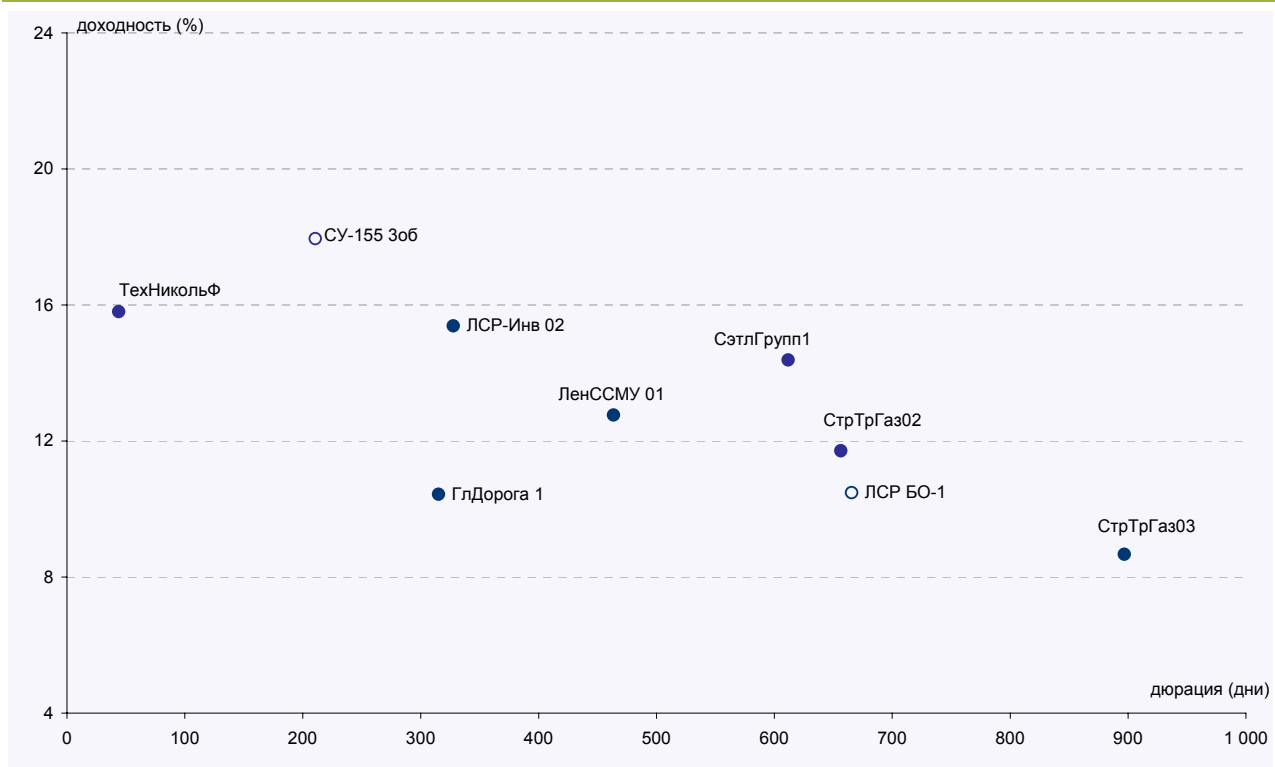




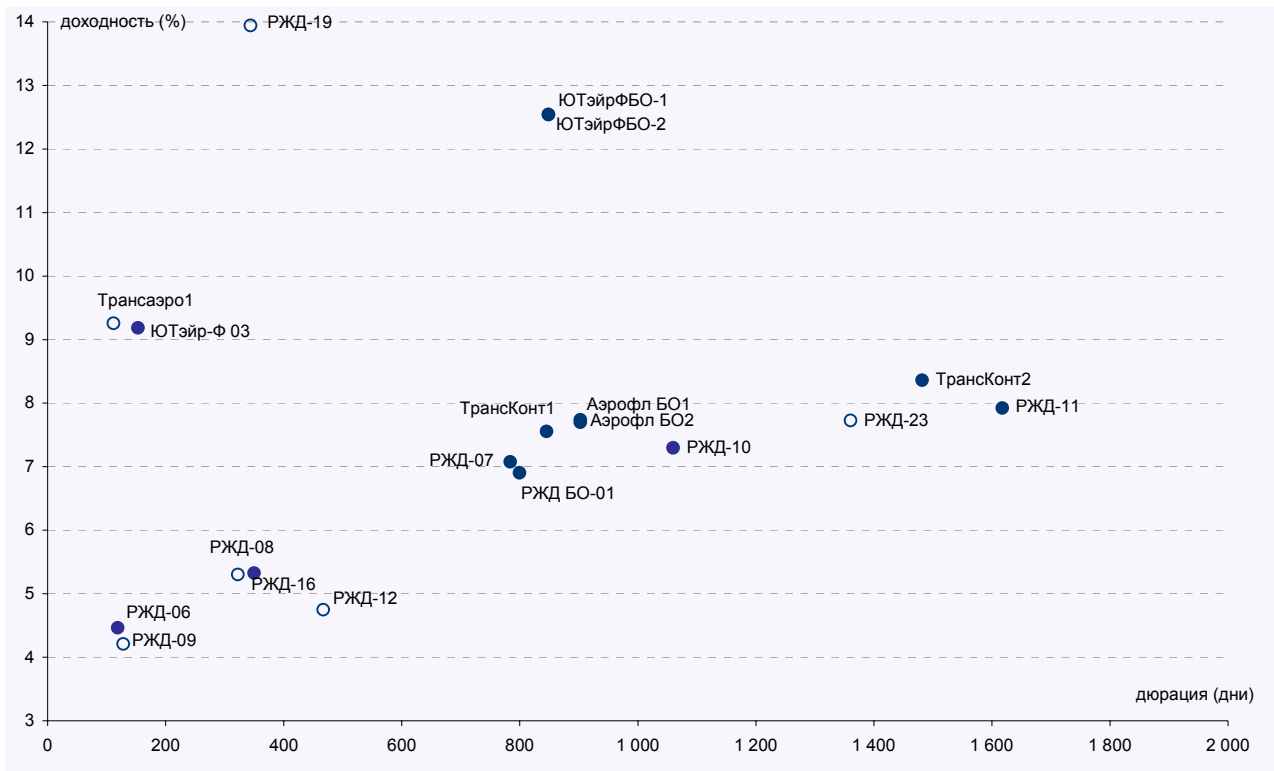
## Телекоммуникации и медиа



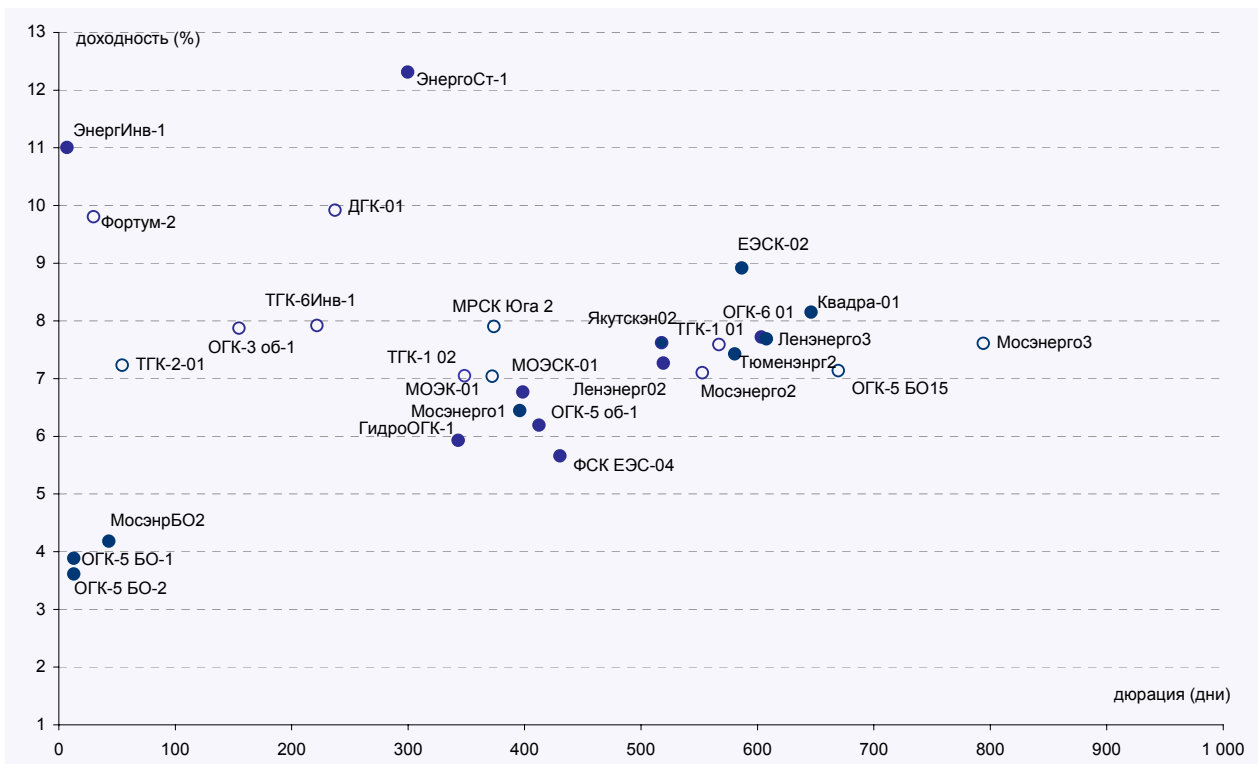
## Строительство, девелопмент и стройматериалы



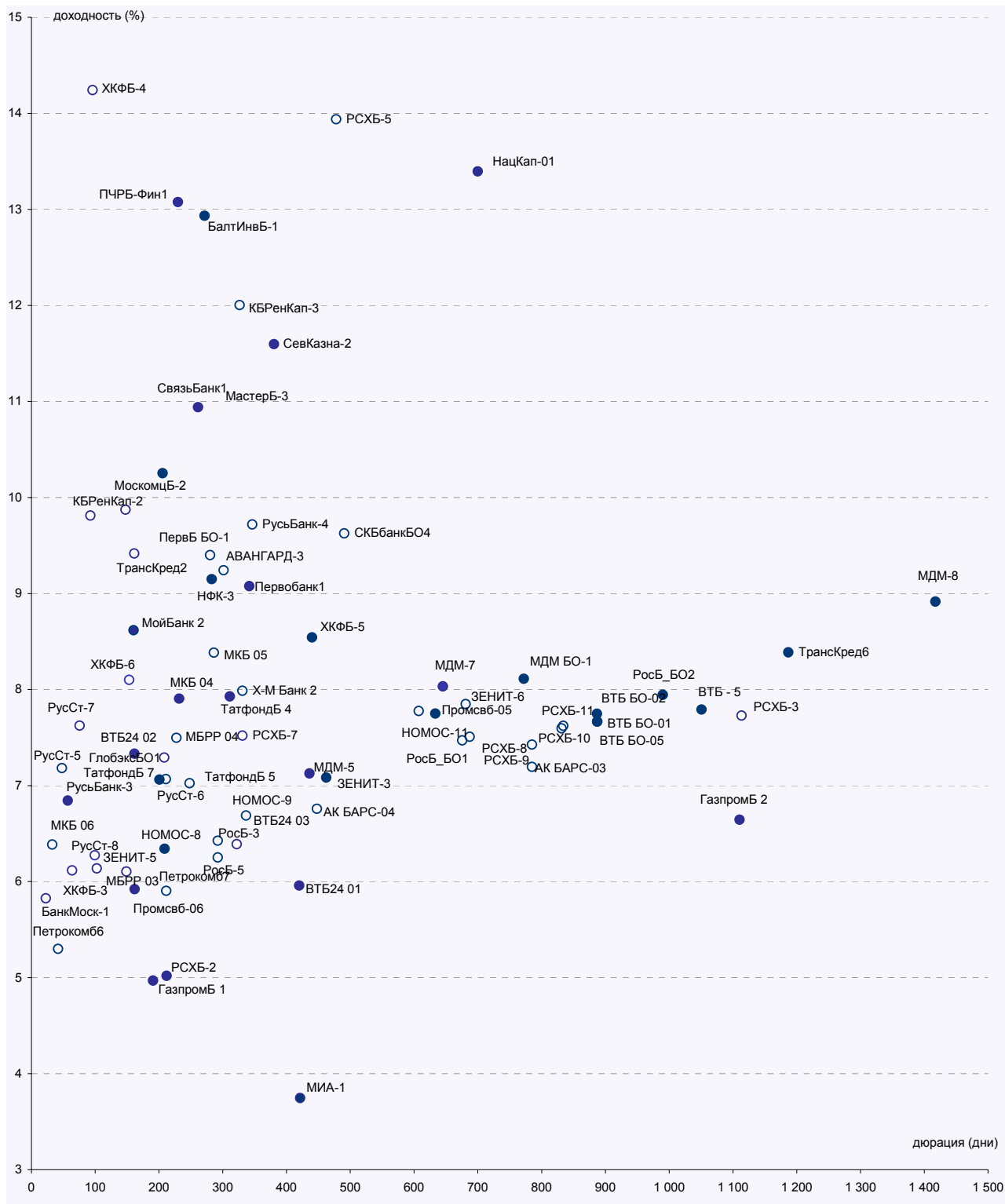
## Транспорт



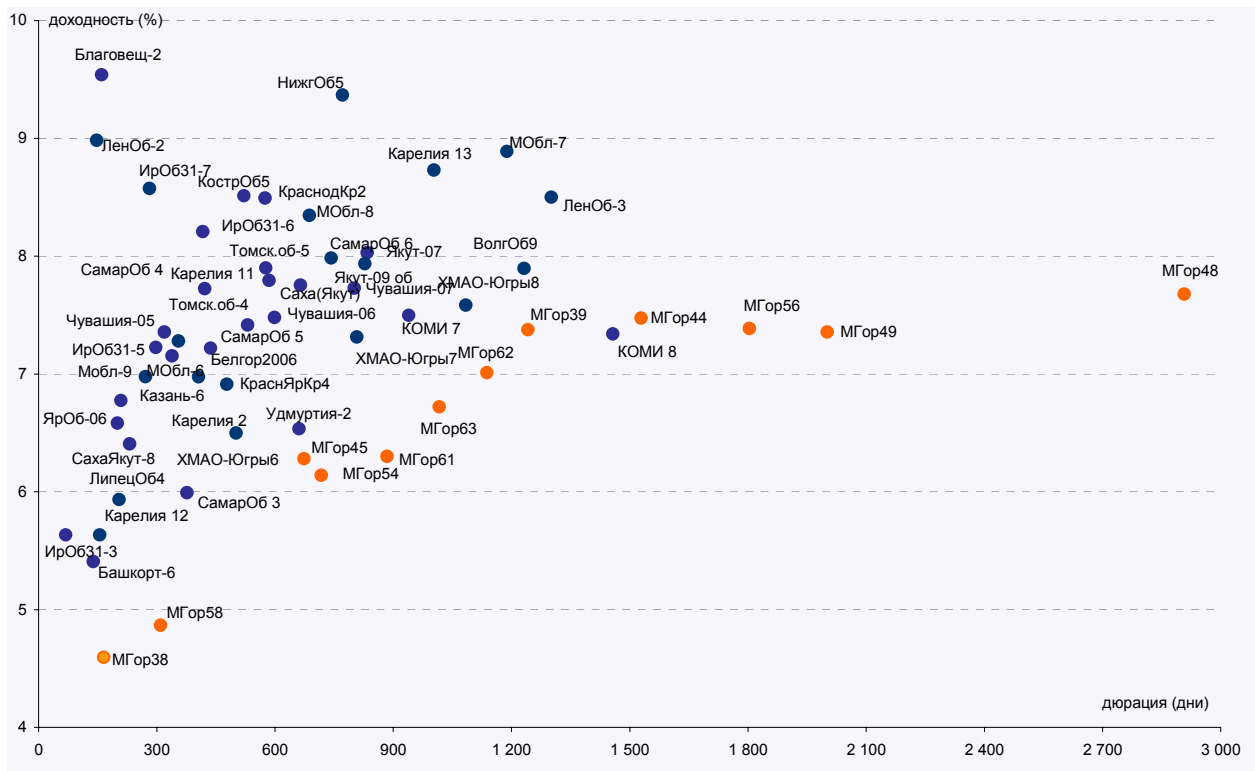
## Энергетика



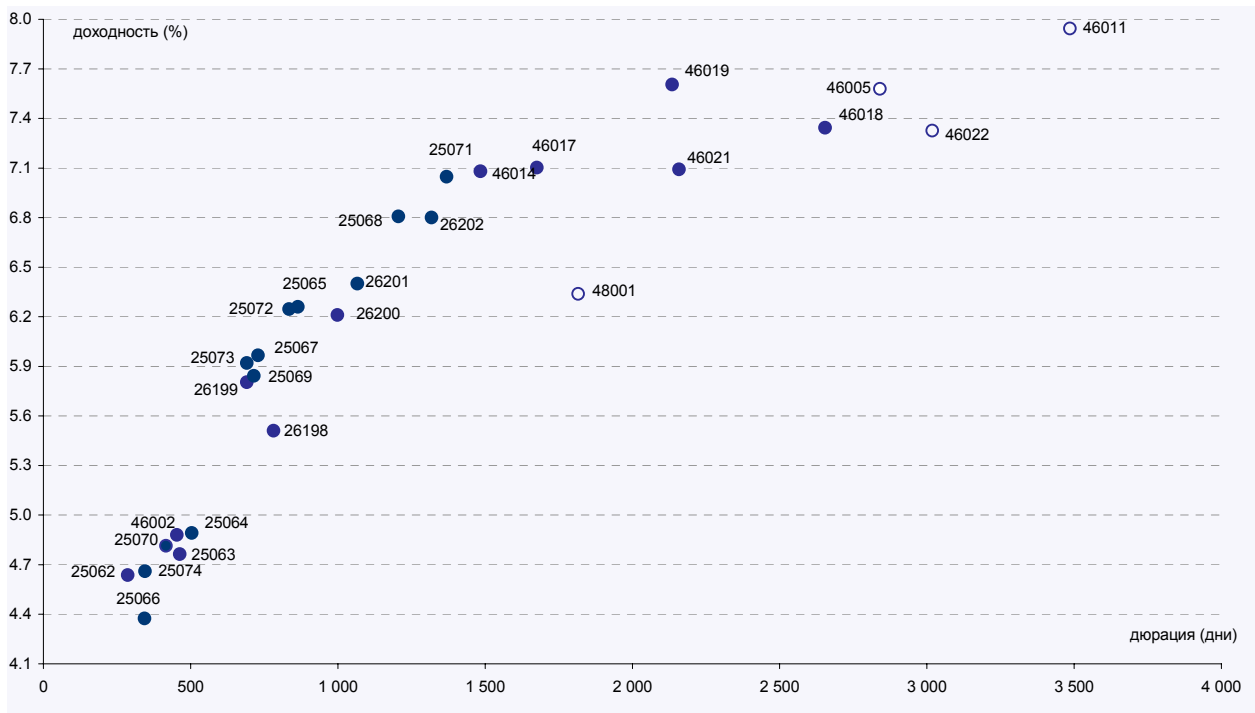
## Финансовый сектор



Субъекты РФ



Облигации федерального займа



# Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

## Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.