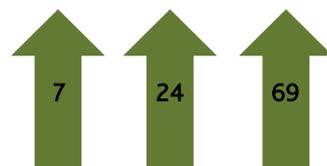


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

- Греция одобрила план бюджетной экономии, поддержав рынки; важно избежать «головокружения от успехов»
- S&P угрожает объявить США «выборочный дефолт» уже 4 августа; сдержанная реакция в UST10 отражает неверие рынков в такой сценарий
- Киев хочет разместить евробонды объемом USD200-300 млн. на 5 лет; ориентир в 9.5% дает очень хорошую премию за риск
- Итоги торгов по еврооблигациям: улучшение внешнего фона вывело рынок в существенный плюс; суверенный сегмент немного отстал
- Российский долговой рынок: позитив из Греции продолжит поддерживать рост котировок; нефть также играет на стороне российских бумаг
- Reuters: рейтинговые агентства не станут понижать рейтинг Греции в случае исполнения французской инициативы по участию частного сектора в спасении Афин

UST 10 Russia 30 Eurobonds



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Минфин успешно разместил ОФЗ на RUB50 млрд. несмотря на отсутствие премии; длинная бумага оказалась под давлением планов ведомства на 3К
- Вторичные торги в рублевом долге: подъем в сегменте ОФЗ и смешанная динамика в корпоративном секторе
- Россельхозбанк озвучил ориентиры по новому выпуску облигаций; участие в выпуске интересно в качестве альтернативы государственным бумагам
- Ростелеком планирует выкупить два выпуска рублевых облигаций; негативно для держателей Ростелеком-14
- С притоком бюджетных средств в начале месяца ждем восстановления ликвидности и небольшой коррекции ставок денежного рынка
- Рубль отыграл свои позиции благодаря подросшим нефтяным котировкам; участники рынка реагируют небольшим снижением коротких ставок NDF

ОФЗ 1st tier 2nd tier



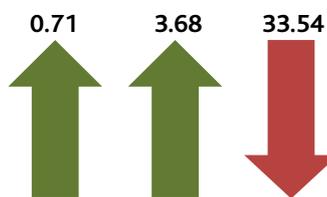
Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- Банка Москвы: опубликован предварительный вариант спасения; не исключаем позитивной реакции в котировках евробондов, но считаем широкие спреды фундаментально оправданными
- Мечел продолжает наращивать уровень долга; позитивная динамика скоро не сможет сдерживать уровень левиреджа; облигации не считаем привлекательными
- Жаикмунай: добыча благодаря новой установке удвоилась с начала года, в перспективе рост еще в три раза, поэтому бумаги в короткой перспективе могут вырасти еще
- Газпром может увеличить инвестпрограмму до RUB1.24 трлн, а не RUB1.18 трлн. Рост несуществен для компании, влияния на предложение публичного долга не ожидаем
- Уралкалий повысил цену для китайских потребителей на 2П 2011 на 17.5% до USD470. Позитивно для показателей компании, бонды оценены справедливо
- Транскредитбанку в августе будет предоставлен субординированный кредит на сумму RUB3 млрд. от ВТБ; позитивно для ТКБ, нейтрально смотрим на бонды банка

Индикаторы FX/ММ

Liq. RUB МБК RUB
RUB трлн. о/п, % basket



Значения на конец дня

Последние обзоры

- 23 июня Банковская система в мае: между качеством и количеством
- 14 июня Украинские еврооблигации: в плену страновых рейтингов
- 10 июня Стратегия долговых рынков - июнь 2011 г.
- 8 июня Розничные банки: кризисные риски ушли, а премии остались
- 2 июня Банковская система в апреле: розница как катализатор роста

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

30 июня	Голосование по отдельным мерам экономии в парламенте Греции
13.00 МСК	Инфляция в еврозоне за июнь (предварительные данные)
16.30 МСК	Первичные заявки на пособие по безработице в США за неделю к 24 июня
17.00 МСК	Выступление главы ФРБ Сент-Луиса Дж. Балларда по теме QE2
17.45 МСК	Индекс деловой активности в производственном секторе Чикаго за июнь
18.15 МСК	Выкуп ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD4-5 млрд. (итоги - в 19.00 МСК)

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	183	-12
UST10	▲	3.09	+0.07
Russia 30 - UST 10	▼	131	-11
EUR/USD	▲	1.4434	+0.5%
Oil (Brent)	▲	112	+3.5%
VIX	▼	17.27	-1.9

Греция одобрила план бюджетной экономии, поддержав рынки; важно избежать «головокружения от успехов»

Основной новостью четверга, безусловно, стало одобрение греческим парламентом нового 5-летнего плана бюджетной экономии, фактически открывающего Афинам путь к получению очередного транша в июле, необходимого для недопущения дефолта. В поддержку законопроекта высказались 155 депутатов, против – 138, что вселяет некоторый оптимизм касательно назначенного на сегодня голосования в отношении механизма исполнения отдельных положений одобренного накануне плана.

Мировые рынки, уверовавшие в положительный исход голосования уже в начале торгов среды, ожидаемо отреагировали ростом на сообщения из Афин. В итоге индекс S&P 500 завершил сессию в плюсе на 0.8%, евро подорожал к доллару до максимума за 3 недели – 1.4513, а баррель Brent, прибавивший более USD3.5, стал снова торговаться выше USD112. Тем не менее, укрепление евро скорее объясняется ожиданиями повышения ставки ЕЦБ на заседании 7 июля, учитывая очередное упоминание термина «высокая бдительность» в речи главы регулятора Ж.-К. Трише. Что же касается оптимизма вокруг Греции, то здесь, с нашей точки зрения, важно избежать «головокружения от успехов». Стране еще предстоит пройти процедуру одобрения транша на EUR12 млрд., а также согласовать второй пакет финансовой помощи.

Отчасти о сохраняющейся настороженности инвесторов в отношении Греции свидетельствует динамика доходности 10-летних госбумаг страны. Показатель в среду просел на 30 бп до 16.42%, однако с утра в четверг этот позитив уже оказался полностью смыт. В части 5-летнего странового CDS-спреда дела обстоят не лучше – сужение индикатора на 50 бп за среду кардинально ситуации не меняет, учитывая, что показатель остается на близком к 2,200 бп уровне.

S&P угрожает объявить США «выборочный дефолт» уже 4 августа; сдержанная реакция в UST10 отражает неверие рынков в такой сценарий

Как заявил накануне агентству Reuters представитель агентства S&P, рейтинг США может быть моментально понижен до «выборочного дефолта» в случае, если правительство не сможет расплатиться по своим обязательствам 4 августа. Отметим, что на эту дату приходится погашение UST на сумму USD30 млрд. Их рейтинг будет понижен до «D», по остальным же бумагам снижение тоже будет, но не такое значительное, отметили в S&P.

Напомним, США 16 мая достигли законодательно установленного потолка госдолга (USD14.3 трлн.), и Минфин страны предупредил, что даже с учетом использования нестандартных механизмов финансирования, страна окажется перед угрозой дефолта уже 2 августа.

Долговой рынок США отреагировал ростом доходностей на заявление S&P – доходность UST10 после публикации новости в 20.50 МСК выросла на 4 бп до 3.12% и сохранилась на данном уровне вплоть до завершения торгов. Однако с утра в четверг показатель откатился к уровню 3.10%. В нашем понимании, подобная динамика имеет под собой веские основания – инвесторы просто отказываются верить в саму возможность дефолта крупнейшей в мире экономики.

В среду по поводу госдолга снова высказался президент США Б. Обама. Он призвал законодателей как можно скорей прийти к консенсусу и порекомендовал отменить намеченные на следующую неделю каникулы по случаю Дня независимости и продолжить переговоры в Вашингтоне. Судя по найденным нами комментариям в СМИ от представителей Республиканской партии, прогресс по вопросу госдолга пока идет крайне медленно, а стремления пойти на уступки не наблюдается ни с одной из сторон. Камнем преткновения по-прежнему остается повышение налогов и сокращение расходов на социальные программы здравоохранения.

С нашей точки зрения, сценарий дефолта США крайне маловероятен. Мы уверены, что власти сумеют, пусть и в последний момент, но все же достичь согласия по вопросу госдолга. Тем не менее, затягивание с принятием решения может в ближайшее время подтолкнуть ставки по UST немного вверх.

Киев (B2/B-/B-) хочет разместить евробонды объемом USD200-300 млн. на 5 лет; ориентир в 9.5% дает очень хорошую премию за риск

Как сообщил накануне Bond Radar, Киев планирует разместить еврооблигации со сроком погашения 5 лет и объемом USD200-300 млн. Ориентир по доходности – около 9.5%.

Напомним, road show евробондов Киев начал еще 14 июня, однако вплоть до 23 июня сохранялись опасения, что городу не удастся найти финансирования на рынке публичного валютного долга из-за административно установленного максимального предела ставки в 7.8%. Киеву затем удалось договориться с Минфином Украины о повышении предельной ставки до 9.6%. Основываясь на данном решении агентство S&P в среду повысило рейтинг украинской столицы до «B-» с «CCC+».

В настоящий момент доходности находящихся в обращении бумаг **Kyiv 12** и **Kyiv 15** составляют 7.24% и 8.64% на дюрации 1.34 и 3.71 года соответственно. Таким образом, премия предполагаемого выпуска к кривой Киева составляет 60-80 бп, что выглядит очень привлекательно. При этом хотелось бы подчеркнуть, что за последнюю неделю доходности евробондов Киева выросли на 30 бп на фоне резкого ухудшения внешней конъюнктуры. В этом свете, учитывая последние позитивные новости из Греции и наметившееся «потепление» на рынках, есть шанс возврата кривой Киева на прежние уровни, в результате чего премия по новому выпуску может составить около 100 бп.

С нашей точки зрения, подобные значения, даже с учетом определенных рисков обслуживания долга в 2012 г., должны понравиться инвесторам. Мы также не исключаем, что городу удастся немного снизить стоимость заимствований в случае сохранения позитивного внешнего фона.

Итоги торгов по еврооблигациям: улучшение внешнего фона вывело рынок в существенный плюс; суверенный сегмент немного отстал

Российский рынок еврооблигаций продемонстрировал в среду дружный рост котировок на фоне подтвердившихся ожиданий по Греции. При этом максимальный рост был отмечен в корпоративном секторе, наиболее сильно пострадавшем за последнее время из-за внешнего негатива, в то время как положительная динамика в суверенных бумагах была более сдержанной.

В нефтегазовом секторе основная активность сосредоточилась в длинных евробондах Газпрома, подорожавших на 30-70 бп, а также в бумагах Новатэка, прибавивших 45-60 бп. Во втором эшелоне максимальное внимание инвесторов привлекли долгосрочные бумаги Вымпелкома – они подорожали на 30-50 бп. Прибавили в цене также выпуски **Alrosa 20** и **TMK 18**, в среднем около 40 бп. В банковском секторе ощутимые покупки наблюдались в бумагах Банка Москвы – отдельные выпуски эмитента прибавили 100-170 бп. Рост котировок почти на 100 бп продемонстрировал также евробонд **RussAgrBank 21**.

Пожалуй, наиболее явно позитив на рынках вчера отразился на трех отдельных бумагах. **Ferrexpo 16** прибавил больше 120 бп на очередном возобновлении разговоров о возможной покупке контроля в компании крупнейшим горно-металлургическим холдингом в мире BHP Billiton. **Sovcomflot 17** также вырос на 120 бп. Вероятно, инвесторы оценили, наконец, тот факт, что срок реализации инвестпрограммы госкомпании будет растянут с 5 лет до 7. Также сильно вырос евробонд Жаикмуная, см. ниже наш кредитный комментарий по этому поводу.

Стоимость индикативного суверенного выпуска **Russia 30** выросла накануне на 25 бп до 117.91% от номинала. Особое внимание хотели бы обратить на резкое, почти на 30 бп, сужение спреда **Russia 30-UST10** – он сжался до 131 бп в том числе за счет наблюдавшейся накануне просадки в UST.

Российский долговой рынок: позитив из Греции продолжит поддерживать рост котировок; нефть также играет на стороне российских бумаг

Оптимизм в отношении Греции, подтвердившийся в среду, продолжит оказывать положительное влияние на российский долговой рынок и в четверг. Волатильность на рынке, тем не менее, может возникнуть из-за очередного голосования по мерам экономии в греческом парламенте, а также в связи с публикацией данных по безработице в США.

Азиатские фондовые площадки с утра отыгрывают позитив из Афин – ведущие индексы прибавляют около 1%. В плюсе котируется также фьючерс на S&P500 (+0.1%). Основную поддержку российский рынок может получить от нефти – баррель Brent стоит уже USD112.4, что почти на USD2.5 выше уровня закрытия основных торгов в России накануне. Мы ждем положительного открытия торгов на российском рынке.

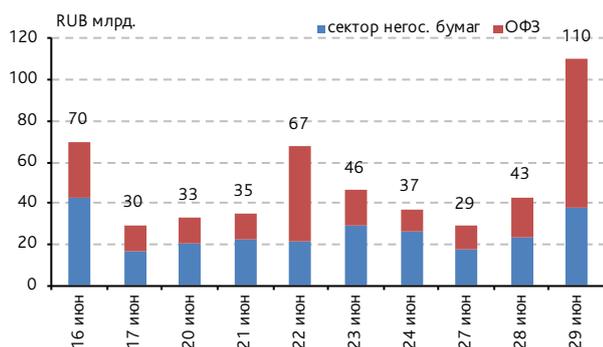
Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Сергей Гончаров
+7 495 786-23-48
sergey.goncharov@trust.ru



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РТС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	5.4%
от 1 до 1.5 лет	6.6%
от 1.5 до 2 лет	6.6%
от 2 до 3 лет	12.2%
от 3 до 5 лет	59.8%
> 5 лет	9.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

короткие ОФЗ	◄►	5.43%
средние ОФЗ	◄►	7.57%
длинные ОФЗ	◄►	8.20%
корпоративные	▲	7.93%
1-й эшелон	▲	6.58%
2-й эшелон	◄►	7.06%

по соответствующим ценовым индексам TRI (Trust Ruble Index)

Минфин успешно разместил ОФЗ на RUB50 млрд. несмотря на отсутствие премии; длинная бумага оказалась под давлением планов ведомства на ЗК

В среду Минфин провел аукционы по двум выпускам госбумаг - 4-летней **ОФЗ 25079** и 6-летней **ОФЗ 26206**. Объем, вырученный с помощью продажи **ОФЗ 25079** составил RUB19.3 млрд. против запланированных RUB20 млрд., а по **ОФЗ 26206** рынок выбрал RUB30.4 млрд. против предложенных RUB50 млрд. Таким образом, наши ожидания касательно итогов размещений практически полностью оправдались, не в малой степени благодаря комфортному уровню ликвидности в системе и позитивному настрою, пришедшему с западных рынков.

Примечательно, что объем спроса на относительно более короткий **ОФЗ 25079** превысил объем предложения, составив RUB61.1 млрд., в то время как к длинному **ОФЗ 26206** инвесторы отнеслись более осторожно (спрос составил лишь RUB34.6 млрд.). Это, вероятно, связано с опубликованными ранее планами Минфина по размещениям на ЗК, в котором как раз и преобладают долгосрочные выпуски, потенциально способные оказать давление на дальний конец кривой ОФЗ.

Отмети, что размещение обоих выпусков прошло по верхним границам диапазона. Так, в части **ОФЗ 25079** средневзвешенная доходность составила 7.85% при ориентирах 7.75-7.85%, а по более длинной **ОФЗ 26206** - 7.08% против ориентировочного диапазона 7.05-7.10%. По итогам среды доходности каждого из выпусков снизилась на 4 бп - до 7.08% и 7.85% соответственно.

Вторичные торги в рублевом долге: подъем в сегменте ОФЗ и смешанная динамика в корпоративном секторе

Итоги торгов среды оказались смешанными для российского внутреннего долгового рынка. В сегменте ОФЗ наблюдались уверенные покупки, а наибольшая активность ожидаемо сосредоточилась в размещенных накануне **ОФЗ 26206** и **ОФЗ 25079**, которые по итогам дня прибавили около 10-15 бп. Максимальный рост котировок в сегменте госбумаг был отмечен по выпуску **ОФЗ 26205**, который подорожал почти на 100 бп.

Среди бумаг первого эшелона наибольшим спросом пользовался выпуск **РЖД-16**, стоимость которого, тем не менее, осталась практически неизменной по сравнению с уровнем закрытия торгов во вторник, а также **РЖД-11**, потерявший порядка 25 бп. Рост котировок в пределах 15-25 бп продемонстрировали бумаги **Транснефть-3** и **Газпром-11**. Во втором эшелоне бумаги с наибольшим оборотом в основном подешевели. Так, выпуск **ВК-Инвест-6** просел на 20 бп, а бумаги **НЛМК БО-6** и **Мечел-05** просели на 25 бп. В то же время, умеренный рост котировок (не более 20 бп) наблюдался в бумагах **Сибметинвест-2** и **ТГК-5**.

Россельхозбанк (Ваа1/NR/BBB) озвучил ориентиры по новому выпуску облигаций; участие в выпуске интересно в качестве альтернативы государственным бумагам

Россельхозбанк (РСХБ) вчера начал сбор заявок инвесторов на приобретение нового выпуска 14-й серии облигаций на сумму RUB10 млрд. Индикативный купон озвучен в диапазоне 7.9-8.1%, что предполагает YTP 8.06-8.26% к 4-летней оферте. Напомним, что книга закроется 7 июля 2011, а техническое размещение назначено на 12 июля.

Мы считаем предложенные параметры интересными, поскольку премия к кривой ОФЗ составляет 100-120 бп. При этом более короткие выпуски **РСХБ-3, 7** вчера торговались со спредом в 80-90 бп на диапазоне 2-2.5 лет. На наш взгляд, премия за более длинную дюрацию в 20 бп вполне адекватна. Поэтому мы считаем, что банку по силам разместить бумаги по нижней границе ориентиров.

В то же время, обращаем внимание, что на диапазоне больше 3.5 лет риск банковского сектора представлен только бумагами ВЭБа. **ВЭБ-9** на данный момент предлагает YTP 7.95% к оферте в марте 2016 при премии в 50-60 бп к бумагам ОФЗ. На наш взгляд, разница в премиях бумаг РСХБ и ВЭБа к суверенной кривой вполне справедливо отражает разницу в кредитных метриках банков и делает привлекательными инвестиции в новый выпуск РСХБ при его меньшей дюрации.

Ростелеком (S&P: BB+) планирует выкупить два выпуска рублевых облигаций; негативно для держателей Ростелеком-14

По данным Интерфакс, Ростелеком планирует выкупить 2 из 14 обращающихся выпусков рублевых облигаций совокупным номинальным объемом RUB2.5 млрд. Напомним, что после присоединения МРК Ростелеком в начале апреля обменял весь публичный долг присоединенных компаний на собственные облигации, сохранив при этом все условия выпусков.

Ростелеком планирует выкупить 12-й и 14-й выпуски, которые имеют ставки купонов 15.00% и 11.40% годовых соответственно. По облигациям **Ростелеком-12** предусмотрена оферта 19 июля 2011 г., купон после которой не установлен. Можно практически однозначно говорить, что Ростелеком установит на последние 2 купонных периода непривлекательную ставку, что вынудит оставшихся держателей предъявить облигации к оферте.

Гораздо более негативно выглядит ситуация для держателей облигаций **Ростелеком-14**. В структуре выпуска предусмотрен колл-опцион на 20.10.2011, и, по всей видимости, компания его исполнит. Вчера этот выпуск торговался по цене выше 105.50% от номинала, поэтому сегодня можно вполне ожидать, что выпуск потеряет в цене не менее 3.0-3.5 п.п.

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-28-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

30 июн	Аукцион ОБР-19 до RUB10 млрд.
30 июн	Заседание совета директоров ЦБ по ставкам
30 июн	Депозитный аукцион ЦБ на 1 месяц
6 июл	Погашение ОФЗ 25066 на RUB40 млрд.
6 июл	Аукцион ОФЗ на RUB30 млрд.
7 июл	Депозитный аукцион ЦБ на 1 месяц

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/4.00	3.50	3.85	3.30/3.60
2-й круг	3.75/4.25	3.50	4.25	3.50/3.85

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.60-4.00	3.75-3.80	3.65-3.70

С притоком бюджетных средств в начале месяца ждем восстановления ликвидности и небольшой коррекции ставок денежного рынка

С окончанием налогового периода во вторник, среда прошла для денежного рынка ожидаемо позитивно. Итоговый приток ликвидности почти в RUB95 млрд. превысил чистый результат от операций с ОФЗ в RUB70.3 млрд. - приток RUB70 млрд. от погашения **ОФЗ 25074** и RUB50 млрд. от депозитного аукциона Минфина за вычетом размещенных **ОФЗ 26206** и **ОФЗ 25079** суммарно на RUB49.7 млрд. (см. раздел «Внутренний рынок и рублевые облигации»). Можно предположить, что дополнительным источником пополнения ликвидности вчера были и бюджетные средства.

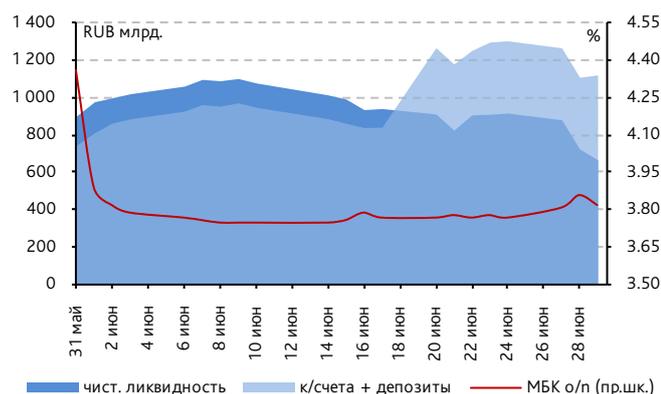
Большая часть притока средств от погашения **ОФЗ 25074** осела на депозитах, которые подросли на RUB79.0 млрд. (до RUB473.5 млрд.). При этом корсчета прибавили еще RUB15.8 млрд. (до RUB737.4 млрд.). Как следствие, суммарный объем остатков на корсчетах и депозитах вырос до RUB1.21 трлн., а чистая ликвидная позиция до RUB708.7 млрд.

Тем не менее, ставки денежного рынка оставались повышенными, что, как мы уже отмечали, в большей степени связано с фактором закрытия месяца, нежели с состоянием ликвидности, запасы которой, напротив, снова пополняются. Так, ставки МБК на 1 день днем торговались в основном по 3.75-3.8% и к окончанию торгов составляли RUB3.65-3.7%. Примерно на том же уровне, что и накануне оставалась средняя стоимость фондирования через 1-дневное междилерское РЕПО – 4.13 (-3 бп) под залог облигаций 1-го эшелона и 4.16% (-3 бп) под залог ОФЗ соответственно.

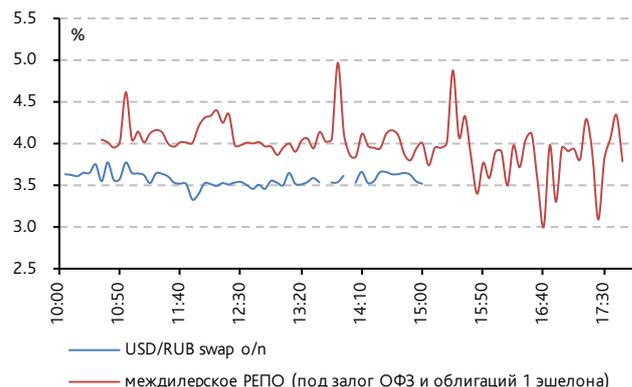
Сегодняшний аукцион по **ОБР-19** до RUB10 млрд. в силу своего небольшого объема не способен оказать какого-либо заметного воздействия на уровень свободных средств в банковской системе и ставки. Низкие объемы предложения ОБР говорят о том, что прерогатива стерилизации средств за счет выпуска госбумаг пока у Минфина, а ЦБ отдает предпочтение изъятию ликвидности путем процентной политики.

Приток бюджетных средств, который традиционно заметно усиливается в первой половине нового месяца, поспособствует небольшой коррекции текущих ставок денежного рынка в сторону снижения, но на наш взгляд, не более 10 бп. Каких-либо осложнений с ликвидностью до начала нового налогового периода (с 15 июля) мы не ждем, но в связи с сохранением профицитного бюджета есть основания прогнозировать ухудшение состояния ликвидности на горизонте как минимум ближайших 2-х месяцев.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Рубль отыграл свои позиции благодаря подросшим нефтяным котировкам; участники рынка реагируют небольшим снижением коротких ставок NDF

Вчера рубль отыгрывал восстановление нефтяных котировок, которые в течение торговой сессии подросли на 3.6% (до USD112.4, Brent), укрепившись на 9 копеек по сравнению с предыдущим закрытием. В частности, стоимость бивалютной корзины с открытия по RUB33.6 падала на протяжении всех торгов, достигнув дневного минимума в RUB33.5 за 10 минут до закрытия торгового дня на уровне RUB33.54.

Едва ли восстановление цен на нефть переломило отношение участников рынка к перспективам рубля, однако короткие ставки NDF, отражающие стоимость рублевых рисков, припали до 3.98-4.04% (против 3.99-4.06% накануне).



Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Кредитные комментарии

Банка Москвы: опубликован предварительный вариант спасения; не исключаем позитивной реакции в котировках евробондов, но считаем широкие спреды фундаментально оправданными

Ведомости и Коммерсант озвучили вероятный вариант спасения Банка Москвы, который будет рассматриваться сегодня на заседании правления АСВ и комитете банковского надзора ЦБ. Ожидается, что публикация итогов состоится до конца недели.

По сведениям изданий, помощь банку будет предоставлена из двух источников:

- ЦБ профинансирует заем банку на сумму выше RUB150 млрд. на срок до 10 лет, который вероятно поступит на баланс Банка Москвы в виде депозита АСВ. Стоимость предоставленных средств будет существенно ниже рыночной, что, по методологии МСФО, позволит отразить в отчете о прибылях и убытках единовременное поступление, предположительно, в размере RUB150 млрд. и доначислить резервы на сопоставимую сумму.
- ВТБ направит RUB100 млрд. в капитал Банка Москвы. По данным Коммерсанта, средства будут предоставлены не в ближайшее время.

КОММЕНТАРИЙ

Развитие событий вполне ожидаемо и соответствует озвученным ранее заявлениям об оказании поддержки как со стороны ВТБ, так и государства. Мы не исключаем позитивной реакции в котировках еврооблигаций обоих банков, однако считаем, что ключевым фактором в оценке спредов являются дальнейшие намерения ВТБ увеличивать свою долю акций в Банке Москвы и консолидировать его финансовые показатели.

Тот факт, что государство берет на себя основную финансовую нагрузку в решении конфликта окажет позитивный эффект в краткосрочной перспективе на финансовые метрики как Банка Москвы, так и ВТБ. Банк Москвы сможет нарастить необходимый объём резервов на покрытие проблемных активов, а предоставление дешевого фондирования окажет поддержку в операционной деятельности. Для ВТБ предоставление RUB100 млрд. приведет к снижению уровня достаточности капитала до все еще комфортных значений: по оценкам Moody's, на 2.3 п.п. до 14.5%.

Однако, в долгосрочной перспективе вопрос о дальнейшей консолидации активов Банка Москвы и ВТБ является принципиальным моментом, поскольку определяет потенциал поддержки Банка Москвы со стороны акционеров, как и перспективы дальнейшего развития его бизнеса и существенным образом влияет на дальнейшую динамику финансовых показателей ВТБ. На наш взгляд, неопределенность пока не позволяет говорить о потенциальном сужении спредов между еврооблигациями Банка Москвы и ВТБ. На данный момент премия составляет более 120-150 бп.



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Банк Москвы Ba1/NR/BBB-

МСФО, 9М 2010

Кредиты, RUB млрд.	669.1
NIM	4.8%
NPLs (>90 дней)	4.1%

Мечел продолжает наращивать уровень долга; позитивная динамика скоро не сможет сдерживать уровень левериджа; облигации не считаем привлекательными

Мечел	B1/NR/NR
US GAAP, 1K 2011	
Выручка, USD млрд.	2.9
EBITDA margin	20%
Долг/EBITDA	3.6

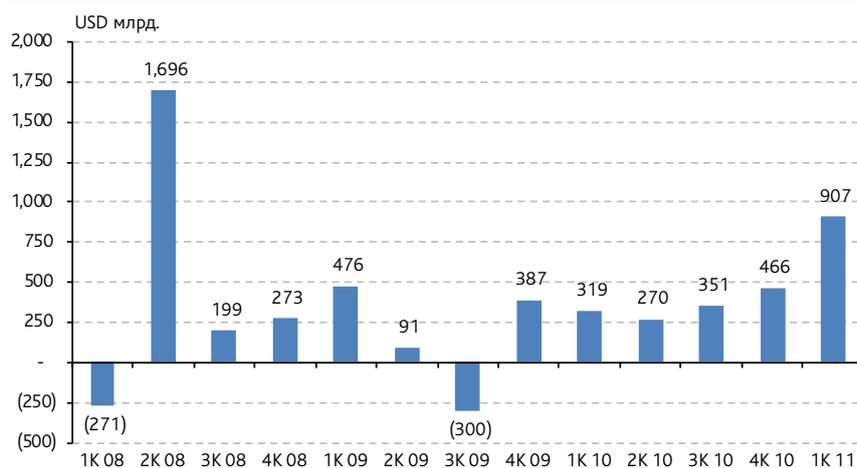
КОММЕНТАРИЙ

Вчера Мечел последним из российских представителей горно-металлургического сектора отчитался по US GAAP за 1K 2011 года. Мы оцениваем результаты квартала как негативные. Компания продолжает придерживаться чрезвычайно агрессивной инвестиционной политики, в то время как денежные потоки не позволяют финансировать ее за счет собственных средств. В результате, кредитное качество Мечела видится нам наиболее подверженным глобальным рискам среди крупных представителей сектора.

Позитивная динамика мировых цен на уголь и сталь позволяет Мечелу наращивать номинальные объемы бизнеса – квартальная выручка почти достигла докризисных максимумов (USD3.2 млрд. в 3K 2008), а EBITDA стабилизировалась на уровне около USD600 млн. в квартал. Это позволяет демонстрировать довольно хорошую в сравнении с основными конкурентами рентабельность выше 20% весь последний год.

Позитив на рынках позволяет также активно снижать и долговую нагрузку – «Долг/EBITDA» на 31.03.2011 составил уже 3.6x, снизившись более чем вдвое только за последний год. Тем не менее, мы хотим отметить, что потенциал для снижения этого показателя уже практически исчерпан. Как мы говорили, EBITDA стабильна, роста цен на сырье рынок уже не ожидает, а вот долг Мечел продолжает наращивать и, вероятно, не собирается останавливаться. Напомним, что в марте менеджмент объявлял планы привлечь в 2011 году USD1 млрд. на покрытие инвестпрограммы (USD2 млрд.). Тем не менее, только за первый квартал совокупный долг вырос на USD900 млн., а уже в июне было размещено облигаций еще примерно на USD500 млн.

ДИАГРАММА. УВЕЛИЧЕНИЕ/(СНИЖЕНИЕ) СОВОКУПНОГО ДОЛГА МЕЧЕЛА



Источник: данные компании

К сожалению, постоянный рост долга (см. диаграмму) сопровождается недостатком оборотных средств, пополнение которого привело к рекордно низкому чистому операционному денежному потоку на уровне –USD350 млн. Вероятно, в будущем дефицит будет финансироваться при помощи привлечений на рынках капитала. Так, недавно вновь возобновились разговоры об IPO Мечел-Майнинг. Однако рынки акций остаются неустойчивыми, поэтому вполне вероятно, что Мечел вновь будет выходить на рынок рублевого долга, который не успевает соскучиться по эмитенту.

Несмотря на все указанные недостатки Мечела, мы считаем, что его позиция ликвидности позволяет не беспокоиться за ближайшее будущее компании и ее кредиторов. Мечел традиционно поддерживает большую подушку ликвидности в виде невыбранных кредитных линий от банков (USD1.9 млрд. на конец 1K 2011).

Рублевые облигации компании традиционно торгуются на одном уровне с облигациями более крепкого Евраз. Этот факт, а также большое предложение на первичке остаются факторами, делающими бонды Мечела непривлекательными для инвестиций.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МЕЧЕЛА

US GAAP, USD млн.	2007	2008	2009	1K 10	2010	1K 11
Выручка	6,684	9,951	5,754	1,900	9,746	2,934
ЕБИТДА	1,692	3,134	643	276	2,012	591
Чистая прибыль	1,029	1,229	76	83	692	339
Чистый операционный денежный поток	905	2,230	562	(97)	(147)	(347)
Капвложения и М&А	3,393	3,257	620	197	1,077	331
Свободный денежный поток	1,735	1,063	(49)	(290)	(1,137)	(678)
<i>Совокупный долг в т.ч.</i>	3,542	5,438	6,092	6,412	7,498	8,406
краткосрочный долг	1,147	5,164	1,959	2,141	2,127	2,474
Денежные средства и эквиваленты	237	255	415	336	341	213
Активы	9,228	12,010	13,183	13,779	15,776	17,510
Показатели						
ЕБИТДА margin (%)	25.3%	31.5%	11.2%	14.5%	20.6%	20.2%
ЕБИТДА/проценты (x)	17.1	9.7	1.3	2.2	3.6	4.2
Долг/ЕБИТДА (x)	2.1	1.7	9.5	7.8	3.7	3.6
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	2.0	1.7	8.8	7.3	3.6	3.5
Долг/Собственный капитал (x)	1.0	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5

Источник: данные компании, НБ «Траст»



Сергей Гончаров
+7 495 786-23-48
sergey.goncharov@trust.ru

Жаикмунай: добыча благодаря новой установке уже удвоилась с начала года, в перспективе рост еще в три раза, поэтому бумаги в короткой перспективе могут вырасти еще

В понедельник Жаикмунай выпустил отчет о имеющихся у компании резервах нефти. В нем, помимо прочего, сказано, что работа установки по очистке газа (УОГ) продолжается в тестовом режиме, однако среднесуточная добыча нефти благодаря ей уже более чем удвоилась. Сейчас она составляет 16-17 тыс. тонн барр./сутки против 7.7 тыс. по итогам 2010 года (6.7 тыс. по итогам 1К 2011). Компания также демонстрирует хороший показатель замещения: 208% за полтора года по декабрь 2010.

КОММЕНТАРИЙ

На наш взгляд, данная новость позитивна для держателей евробондов **Zhaikmunai 15**. Как мы писали в нашем отчете по сегменту корпоративных эмитентов Казахстана, основным риском для небольшой нефтедобывающей компании в текущий момент является выполнение основного проекта – той самой установки. О ее тестовом запуске было объявлено еще пару месяцев назад, однако на этой неделе впервые рынок узнал какие-либо цифры.

Напомним также, что при выходе на производственную мощность среднесуточная добыча Жаикмуная должна вырасти в 6.5 раз, а на данный момент выросла лишь вдвое. С одной стороны, это подразумевает, что неопределенность с результатами снижается и, с другой стороны, еще есть потенциал для дальнейшего роста.

Данная новость дает объяснение тому, что вчера смена общерыночного сентимента на позитивный привела к наибольшему росту в том числе и в бумагах **Zhaikmunai 15**. За вчерашний день они выросли на 120 бп, а всего с понедельника – на 2.5 п.п. Помимо самой новости, вероятно, что хороший спрос был вызван и перепроданностью бумаг – до этого они за полторы недели упали почти на 6 п.п. Мы ожидаем дальнейшего роста евробонда по мере подтверждения планов по выходу на проектную мощность установки.



Сергей Гончаров
+7 495 786-23-48
sergey.goncharov@trust.ru

Жаикмунай B2/B/NR

МСФО, 1К 2011 г.

Выручка, USD млн.	52
ЕБИТДА margin	60%
Долг/ЕБИТДА	7.6

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru
+7 (495) 789-36-09

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев
+7 (495) 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев
+7 (495) 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова
+7 (495) 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров
+7 (495) 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Кредитный анализ

Сергей Гончаров
+7 (495) 786-23-48
sergey.goncharov@trust.ru

Юлия Сафарбакова
+7 (495) 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев
+7 (495) 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru
+7 (495) 647-25-92

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов
+7 (495) 647-25-98
dmitry.igumnov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин
+7 (495) 789-60-58
andrey.trufakin@trust.ru

Кирилл Коваленко
+7 (495) 647-25-97
kirill.kovalenko@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий
+7 (495) 647-28-39
aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова
+7 (495) 647-25-90
olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян
+7 (495) 647-25-67
petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер
+7 (495) 647-25-74
yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.