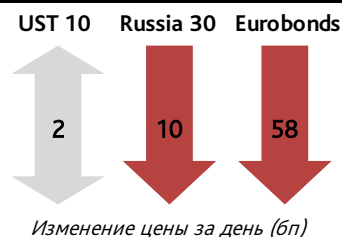


Навигатор долгового рынка

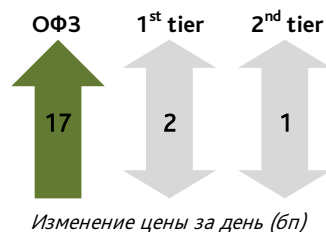
Глобальные рынки и еврооблигации

- Протокол заседания **ФРС** 21-22 июня: уже не столь уверенно о выходе из состояния мягкой монетарной политики
- Ситуация с госдолгом **США**: соглашение о повышении может быть достигнуто уже на текущей неделе
- ЕС** созывает экстренный саммит, чтобы обсудить долговой кризис и проблемы **Италии**; Рим готов принять новые меры бюджетной экономии
- Moody's** вошло во вкус: рейтинг **Ирландии** снижен до «мусорного» уровня; говорить о необходимости второго пакета помощи пока преждевременно
- Итоги торгов по еврооблигациям: распродажа, день второй; суверенные бумаги выглядели значительно лучше корпоративных
- Российский долговой рынок: в среду возможен небольшой подъем котировок, но серьезных оснований для роста пока нет
- Белоруссия** обсуждает отказ от **ГТС** в пользу РФ; ведет переговоры с российскими инвесторами о продаже 7 госкомпаний



Рублевые облигации и денежный рынок

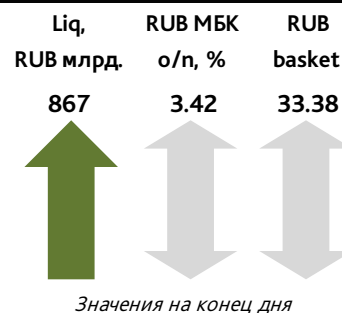
- Заметные продажи в средних и длинных **ОФЗ** продолжились; ориентиры Минфина не сулят размещения и половины объема на сегодняшнем аукционе ОФЗ 26205; **Минфин** сделает отдельный выпуск ОФЗ в пользу **Банка Москвы** для размещения средств помощи **АСВ**
- Газпромбанк** установил купон на уровне 6.75% по новому выпуску облигаций; не рассчитываем на активный рост котировок на вторичном рынке
- На аукционе Минфина по размещению бюджетных средств банки взяли только RUB3.5 млрд.; ликвидность и ставки по-прежнему на месте



Кредитные комментарии

- Распадская: ВЭБ** назван возможным покупателем компании; качественно иной уровень риска по евробонду угольной компании в случае сделки подтверждает благоприятный исход для кредиторов
- ФАС** выставила необходимые условия **КЭС-Холдингу** для осуществления консолидации энергетических активов; требования для сделки с **Газпромом** могут быть еще жестче
- Ferrexpo**: обыски в офисах компаний основного владельца – проявление политического риска; бумаги компании и банка **Финансы и Кредит** будут в ближайшее время подвержены негативной динамике
- Интурист** закрыл сделку по созданию СП с Thomas Cook на ранее озвученных условиях; облигации Интуриста считаем привлекательной инвестицией до oferty в 2012

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

7 июля	Стратегия долговых рынков - июль 2011 г.
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

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

18.00 МСК	Выступление главы ФРС Б. Бернанке в Палате представителей Конгресса США
18.30 МСК	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю до 8 июля
21.00 МСК	Аукцион UST10 в объеме USD21 млрд.
21.20 МСК	Выступление главы ФРБ Далласа Р. Фишера
22.00 МСК	Отчет об исполнении федерального бюджета США за июнь
22.00 МСК	Публикация ФРБ Нью-Йорка графика операций с UST на открытом рынке

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	209	+18
UST10	◀▶	2.89	-0.02
Russia 30 - UST 10	▲	157	+3
EUR/USD	▼	1.3976	-0.4%
Oil (Brent)	▲	117	+0.3%
VIX	▲	19.87	+1.48

Протокол заседания ФРС 21-22 июня: уже не столь уверенно о выходе из состояния мягкой монетарной политики

Безусловно, основное внимание рынков сейчас приковано к еврозоне: старушка Европа пожинает плоды своих интеграционных порывов, апогеем которых, собственно, и стало появление единой валюты.

Тем не менее не будем забывать все же об основном рынке на этой планете. Вчера в 22.00 МСК был обнародован протокол последнего заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС (которое прошло 21-22 июня). Инопланетных взглядов на состояние денежно-кредитной политики в сравнении с прошлым заседанием стало меньше – видимо, ястребиный настрой сторонников скорейшего выхода из состояния мягкой монетарной политики остановила статистика по занятости за май. Отметим, что не менее печальные июньские данные по рынку труда не были отражены в формулировках нынешнего протокола, поскольку были обнародованы после заседания ФРС.

Итак, в отличие от идей прошлого протокола, регулятор пришел к более адекватным существующей ситуации принципам реализации exit strategy. По итогам июньского заседания маниакального желания начать реализацию стратегии выхода из состояния мягкой монетарной политики с повышения ставки Fed Funds мы уже не видим. Мы неоднократно писали о том, что в условиях огромного объема баланса ФРС и избытка ликвидности в системе необходимо создание условий для повышения ставки Fed Funds. В качестве таковых мы видели лежавшие на поверхности инструменты «высушивания» ликвидности или резервов коммерческих банков, находящиеся в ФРС (что тождественно): начисление процентов на резервы коммерческих банков в ФРС, депозитные аукционы и операции обратного РЕПО. Наконец, на последнем заседании ФРС заявил, что будет использовать инструменты «высушивания» резервов с тем, чтобы создать условия для повышения ставки Fed Funds.

Среди прочих принципов exit strategy снова высказано намерение прекратить реинвестирования любых поступлений от ценных бумаг, находящихся на балансе ФРС, в новые ценные бумаги. Что касается портфеля агентских бумаг, к его распродаже ФРС планирует приступить некоторое время спустя после первого повышения ставки Fed Funds. Период, в течение которого ФРС планирует распродать агентские бумаги со своего баланса и вернуться к традиционной структуре вложений в ценные бумаги (сводящийся к держанию на балансе только казначейских облигаций), оценен в 3-5 лет.

Следует отметить, что прошло всего два месяца с апрельского заседания, а риторика ФРС в отношении exit strategy резко смягчилась. Некоторые члены ФРС отметили, что может потребоваться дополнительное смягчение (или стимулы), «если темпы экономического роста окажутся слишком малыми для того, чтобы снизить уровень относительной безработицы». В отношении инфляции регулятор выразил мнение о ее замедлении и вновь обозначил ожидание того, что она будет замедляться и в дальнейшем.

Что можно резюмировать? Во-первых, несмотря на продолжение согласования принципов exit strategy внутри ФРС, период ее начала не обозначен. И текущая ситуация в экономике нас в этом полностью убеждает. Во-вторых, повторим, что дискуссии о выходе из состояния мягкой монетарной политики вовсе не исключают дальнейшие стимулы экономики. Собственно, эти факторы и обусловили вчера вечером краткосрочный рост на американском рынке акций отдельных валютах против доллара и commodities сразу после публикации протокола.

Мы по-прежнему наблюдаем за ситуацией с занятостью и склоняемся к ожиданию новых стимулирующих мер. Наряду с этим мы полагаем, что условия для exit strategy до конца 2011 г. и первой половине 2012 г. не возникнут. В части возможности повышения ставки напомним, что в последние 50 лет ФРС не предпринимал данного шага (даже если не учитывать фактор отсутствия условий для повышения ставки Fed Funds сейчас – см. выше) до тех пор, пока ситуация на рынке труда не стабилизировалась.

Ситуация с госдолгом США: соглашение о повышении может быть достигнуто уже на текущей неделе

Рынок UST никак не реагирует на приближение 2 августа – даты, когда без повышения порога госдолга у США возникнут сложности с обслуживанием долга – в полной мере оправдывая в свете европейских неурядиц статус казначейских облигаций как защитного актива.

Тем не менее действующая администрация по мере приближения к названной дате заметно активизировалась в поиске консенсуса с республиканской партией, которая намерена блокировать голосование по вопросу повышения порога госдолга в Конгрессе без согласованного межпартийного решения о плановых цифрах сокращения дефицита бюджета в предстоящие годы.

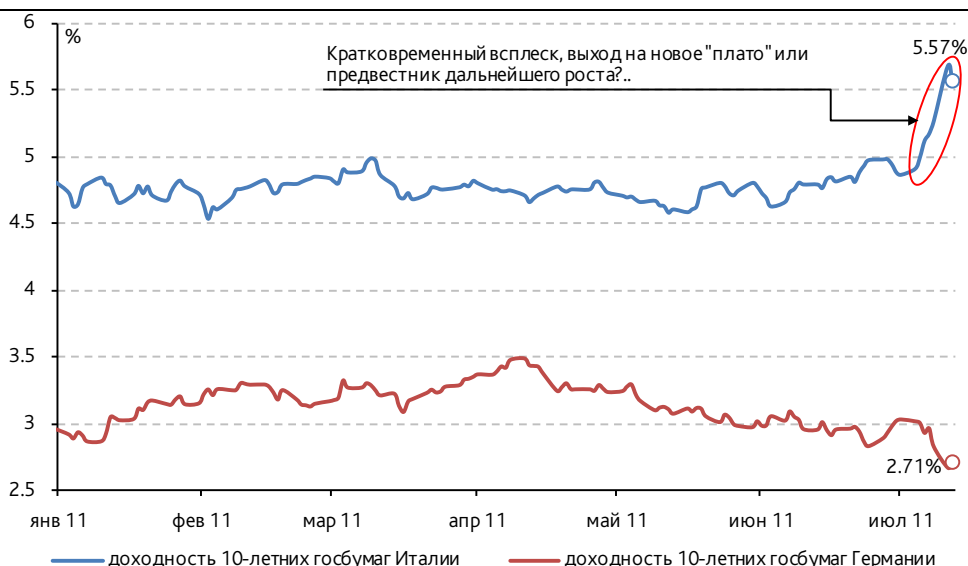
Как сообщает Reuters, даже если консенсус по цифрам сокращения дефицита не будет достигнут, действующая администрация получит поддержку от республиканцев на голосовании по данному вопросу – в этом, с некоторыми оговорками, состоит backup plan лидера республиканцев в Сенате М. МакКоннелла. Reuters сообщает о предстоящих сегодня в 00.00 МСК обширных переговорах президента Б. Обамы по вопросам госдолга – не исключено, что соглашение о повышении порога будет достигнуто уже на этой неделе.

ЕС созывает экстренный саммит, чтобы обсудить долговой кризис и проблемы Италии; Рим готов принять новые меры бюджетной экономии

Вновь накалившаяся ситуация на долговом рынке европейской «периферии» и раздающиеся с разных сторон призывы к ЕС незамедлительно предпринять серьезные шаги по купированию ситуации вылились в созыв экстренной встречи глав государств и правительств стран Евросоюза. В ходе назначенного на пятницу саммита европейские лидеры, как ожидается, основную часть времени уделят ситуации в Италии в контексте долгового кризиса в регионе.

Приводимый ниже график доходности 10-летних облигаций Рима наверняка вызовет дискуссию о приемлемости сравнения Италии с тройкой уже находящейся под финансовым зонтиком ЕС и МВФ стран. Наблюдаемый в последнее время всплеск доходностей вполне может оказаться временным явлением, равно как и «первым звоночком» для политиков. С нашей точки зрения, очевидным можно считать лишь один факт – итальянские гособлигации, доходность которых весь 2011 г. колебалась в пределах 4.5-5.0%, несмотря на наблюдавшиеся всплески негатива в Греции, Португалии и Ирландии, потеряли свой «тефлоновый» статус.

ДИАГРАММА. ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ГОСБУМАГ ИТАЛИИ И ГЕРМАНИИ, 2011 Г.



Источники: Bloomberg

Прошедший во вторник аукцион по годовым госбумагам Италии подтвердил данный тезис: доходность выстрелила сразу на 150 бп по сравнению с предыдущим размещением, имевшим место лишь месяц назад, и достигла максимального уровня с сентября 2008 г., составив 3.67%. Рынки восприняли размещение относительно позитивно, благодаря сохранившемуся спросу на бумаги Рима (коэффициент bid-to-cover составил 1.55 против 1.71 на предыдущем аукционе). Тем не менее среди участников появились слухи, что ЕЦБ после длительного периода бездействия возобновил покупки госбумаг проблемных стран, что не позволило доходности вырасти еще больше в ходе аукциона. Мы считаем, что более показательным будет аукцион по долгосрочным бумагам, намеченный на четверг.

Между тем, МВФ во вторник представил ежегодный доклад по экономике Италии. Основной посыл – предпринимаемые правительством страны меры бюджетной экономии позитивны, но их следует усилить для достижения поставленной планки дефицита бюджета ниже 3% к 2012 г. Власти Италии отчасти опередили рекомендации МВФ – министр финансов страны во вторник экстренно вернулся в Рим для продолжения консультаций в парламенте по вопросу пакета мер бюджетной экономии, а оппозиционные партии выразили готовность поддержать правительство в данном вопросе и принять закон уже на текущей неделе.

Таким образом, долговой рынок «периферии», а вместе с ним и мировые рынки в целом, впереди ждут дни повышенной волатильности, а определенный вектор движения может появиться в начале следующей недели – после саммита ЕС и публикации стресс-тестов европейских банков.

Moody's вошло во вкус: рейтинг Ирландии снижен до «мусорного» уровня; говорить о необходимости второго пакета помощи пока преждевременно

Агентство Moody's, неприятно удивившее на прошлой неделе рынки снижением рейтинга Португалии сразу на четыре ступени, во вторник перевела еще одну проблемную страну еврозоны в неинвестиционную категорию. Рейтинг Ирландии был понижен на одну ступень до «Ba1» с «негативным» прогнозом. Более того, эксперты агентства отметили, что стране может понадобиться еще один пакет финансовой поддержки от ЕС и МВФ.

Решение Moody's увело европейские рынки в красную зону, а курс евро к доллару сразу после появления новости в 23.25 МСК опустился ниже отметки 1.4, проседая в дальнейшем до 1.3960 доллара за евро.

С нашей точки зрения, примечательным выглядит обоснование снижения рейтинга Ирландии, которая в ближайший четверг должна получить положительный отзыв от ЕС и МВФ по итогам исполнения программы экономии за второй квартал. По мнению Moody's, решение было вызвано высокой вероятностью участия частного сектора во втором раунде «спасения» Ирландии. Это подтверждает высказанные нами ранее предположения, что привлечение частного сектора к помощи Греции откроет «ящик Пандоры» и заставит инвесторов с настороженностью относиться к долгам остальной «периферии».

Со своей стороны мы пока не видим необходимости во втором пакете финпомощи для Ирландии: согласно заявлениям властей, Дублин обеспечен финансированием вплоть до конца 2013 г. (безусловно, при соблюдении параметров ЕС/МВФ). Однако даже в том случае, если Ирландии все же потребуется помощь после завершения действия первого пакета, объем необходимого финансирования на 2014-2015 гг. составит лишь около EUR35 млрд. Это не представляется столь значительной суммой по сравнению с уже обсуждаемым вторым пакетом для Греции и тем более меркнет на фоне возможных вливаний в Италию.

Итоги торгов по еврооблигациям: распродажа, день второй; суверенные бумаги выглядели значительно лучше корпоративных

Долговые проблемы европейских стран и дешевеющая нефть второй день к ряду увеличили российский рынок еврооблигаций в отрицательную зону. Тем не менее суверенные выпуски РФ смотрелись относительно неплохо, что вселяет в нас надежду на их небольшой рост в ближайшее время в случае даже незначительного улучшения ситуации на внешних рынках.

Из нефтегазового сектора основное давление пришлось на долгосрочные еврооблигации Лукойла, потерявшие по итогам дня порядка 60-70 бп. Следом идут евробонды ТНК-BP: выпуски с погашением в 2018 и 2020 гг. подешевели на 50-60 бп. Во втором эшелоне лидерами падения стоимости стали евробонды ВымпелКома – **VimpelCom 18, 21 и 22** подешевели на 70-90 бп. Продажи шли и в бумагах Евраз – **Evrz 18N** откатился в цене на 50 бп. В банковском секторе снижение котировок было в целом достаточно равномерным и составило в среднем 50 бп по длинным выпускам. Высокая активность во вторник была сосредоточена в выпусках Сбербанка – **SberBank 17 и SberBank 21** подешевели на 50-70 бп.

Стойкость суверенного сегмента проявилась в снижении цены индикативного выпуска **Russia 30** лишь на 10 бп до 117.51% от номинала. Немного больше потерял рублевые евробонды – **Russia 18R** подешевел на 30 бп. Спред **Russia 30-UST10** сохранился почти на уровне закрытия понедельника и составил 157 бп.

Российский долговой рынок: в среду возможен небольшой подъем котировок, но серьезных оснований для роста пока нет

Российский долговой рынок, находившийся под давлением внешнего фона с начала текущей недели, может продемонстрировать небольшую положительную динамику на открытии торгов в среду. Во всяком случае, на такую возможность указывают рыночные индикаторы. Азиатские фондовые индексы торгуются в зеленой зоне на новостях из Китая: рост ВВП Поднебесной во втором квартале составил 9.5% против 9.7% в январе-марте при прогнозе в 9.3%, что указывает на пока успешную реализацию стратегии властей по «мягкой посадке» экономики. Позитива прибавляет также подорожавшая с момента закрытия основных торгов в России на USD1.5 нефть Brent. Верх смотрит и фьючерс на S&P 500 (+0.3%).

Тем не менее устойчивого роста котировок до конца недели мы не ждем, а возможный отскок в среду склонны будем рассматривать как временное явление, вызванное предшествовавшими распродажами и мотивацией участников торгов, образно описываемую формулой «могло бы быть и хуже».

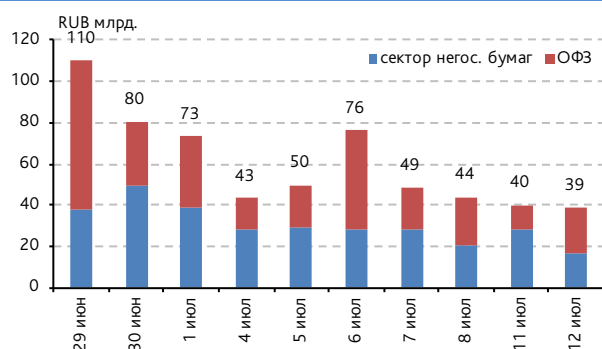
Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

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



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПТС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	8.1%
от 1 до 1.5 лет	7.8%
от 1.5 до 2 лет	6.1%
от 2 до 3 лет	23.2%
от 3 до 5 лет	34.6%
> 5 лет	20.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.15%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	6.85%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.89%	7.0
Банки	6.67%	1.5
Корп 1 эшелон	6.61%	2.5
Корп 2 эшелон	7.27%	2.0

Заметные продажи в средних и длинных ОФЗ продолжились; ориентиры Минфина не сулят размещения и половины объема на сегодняшнем аукционе ОФЗ 26205; Минфин сделает отдельный выпуск ОФЗ в пользу Банка Москвы для размещения средств помощи АСВ

Вчера Минфин дал ориентиры доходности по сегодняшнему аукциону **ОФЗ 26205** в объеме RUB30 млрд. Собственно, отсутствие премии было гарантировано еще накануне утром в рамках интервью главы долгового департамента Минфина К. Вышковского. Позже ведомство озвучило диапазон 7.85-7.90%. До появления официальных ориентиров сделки по бумаге шли с доходностью 7.97-8.01%, после обнародования диапазона рыночные ставки подтянулись до 7.93-7.94%. Мы не думаем, что при озвученном диапазоне Минфину удастся разместить даже половину предложения – на сей раз поддержки в виде притока ликвидности от погашения старых выпусков ОФЗ нет, да и внешняя конъюнктура не благоволит походу в «длину». На вторичке вчера выпуск закрылся практически на уровне понедельника (в терминах средневзвешенной цены) – 98.57% от номинала.

В целом продажи на рублевом рынке вчера продолжились: средние и длинные выпуски ОФЗ просели на 10-45 бп по средневзвешенным ценам.

В вышеупомянутом интервью К. Вышковского появилась **большая определенность** относительно схемы размещения Банком Москвы средств помощи Агентства по страхованию вкладов в ОФЗ. В пользу банка будет размещен отдельный выпуск ОФЗ. На текущем этапе нам непонятно, будет ли это рыночный выпуск, который впоследствии появится на рынке, либо бумага вроде ГСО, не являющаяся рыночным инструментом.

Наряду с этим представитель ведомства заявил о том, что программа заимствований останется неизменной. Видимо, неизменным следует считать и план заимствований через ОФЗ на 3К 2011 г. в объеме RUB350 млрд. При этом фраза о снижении «необходимости обращаться к рынку за привлечением ресурсов» за счет сделки с Банком Москвы, видимо, означает, что премий от Минфина на предстоящих размещениях не следует ждать и вовсе.

Газпромбанк (ВааЗ/ВВ/NR) установил купон на уровне 6.75% по новому выпуску облигаций; не рассчитываем на активный рост котировок на вторичном рынке

Вчера Газпромбанк закрыл книгу заявок инвесторов на покупку облигаций серии БО-2, установив купон на уровне 6.75%. Напомним, что в ходе маркетинга ориентировочный диапазон по купону был понижен с 6.9-7.1% до 6.75-6.90%, т.е. закрытие книги произошло по нижней границе. Техническое размещение RUB10 млрд. облигаций назначено на 18 июля.

Установленные параметры предполагают УТР 6.86% к 2-летней оферте, обеспечивая премию к кривой ОФЗ около 100 бп. Мы не рассчитываем на существенный рост котировок бумаг на вторичном рынке, считая предложенную доходность близкой к справедливому значению. Так, чуть более длинный **Газпромбанк БО-1** торгуется на 100 бп выше суверенной кривой на диапазоне 2.5 лет.

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru



Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Денежный рынок

События денежного рынка

13 июл	Аукцион ОФЗ 26205 на RUB30 млрд. (расчеты в день аукциона)
14 июл	Аукцион ОБР-20 на RUB500 млрд. (расчеты на след. день)
15 июл	Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды (до RUB250 млрд.)
20 июл	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)
20 июл	Уплата 1/3 НДС за 2К 2011
25 июл	Уплата акцизов и НДС за июнь

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/3.75	3.25	3.85	3.25/3.60
2-й круг	3.65/4.15	3.25	4.00	3.50/4.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.50-4.00	3.65-3.85	3.25-3.60

На аукционе Минфина по размещению бюджетных средств банки взяли только RUB3.5 млрд.; ликвидность и ставки по-прежнему на месте

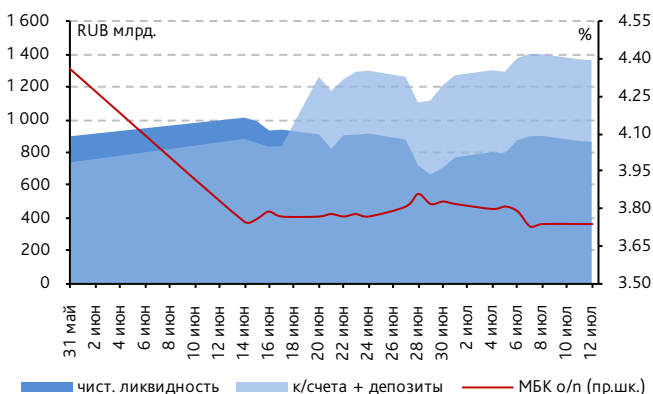
Движения в ликвидности по итогам вторника вовсе не было – величина чистой ликвидной позиции выросла всего на RUB0.6 млрд. (до RUB866.8 млрд.). Объем депозитов снизился на RUB8.0 млрд. до RUB728.1 млрд., корсчета выросли на RUB8.6 млрд. до RUB635.6 млрд. На аукционе Минфина по размещению бюджетных средств на депозиты на срок 2 месяца из RUB10 млрд. было размещено RUB3.5 млрд. – средневзвешенная ставка размещения составила 3.98% при минимальной 3.95%.

Ставки рынка ожидаемо по-прежнему на месте. Однодневный МБК для банков первого круга вчера на закрытие дня находился на уровне 3.25-3.60%. Средневзвешенная ставка по итогам вторника по свопам USD/RUB овернайт составила 3.6%. Фондирование через междилерское РЕПО на 1 день под залог ОФЗ осталось на уровне 4.11%, под залог облигаций 1 эшелона – 3.98%.

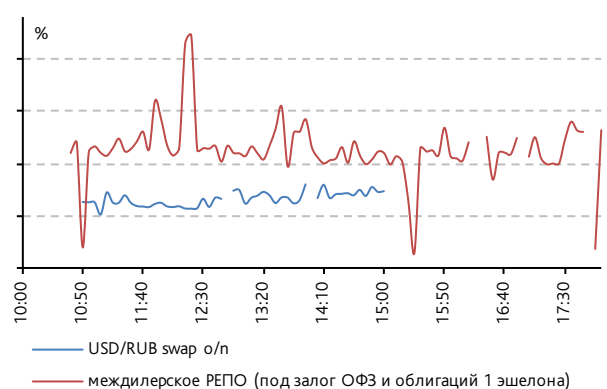


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



 Кредитные комментарии

Распадская: ВЭБ назван возможным покупателем компании; качественно иной уровень риска по евробонду угольной компании в случае сделки подтверждает благоприятный исход для кредиторов

Вчера Интерфакс, цитируя неназванные источники, сообщил о том, что новым возможным покупателем 80% акций Распадской может стать ВЭБ. По данным источников агентства, Банк развития выступит покупателем компании в связи с тем, что все конкуренты на покупку компании уже отказались от сделки. При этом ВЭБ может заплатить существенную премию к цене акций, которая наблюдалась на рынке до объявления новости – порядка 25-35%. Таким образом, банк готов заплатить до USD5.3 млрд. за 80% акций.

КОММЕНТАРИЙ

Как и прежде, когда появлялись сильные претенденты на покупку – Северсталь, НЛМК, Arcelor Mittal – общий вывод скорее позитивен для держателей евробондов компании. Преимущество подобных сделок в том, что Распадская получила бы сильного акционера, который вряд ли позволит компании допустить проблемы с публичным долгом вскоре после ее покупки. Риски, упоминавшиеся нами не раз, также остаются неизменными: привлеченные на сделку средства могут быть отчасти переведены на баланс самой Распадской. Тем самым, долговая нагрузка угольной компании может существенно вырасти.

Что же нового в появлении ВЭБа в качестве возможного покупателя? По сути, основное отличие лишь одно, но очень существенное. В случае если ВЭБ становится держателем контрольного пакета акций Распадской, то согласно Проспекту к выпуску евробондов **VEB 20** угольная компания может рассчитывать на звание Principal Subsidiary, так как ее выручка составляет более 10% от валовой консолидированной выручки ВЭБа. А это означает, что дефолт по евробондам Распадской (чисто гипотетически), привел бы к кросс-дефолту по бумагам ВЭБа.

По итогам 2010 г. выручка Распадской в суммарном показателе для банка и компании составила 10.9%. При этом мы ориентировались на наше консервативное понимание валовой выручки для ВЭБа (процентные доходы + непроцентные доходы). Таким образом, даже если методология банка несколько отличается от нашей, это не должно изменить ситуацию. Более того, учитывая рыночную конъюнктуру 1П 2011 г., выручка Распадской скорее всего вырастет существенно, чем у ВЭБа. Тем самым, к маю 2012 г., когда наступит погашение **Raspadskaya 12**, статус Principal Subsidiary сохранится за Распадской, в случае если покупка таки состоится.

Стоит, конечно, сделать оговорку на возможность завершения сделки до этого периода. К тому же сохраняется риск того, что ВЭБ перепродаст актив после покупки, так как Распадская стала бы непрофильным активом для банка. Однако вряд ли это состоится в ближайший год – стоимость компании по меркам всех возможных претендентов была чересчур завышена, а ВЭБ в свою очередь вряд ли захочет выходить из сделки с убытком.

В случае же с Северсталью (в качестве возможного покупателя) указанная тонкость вряд ли стала бы преимуществом для Распадской. Исходя из условия проспекта **Severstal 17**, Распадская не проходила по критериям Material Subsidiary и, соответственно, риск по евробондам угольной компании чисто юридически оставался бы stand-alone.

Вряд ли единственный евробонд Распадской выстрелит после данной новости, так как настроения инвесторов и так не предрекали каких-либо проблем. Это было видно из котировок бумаги выше номинала. В связи с этим, мы не рекомендуем покупать **Raspadskaya 12**. По сути, возможная покупка компании ВЭБом лишь подтвердила бы защитный характер инструмента.

Помимо Распадской данная новость окажет также положительное влияние и на Евраз, которому сейчас принадлежит 40% акций. В случае продажи компания сможет выручить USD2.7 млрд. и, тем самым, существенно улучшить свой кредитный профиль.

Распадская	B1/B/NR
МСФО, 2010	
Выручка, USD млн.	705
EBITDA margin	49%
Долг/EBITDA	0.9



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

ФАС выставила необходимые условия КЭС-Холдингу для осуществления консолидации энергетических активов; требования для сделки с Газпромом могут быть еще жестче

По сообщению Ведомостей, ФАС одобрила КЭС-Холдингу консолидацию всех энергетических активов на базе ТГК-9, однако потребовала от компании избавиться от части активов до 1 января 2013 г.

КОММЕНТАРИЙ

В предписании ФАС указывается, что после завершения консолидации КЭС-Холдинг должен будет продать 2 ТЭЦ, входящие в ТГК-7 (совокупная мощность около 950 МВт), или снизить долю в ТГК-6 или ТГК-7 ниже контрольной. Холдинг не раскрывает точных долей в обеих компаниях, однако предписание ФАС подтверждает наличие контрольных пакетов в них у КЭС-Холдинга.

На наш взгляд, наиболее вероятным исходом окажется продажа пакета акций в ТГК-6. Во-первых, этот актив менее привлекателен по сравнению с ТГК-7, которая в свою очередь является одной из самых эффективных ТГК в стране; во-вторых, претендент на долю в этой компании уже имеется. Ранее государственная Интер РАО после объявления о намерении КЭС-Холдинга и Газпром энергохолдинга объединить свои энергетические активы заявляла, что хотела бы получить контроль над одной из ТГК, принадлежащих КЭСу. На конец 2010 г. Интер РАО владела долями в ТГК-6 и ТГК-7 в размере 26.1% и 32.4% соответственно, поэтому именно эта компания была бы главным претендентом на долю КЭС в одной из этих ТГК.

Нынешняя позиция ФАС относительно консолидации энергетических активов может служить наглядным примером того, как регулятор может повести себя в случае объединения КЭС-Холдинга и Газпром энергохолдинга (подробнее о сделке см. «Навигатор долгового рынка» от 07.07.2011). На наш взгляд, ФАС может потребовать от обеих компаний избавиться от существенной части генерирующих активов, что, в конечном счете, может поставить целесообразность объединения под вопрос. На данном этапе мы в большей степени склоняемся к тому, что сделка между КЭС-Холдингом и Газпром энергохолдингом будет завершена, даже в случае внесения изменений в ее условия.

Облигации ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9 в среднесрочной перспективе имеют потенциал снижения доходности еще на 40-50 бп, однако эти бумаги в конце прошлой недели уже продемонстрировали курсовой рост на 50-60 бп, поэтому до прояснения перспектив слияния КЭС и Газпром энергохолдинга эти бумаги не будут демонстрировать опережающей рынок динамики.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-28-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Ferrexpo: обыски в офисах компаний основного владельца – проявление политического риска; бумаги компании и банка Финансы и Кредит будут в ближайшее время подвержены негативной динамике

Позавчера Служба Безопасности Украины провела обыски в офисах компаний холдинга Финансы и Кредит, принадлежащего украинскому бизнесмену Константину Жеваго. Сначала следователи прибыли в офис шинной компании Росава, затем в банк Финансы и Кредит. Многие эксперты указывают в качестве наиболее вероятной причины давление властей страны на находящегося в оппозиции Жеваго.

КОММЕНТАРИЙ

Политические риски – неотъемлемый элемент, сопутствующий инвестированию в развивающиеся рынки. В начале 2010 г., когда прошли президентские выборы, рынок повернулся лицом к эмитентам Украины. Евробонды компаний стали постепенно возвращаться к номиналу с уровнем, иногда доходящих до 20-30%. Сейчас подавляющее большинство бумаг страны торгуется выше номинала, что говорит о стабильном восприятии рисков Украины зарубежными инвесторами.

Многие СМИ указывают на то, что г-н Жеваго фактически остался одним из немногих состоятельных оппозиционеров Украины. Это означает, что проблема вряд ли разрешится сама собой. Скорее всего, опасения инвесторов сохранятся, а евробонды Ferrexpo и банка Финансы и Кредит будут и дальше снижаться в стоимости. Вчера они были явными аутсайдерами среди украинских бумаг, подешевев более чем на 1.5 п.п.

Ferrexpo	B2/B+/B
МСФО, 2010	
Выручка, USD млрд.	1.3
EBITDA margin	45%
Долг/EBITDA	0.7

Впрочем, одним из выходов для г-на Жеваго относительно своего наиболее публичного актива – Ferrexpo – является продажа контрольного пакета в компании одному из мировых горно-металлургических гигантов. Напомним, что в последние месяцы активно обсуждается возможность сделки с Rio Tinto, BHP Billiton или Arcelor Mittal. Пожалуй, в текущих условиях это стало бы наилучшим сценарием для обеспечения стабильного восприятия рисков компании. Мы рекомендуем инвесторам пристально следить за развитием событий и покупать бумагу **Ferrexpo 16** в случае благоприятного завершения сделки.



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

Дирекция анализа долговых рынков

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

Дирекция финансовых рынков

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

Руководитель дирекции

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

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов
+7 495 647-25-98
dmitry.igumnov@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

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

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.turmyshhev@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 Правилах 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 являющимися 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.