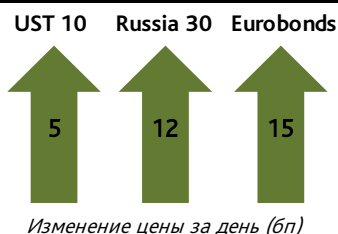


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

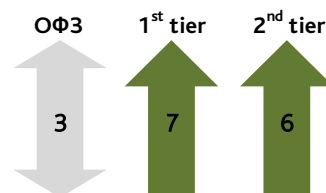
- 🕒 **ФРС** опубликовал еженедельные данные по балансу – впервые за многие недели видим сокращение в связи с завершением QE2; вложения нерезидентов в UST по-прежнему растут
- 🕒 **Спасение Афин, версия 2.0:** компромиссные решения саммита еврозоны по Греции будут эффективными лишь при успехе реформ внутри страны
- 🕒 **Fitch** изменило прогноз по рейтингу **Украины** (B2/B+/B) на «позитивный», а **Moody's** снизило рейтинг **Беларуси** (B3/B/NR) до «B3»; опережающего роста в госбумагах Украины не ждем, евробонды Беларусии в пятницу могут просесть
- 🕒 **Итоги торгов по еврооблигациям:** внешний позитив поддержал рынок во второй половине дня; хороший рост показали бумаги Вымпелкома и новые выпуски Металлоинвеста и Северстали
- 🕒 **Открытие торгов по еврооблигациям:** итоги европейского саммита поддержат рынок, но бурного роста не прогнозируем



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- 🕒 Активность на рублевом рынке после всплеска в среду вновь сошла на нет; незначительные снижения в **ОФЗ 25075** и **ОФЗ 26204**; вне сектора госбумаг покупки в отдельных длинных выпусках
- 🕒 **ЮТэйр** откроет книгу на новый выпуск рублевых облигаций; уязвимое финансовое состояние компании выльется в премию ко вторичному рынку
- 🕒 **Ликвидность** сокращается по мере налоговых платежей; ждем ответного роста ставок денежного рынка
- 🕒 **ОТП Банк** сегодня откроет книгу заявок инвесторов на приобретение нового выпуска 3-летних облигаций серии БО-1 на сумму RUB5 млрд.; индикативная ставка по купону озвучена в диапазоне 8.00-8.25%, или YTM 8.16-8.42%, что выглядит, на наш взгляд, интересно

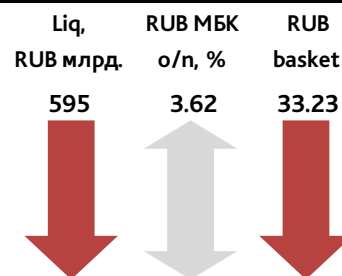


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- 🕒 **Беларусь** завершила оценку своей доли в СП с МТС; ожидания по стоимости актива завышенные, но **МТС** готова продолжать переговоры о получении контроля над всей компанией
- 🕒 **ЧТПЗ** покупает долю производителя ниобия; подобные финансовые инвестиции на фоне слабости кредитного качества и неудачного IPO должны еще больше насторожить инвесторов
- 🕒 **Севкабель** признан банкротом; главную скрипку играют 2 крупнейших банка-кредитора; держателям облигаций Севкабель-3 стоит окончательно смириться с потерями

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Российская макроэкономика

- 🕒 **Международные резервы поднялись** в цене благодаря золоту, ценным бумагам и покупкам ЦБ; рубль может подрасти из-за улучшения капитального счета

Макроцифра

USD528.5 млрд. – международные резервы РФ

Последние обзоры

- 15 июля Металлоинвест дает премию. Железно!
- 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.

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

19:00 Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD0.5-1 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	191	-8
UST10	▲	3	+0.05
Russia 30 - UST 10	▼	135	-7
EUR/USD	▲	1.4421	+1.4%
Oil (Brent)	▼	117.9	-0.3%
VIX	▼	17.56	-1.53

ФРС опубликовал еженедельные данные по балансу – впервые за многие недели видим сокращение в связи с завершением QE2; вложения нерезидентов в UST по-прежнему растут

Вчера ФРС обнародовал традиционные еженедельные данные по своему балансу. Впервые за долгое время он сократился: в терминах среднечасового уровня за неделю 14-20 июля активы ФРС снизились на USD4.23 млрд. до USD2915 млрд.

Общее сокращение баланса было вызвано отрицательным изменением по портфелю ценных бумаг, находящихся в структуре американского центробанка. Так, объем ипотечных ценных бумаг (mortgage-backed securities – MBS) уменьшился на USD3.8 млрд. до USD905 млрд.

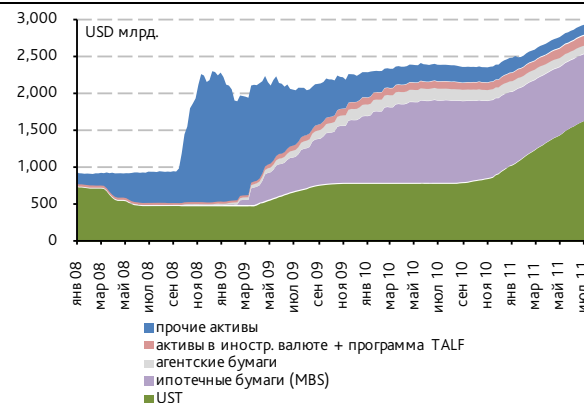
Прекращение увеличения баланса ФРС связано с завершением выкупа UST в рамках второго этапа количественного смягчения 30 июня. Отметим, что реинвестирование в UST поступлений от погашения иных типов ценных бумаг, присутствующих на балансе ФРС, продолжается. Решение о продолжении реинвестирования ФРС принял на июньском заседании с целью поддерживать совокупный объем портфеля ценных бумаг на балансе в объеме примерно USD2.6 трлн.

За прошедшую неделю объем UST на депозитарных счетах нерезидентов, открытых в ФРС, продолжил расти (+USD3.18 млрд.), что выразилось в отсутствии каких-либо продаж в американских казначейских облигациях. На горизонте одного месяца мы по-прежнему ожидаем продолжения движения **UST10** в достаточно узком диапазоне 2.90-3.10% в терминах доходности, не исключая локальных снижений до 2.80%.

ДИАГРАММА 1. НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ, ОТКРЫТЫХ В ФРС, И ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2010 – ИЮЛЬ 2011



ДИАГРАММА 2. АКТИВНАЯ ЧАСТЬ БАЛАНСА ФРС: УКРУПНЕННЫЕ СТАТЬИ, ЯНВАРЬ 2008 – ИЮЛЬ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Board of Governors of Federal Reserve System, Reuters, НБ «Траст»

Источник: Board of Governors of Federal Reserve System

В межпартийных дискуссиях о повышении порога госдолга США президент Б. Обама вчера призвал республиканских представителей к более активной и плодотворной работе, не дав никакой информации о каких-либо промежуточных итогах переговоров. Тем не менее, каких-либо сомнений в достижении договоренности о повышении планки по госдолгу до 2 августа у рынков по-прежнему совершенно не чувствуется.

Спасение Афин, версия 2.0: компромиссные решения саммита еврозоны по Греции будут эффективными лишь при успехе реформ внутри страны

Состоявшийся накануне саммит еврозоны как нельзя лучше отражает суть европейской идеи – компромисс. Лидеры Старого Света, пожертвовав каждый своими, ранее казавшимися непоколебимыми принципами, все же утвердили второй пакет помощи Греции, общий объем которого, с учетом участия частного сектора, составит почти EUR160 млрд. Отметим основные параметры нового bailout:

- Афины до середины 2014 г. получат EUR109 млрд. кредитов из средств Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) и от МВФ на рефинансирование долга, докапитализацию банков и улучшение показателей залоговых активов на случай кратковременного выборочного дефолта по госбумагам страны.
- Ставки по кредитам Греции (а также Ирландии и Португалии) будут снижены примерно до 3.5% с текущих 4.5-5.8%, а сроки – удлинены как минимум до 15 лет с нынешних 7.5 лет.
- EFSF и его преемник, Европейский стабилизационный механизм (ESM), который начнет работу в середине 2013 г., получат право покупки гособлигаций на вторичном рынке (правда, лишь с разрешения ЕЦБ), а также будут иметь возможность предоставлять «превентивные» кредиты для стран, способность которых выйти на рынок госдолга окажется под сомнением. Кроме того, средства фондов смогут направляться на докапитализацию фининститутов через кредиты правительствам.
- Частному сектору будет предложено четыре варианта «помощи» Греции: три предполагают обмен греческих гособлигаций на более длинные, а четвертый – перенаправление средств от погашаемых бумаг в новые бонды сроком до 30 лет. Ожидается, что в итоге сумма участия частных кредиторов составит EUR50 млрд. до середины 2014 г., а всего до 2019 г. – около EUR106 млрд.
- Для Греции будет подготовлен своего рода «план Маршалла», направленный на перезапуск экономики за счет средств структурных фондов ЕС.

Судя по реакции рынка, наблюдаемый в данный момент успех саммита можно считать очевидным. Курс евро одновременно поднимался до 1.4417 доллара за евро против уровня 1.4260 накануне. С утра в пятницу за евро предлагают 1.4388 доллара. Долговой рынок «периферии» также с воодушевлением воспринял итоги брюссельской встречи. Доходность 10-летних бумаг Греции упала на 90 бп до 16.65%, а показатели для Италии и Испании сократились почти на 30 бп, причем доходность испанских гособлигаций опустилась ниже 6% впервые на текущей неделе.

Тем не менее, мы считаем, что бурная положительная реакция рынка вскоре может сойти на нет – в мае прошлого года первый bailout помог разрядить ситуацию лишь ненадолго. Основным риском для второго пакета помощи мы считаем сложности при проведении реформ в Греции. Очередные жесткие меры бюджетной экономии, принятые Афинами совсем недавно, помимо сопротивления со стороны общества могут столкнуться еще и с тем, что экономить, собственно, будет уже не на чем. Европейски «план Маршалла» как идея выглядит безупречно, но для него потребуются не только и не столько финансовые ресурсы извне, сколько изменения в социально-экономических отношениях в самой Греции.

Расширение же полномочий EFSF, одобренное главами государств и правительств еврозоны, предстоит теперь одобрить европейским парламентам, и, в нашем понимании, голосование по данному вопросу в Германии, Голландии и Финляндии, даже несмотря на «подсластитель» в виде участия частного сектора в bailout, будет проходить со скрипом. Открытым для нас остается и вопрос «морального» заражения Ирландии и Португалии, а также Италии и Испании в случае даже кратковременного дефолта Греции и в целом из-за операции по «добровольному» участию частных кредиторов в спасении Афин. Заверения политиков в том, что данный подход применяется единственно и только для Греции могут быть вполне справедливо не услышаны рынками – за время долгового кризиса инвесторы уже успели убедиться в крайней изменчивости позиций еврочиновников.

В целом решения саммита представляются нам пусть и не слишком решительным (что является нормой для Европы), но все же шагом в правильном направлении. Фактическое создание «Европейского валютного фонда» в лице EFSF/ESM, увеличение финансовой взаимозависимости стран еврозоны, а также упомянутая отдельными политиками в положительном свете идея единых для валютного союза гособлигаций дает определенные надежды. Однако прощаться с долговым кризисом в регионе, очевидно, рано. Убеждены – рынки еще не раз сотрясут новости из Афин.

Fitch изменило прогноз по рейтингу Украины (B2/B+/B) на «позитивный», а Moody's снизило рейтинг Беларуси (B3/B/NR) до «B3»; опережающего роста в госбумагах Украины не ждем, евробонды Беларуси в пятницу могут просесть

Агентство Fitch в четверг изменило прогноз суверенного рейтинга Украины «B» на «позитивный» со «стабильного», отметив вероятное сокращение дефицита бюджета в 2011 г., а также хорошие перспективы переговоров эмитента с МВФ на фоне принятия Киевом в июле непопулярной пенсионной реформы.

Мы уже отмечали позитивный эффект для Украины, вызванный одобрением парламентом страны пенсионной реформы и указывали на возможность возобновления кредитования Киева со стороны МВФ уже осенью этого года. Суверенные евробонды Украины отреагировали бурным ростом на информацию о пересмотре прогноза. Наиболее активно торгуемые выпуски **Ukraine 20** и **Ukraine 21** по итогам торгов «выстрелили» на 70 и 90 бп соответственно. Тем не менее дальнейшего роста на данном факторе мы не ждем и ставим вероятность удорожания госбумаг в зависимость от внешней конъюнктуры.

Между тем также в четверг другое агентство, Moody's, понизило суверенный рейтинг Беларуси до «B3» с «B2», прогноз – «негативный». Причиной в агентстве назвали ограниченность внешней помощи, а также последствия дефицита инвалюты и существенной девальвации белорусского рубля. С нашей точки зрения, нового притока средств в республику можно ждать ближе к концу года, когда должны возобновиться переговоры о продаже Газпрому оставшейся 50% доли Белтрансгаза за USD2.5 млрд. О продаже другого актива, госдоли в совместном предприятии с МТС, говорить, в нашем понимании, пока преждевременно (подробнее см. секцию Кредитные комментарии).

Суверенные евробонды республики накануне не успели отыграть данную информацию (на ленте Reuters «молния» о снижении рейтинга появилась лишь в 20:20 МСК). Выпуски **Belarus 15** и **Belarus 18** подорожали на 30 и 20 бп соответственно. Мы ждем негативной динамики по бумагам Беларуси на сегодняшних торгах.

Итоги торгов по еврооблигациям: внешний позитив поддержал рынок во второй половине дня; хороший рост показали бумаги Вымпелкома и новые выпуски Металлоинвеста и Северстали

Торги четверга на российском рынке еврооблигаций, начавшиеся с разнонаправленной динамики, завершились все же преимущественно в зеленой зоне, а основная активность сосредоточилась в бумагах Вымпелкома. Увеличение цены суверенных евробондов РФ было умеренным.

В нефтегазовом секторе второй день подряд наблюдался почти полный штиль. Небольшую активность показал выпуск **Gazprom 14**, подешевевший на 10 бп. Снижение котировок прошло в длинных бумагах газового монополиста и на дальнем конце кривой ТНК-ВР, однако в обоих случаях оно не превысило 10 бп. Евробонды Лукойла немного подросли в цене – также в пределах 10 бп. Лидером роста во втором эшелоне стали евробонды ВымпелКома, продемонстрировавшие фронтальный рост на 10-60 бп. Выигрышно на фоне остальных смотрелись и бумаги металлургов – «свежие» **MetalloInvest 16** и **SeverStal 16**, а также **SeverStal 17** прибавили по итогам дня по 30 бп. В банковском секторе продолжились покупки в евробондах Банка Москвы, однако уже не такие активные как днем ранее – выпуски подросли на 30-40 бп. Долгосрочные выпуски ВТБ также завершили четверг в плюсе – на 10-20 бп.

В суверенных бумагах первая половина дня прошла под знаком продаж – стоимость индикативного выпуска **Russia 30** опускалась на 10 бп, а спред **Russia 30-UST10** расширялся до 145 бп. Однако после 15:00 МСК рынок поддался позитивным ожиданиям итогов саммита еврозоны и пошел вверх. В итоге **Russia 30** завершила день на уровне 118.19% от номинала (+12 бп за день), а спред **Russia 30-UST10** сжался до 135 бп (-7 бп).

Открытие торгов по еврооблигациям: итоги европейского саммита поддержат рынок, но бурного роста не прогнозируем

Позитив, царящий на мировых торговых площадках и вызванный итогами саммита еврозоны, скажется в пятницу и на российском рынке еврооблигаций. Азиатские фондовые индексы уверенно растут, а фьючерс на S&P 500 прибавляет почти 0.3%. Стоимость барреля Brent колеблется около USD118, что немного ниже уровня на закрытии основных торгов в России накануне. Публикаций важных статданных на сегодня не намечено ни в США, ни в Европе. Тем не менее влияние на настроения инвесторов могут оказать отчетности General Electric и McDonalds. Мы ждем открытия торгов по российским еврооблигациям в плюсе, однако бурный рост котировок вряд ли будет оправдан.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

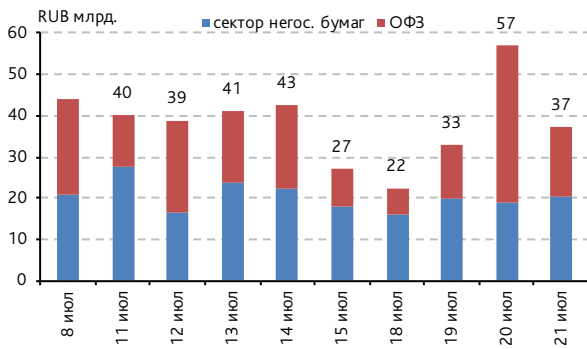
roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

Дюрация	Процент
от 0 до 1 года	11.3%
от 1 до 1.5 лет	16.3%
от 1.5 до 2 лет	4.1%
от 2 до 3 лет	19.4%
от 3 до 5 лет	36.5%
> 5 лет	12.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.17%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	6.94%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.82%	7.0
Банки	7.03%	1.5
Корп 1 эшелон	6.60%	2.5
Корп 2 эшелон	7.27%	2.0

Активность на рублевом рынке после всплеска в среду вновь сошла на нет; незначительные снижения в ОФЗ 25075 и ОФЗ 26204; вне сектора госбумаг покупки в отдельных длинных выпусках

Рост оборотов на внутреннем долговом рынке в среду в связи с аукционом **ОФЗ 26206** вчера сошел на нет – в итоге объем сделок в основном и адресном режимах составил менее RUB40 млрд.

В госбумагах особых ценовых движений не было, разве что снижение в **ОФЗ 26204** и **ОФЗ 25075** (-8-10 бп по средневзвешенной цене). В итоге 7-летний выпуск ушел к номиналу.

В корпоративных выпусках значительная часть интереса участников в гонке за доходностью концентрируется в длинных выпусках – это характерно и для первого, и для второго эшелонов. Уже достаточно долго не менее половины объема торгов на рублевых выпусках концентрируется в дюрации свыше 3 лет (см. таблицу выше). На торгах в среду ликвидный рынок присутствовал в **РусГидро-1** (+18 бп по цене), во втором эшелоне заметно покупался **Мечел-19** (+41 бп) и **МТС-7** (+15 бп). Ликвидности и заметного движения в цене по недавно вышедшему на вторичный рынок **Газпромбанк БО-2** вчера не было.

ЮТэйр (NR) откроет книгу на новый выпуск рублевых облигаций; уязвимое финансовое состояние компании выльется в премию ко вторичному рынку

Вчера ЮТэйр сообщила, что 28 июля разместит новый выпуск обыкновенных облигаций объемом RUB1.5 млрд. и сроком обращения 5 лет. Книга заявок была открыта вчера и закроется в 15:00 уже сегодня. Отсутствие маркетинга говорит в пользу того, что размещение будет носить преимущественно технический характер.

Кредитное качество ЮТэйр остается уязвимым: долговая нагрузка в терминах «чистый долг / EBITDA» на конец 2010 г. составляла около 4.2x; программа инвестиций, направленная на масштабное обновление парка самолетов и вертолетов, неизбежно приведет к новым заимствованиям. В марте этого года менеджмент компании прогнозировал сохранение долговой нагрузки на уровне 4.2x, однако в эти оценки, на наш взгляд, заложены слишком оптимистичные предположения о росте операционных показателей в 2011 г. (+35% по выручке и +20% по EBITDA).

На вторичном рынке уже обращаются 5 выпусков ЮТэйр, которые не отличаются хорошей ликвидностью. Последнее размещение, проводившееся компанией в марте 2011 г., прошло крайне удачно – финальная ставка купона оказалась даже ниже маркируемого диапазона (9.00% годовых), что полностью лишило бумаги какого-либо потенциала курсового роста на вторичном рынке.

Учитывая, что нынешнее размещение, по всей видимости, будет носить технический характер, на высокую ставку по купону можно не надеяться – с большой вероятностью выпуск будет размещен без премии ко вторичному рынку, т.е. с доходностью на уровне 9.00-9.10% годовых для 3-летней бумаги (купон 8.80-9.00%). На наш взгляд, справедливая доходность, соответствующая кредитным рискам компании и рыночным рискам всей отрасли, должна быть как минимум на 100-120 бп больше.

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

25 июл	Завершение уплаты акцизов и НДС (RUB215-230 млрд.)
27 июл	Аукцион ОФЗ 25079 до RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)
27 июл	Выплата купонов по ОФЗ суммарным объемом в RUB7.1 млрд.
27 июл	Возврат Минфину RUB78.9 млрд. с депозитов банков (аукцион 09.02.2011)
27 июл	Возврат фонду ЖКХ RUB7.0 млрд. с депозитов банков
28 июл	Завершение уплаты налога на прибыль (RUB210-220 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.65/3.85	3.60	3.85	3.50/3.75
2-й круг	3.75/4.25	3.60	4.25	3.65/4.15

Динамика внутри дня (1-й круг)

	УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
	3.65-3.85	3.60-3.80	3.50-3.75

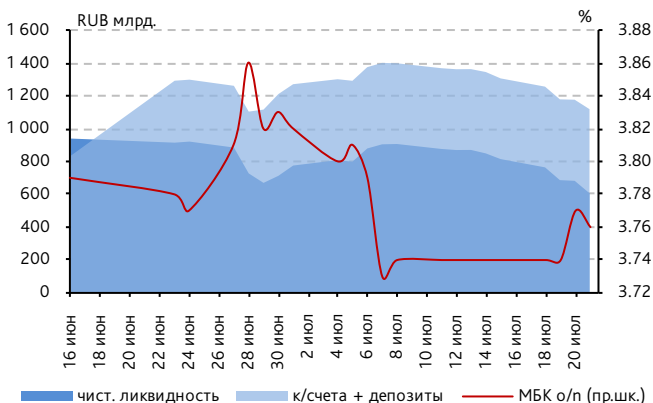
Ликвидность сокращается по мере налоговых платежей; ждем ответного роста ставок денежного рынка

В подготовке к налоговым платежам банки вчера нарастили корсчета на RUB14.7 млрд. (до RUB647.1 млрд.) за счет изъятия с депозитов в ЦБ RUB22.5 млрд. (до RUB463.8 млрд.). Небольшую разницу между этими цифрами в RUB7.8 млрд., вероятнее всего, абсорбировал валютный рынок, где вчера торговые обороты подскочили до USD5.2 млрд. против USD3.8 млрд. днем ранее. Итогом дня стало снижение суммарного объема остатков на корсчетах и депозитах до RUB1.11 трлн. Обязательства банков перед ЦБ остались практически неизменными, что позволило удержать чистую ликвидную позицию на уровне RUB594.7 млрд.

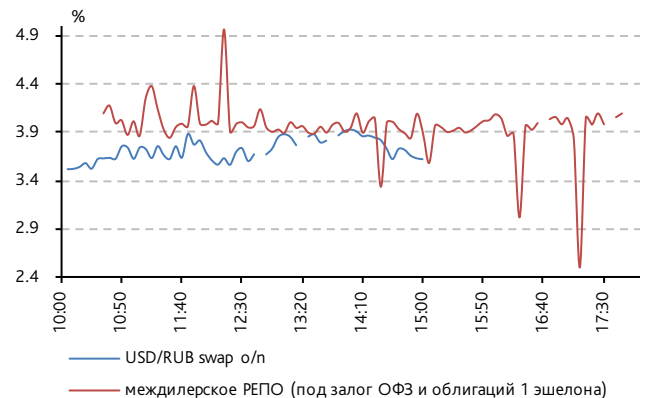
Ставки МБК овернайт для банков 1-го и 2-го круга отреагировали на продолжающееся снижение ликвидности ростом на 10-15 бп только в первой половине вчерашнего дня, а индикатор стоимости фондирования MosPrime отразил повышение ставок еще в среду – до 3.77% (3.76% в четверг). Однако уже к окончанию вчерашних торгов напряженность спала, и ставки овернайт по основным сделкам опустились до тех же 3.5-3.75%, что и накануне. На фоне налогового периода спросом пользуется междилерское РЕПО, о чем свидетельствуют повышенные торговые обороты соответствующего сегмента рынка. Основной интерес игроков вчера был устремлен в сторону сделок под залог 1-го эшелона, ставки по которым приподнялись до 4.0% (+7 бп к уровню закрытия накануне) при неизменной стоимости фондирования под залог ОФЗ в 4.12%.

Как мы и ожидали, из-за осложнения ситуации с ликвидностью **ОБР-20** оказались невостребованными и вчерашний аукцион заявленным объемом в RUB10.0 млрд. не состоялся. Отток ликвидности продолжится как сегодня, так и на следующей неделе в связи с уплатой НДС и акцизов (RUB215-230 млрд., до 25 июля) и налога на прибыль (RUB210-220 млрд., до 28 июля). Помимо налогов, общая сумма платежей по которым составит почти RUB450 млрд. до 28 июля., банкам необходимо вернуть 27 июля с депозитов RUB78.9 млрд. Минфину и RUB7.0 млрд. фонду ЖКХ, и это безотносительно того оттока средств, который может возникнуть на фоне размещения в ту же среду **ОФЗ 25079** объемом до RUB25 млрд.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Осознавая, что сочетание этих событий может вызвать некоторую напряженность на денежном рынке и подтолкнуть ставки вверх, Минфин, вероятнее всего, предложит сопоставимую сумму для размещения на депозиты банков 26 июля, что может несколько смягчить ситуацию, но полностью оттока ликвидности не перекроет. На этом фоне мы считаем возможным временное повышение ставок денежного рынка на следующей неделе в пределах 40 бп. – т.е. до 3.9-4.1% по МБК овернайт и 4.4% в сегменте междилерского РЕПО (подробнее см. [«Стратегия долговых рынков – июль 2011 г.»](#)).



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

Кредитные комментарии

Беларусь завершила оценку своей доли в СП с МТС; ожидания по стоимости актива завышенные, но МТС готова продолжать переговоры о получении контроля над всей компанией

Вчера председатель Госимущества Беларуси Георгий Кузнецов заявил, что российская МТС предлагает выкупить 51% долю в белорусской МТС, принадлежащую государственному Белтелекому. По оценке белорусских властей этот пакет должен стоить USD960-970 млн.

КОММЕНТАРИЙ

Оценка властями доли в белорусской МТС по-прежнему выглядит сильно завышенной, причем она фактически не изменилась с марта 2011 г., когда А. Лукашенко заявил, что 51% в СП стоит USD1 млрд. Российская МТС не собирается переплачивать и оценивает белорусскую долю в USD400-500 млн., а по цене, озвученной белорусскими властями, готова расстаться и со своей долей в СП.

Очевидно, что после проведения девальвации белорусского рубля оценка компании должна была серьезно скорректироваться, чего не произошло. Более того, по словам Г. Кузнецова, устав компании требует серьезной доработки, так как составлен таким образом, что инвестор, даже имеющий контрольный пакет акций, не может принимать стратегических решений по особенностям ведения бизнеса. Поэтому и продажа этого актива, очевидно, может затянуться.

Сам факт того, что торг продолжается, говорит о намерении сторон прийти к окончательному соглашению, однако белорусская сторона, по всей видимости, будет упорствовать до последнего. На данный момент Госимущество Беларуси подготовило документы для проведения аукциона по продаже своей доли в СП, однако при сохранении нынешней оценки компании вряд ли стоит ожидать его положительного исхода.

На наш взгляд, вероятность покупки российской стороной доли Беларуси в СП все же сохраняется, однако сделка не будет осуществлена в ближайшее время. Сейчас Беларусь сконцентрировалась на приватизации Белтрансгаза, и до завершения этой сделки нового витка переговоров и, как следствие, понижения оценки компании не последует. Для МТС покупка контроля в белорусском операторе за USD400-500 млн. не должна оказать негативного влияния на кредитное качество; без сомнения вся сделка сможет быть профинансирована из собственных средств компании.

Рублевые облигации МТС торгуются с дисконтом к бондам ВымпелКома в размере менее 30 бп, тогда как на рынке еврооблигаций этот спред превышает 50-60 бп, что, на наш взгляд, выглядит более справедливо.



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

МТС	Ва2/ВВ/ВВ+
<i>US GAAP, 1K 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	2.93
EBITDA margin	38%
Долг/EBITDA	1.5

ЧТПЗ покупает долю производителя ниобия; подобные финансовые инвестиции на фоне слабости кредитного качества и неудачного IPO должны еще больше насторожить инвесторов

Как сообщают Ведомости, группа ЧТПЗ купила 30%-ю долю в компании «Техноинвест альянс», занимающейся производством ниобия. Менеджмент ЧТПЗ ожидает, что инвестиция окупится за 3-5 лет при росте цен на металлы.

КОММЕНТАРИЙ

Менеджмент ЧТПЗ расценивает данную сделку как финансовую инвестицию, которая за 3-5 лет может окупиться благодаря росту цен на металлы. Кроме того, ЧТПЗ получит гарантированного поставщика ниобия, который применяется для производства высоколегированных сортов стали, используемых для труб большого диаметра (ТБД). Напомним, что ЧТПЗ в своих стратегических планах отмечала, что производство ТБД – одно из наиболее приоритетных направлений бизнеса.

ЧТПЗ заплатила за 30% «Техноинвест альянса» USD115 млн., что выглядит весьма существенной суммой на фоне очевидных финансовых проблем компании. На наш взгляд, М&А активность, а тем более в непрофильных направлениях бизнеса выглядит, по меньшей мере, не слишком оправданной в текущих условиях. 30%-я доля в компании не позволит ЧТПЗ осуществлять стратегическое управление предприятием; более того, блокирующий пакет может оказаться недостаточным для получения ощутимых привилегий в поставках ниобия.

ЧТПЗ	NR
<i>МСФО, 2010</i>	
Выручка, RUB млрд	85.4
EBITDA margin	20%
Долг/EBITDA	5.1

По словам менеджмента ЧТПЗ, «Техноинвест альянс» будет строить новую обогатительную фабрику на своем месторождении в Иркутской области, а это неизбежно уменьшит свободный денежный поток компании и, вероятно, потребует привлечения нового долга. Поэтому дивидендные выплаты акционерам могут оказаться несущественными. Кроме того, даже ожидания менеджмента ЧТПЗ в отношении отдачи от своей новой инвестиции выглядят весьма консервативно, особенно в свете того, что денежный поток компании хорошо бы восстанавливать в ближайшие 1-2 года, а не в диапазоне 3-5 лет.

На данный момент, кредитное качество ЧТПЗ остается откровенно слабым: показатель «Чистый долг / EBITDA» составил на конец 2010 г. более 4.9х, что для большинства металлургических компаний являлось критичным уровнем кризисного 2009 г. Компания полностью зависит от возможности рефинансирования своего долга у государственных банков. В 2011 г. ЧТПЗ предстоит рефинансировать более RUB45 млрд. долга, а это около 55% всего кредитного портфеля группы. Снижения долговой нагрузки в среднесрочной перспективе с большой вероятностью не произойдет: неудавшееся в этом году IPO заставило компанию отодвинуть его как минимум на 2 года.

На рублевом рынке облигаций относительно ликвидным можно считать только выпуск ЧТПЗ БО-1, который сейчас торгуется по цене около 102% от номинала. Невысокая дюрация (оферта по этому выпуску предусмотрена в декабре 2011 г.) лишает этот выпуск какой-либо возможности курсового роста. Однако сравнительно высокая абсолютная доходность (около 8.3% годовых) теоретически могла бы привлечь инвесторов, закрывающих глаза на кредитный анализ эмитентов. Мы считаем доходность выпуска ЧТПЗ БО-1 не соответствующей кредитным рискам компании и рекомендуем консервативным инвесторам сокращать позиции в нем.



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

Севкабель признан банкротом; главную скрипку играют 2 крупнейших банка-кредитора; держателям облигаций Севкабель-3 стоит окончательно смириться с потерями

КОММЕНТАРИЙ

Вчера была поставлена окончательная точка в публичной кредитной истории крупнейшего производителя кабеля в России – компании «Севкабель». После первого реального дефолта по выпуску облигаций **Севкабель-4** в конце мая 2009 г.. из облигаций резко ушла ликвидность, а котировки **Севкабель-3** на мизерных оборотах резко спикировали до 50-60% от номинала. В начале 2010 г. вроде бы забрезжил свет в деле восстановления кредитоспособности компании, и котировки, было, поднялись до 70-80%, однако за этим последовала длительная понижательная динамика. С наступлением октября 2010 г. по **Севкабель-3** прошли последние сделки по 20% от номинала, и с тех пор держатели стали готовиться к банкротству компании.

Разговоры о банкротстве компании начались предметно в 2011 г. Пальму первенства быстро перехватили крупнейшие кредиторы компании – Сбербанк и Банк «Санкт-Петербург». Мы думаем, что беззалоговые кредиторы Севкабеля должны смириться с нулевой отдачей от своих инвестиций в компанию. Вот лишь несколько фактов, иллюстрирующих то, что конкурсная масса при банкротстве едва ли как-то распределится в пользу небанковских кредиторов:

- Два необремененных залогами актива группы Севкабель – Донбасскабель и Молдавкабель – в течение 2011 г. были проданы номинально новым владельцам и, логично предположить, не будут участвовать в создании конкурсной массы распродаваемого имущества банкротящейся компании.
- Общий банковский долг Севкабеля огромен – порядка RUB19 млрд, причем 70% приходится на Сбербанк и банк «Санкт-Петербург». Согласно заявлению СЕО Сбербанка Германа Грефа Сбербанк заинтересован в продаже залога по проблемному кредиту, однако окончательных договоренностей о продаже, как пишут сегодня Ведомости, нет.
- Сбербанк в конце 2010 года продал татарстанскому холдингу «Инвэнт» часть своей кредиторки в Севкабеле с дисконтом в 50%.

Севкабель	NR
<i>Оценка РСБУ, 2010</i>	
Выручка, RUB млрд.	10.4
EBITDA margin	3-4.5%
Долг/EBITDA	>35

- Севкабель не раскрывает финансовые показатели ОАО «Севкабель» и группы уже 2 года, поэтому можно лишь давать оценки текущему финансовому положению компании. Мы считаем, что EBITDA margin Севкабеля не превышает 5%, а вот долговая нагрузка в терминах Долг/EBITDA превышает отметку в 30х. Мы думаем, что оценка бизнеса такой компании в несколько раз меньше ее долгов.



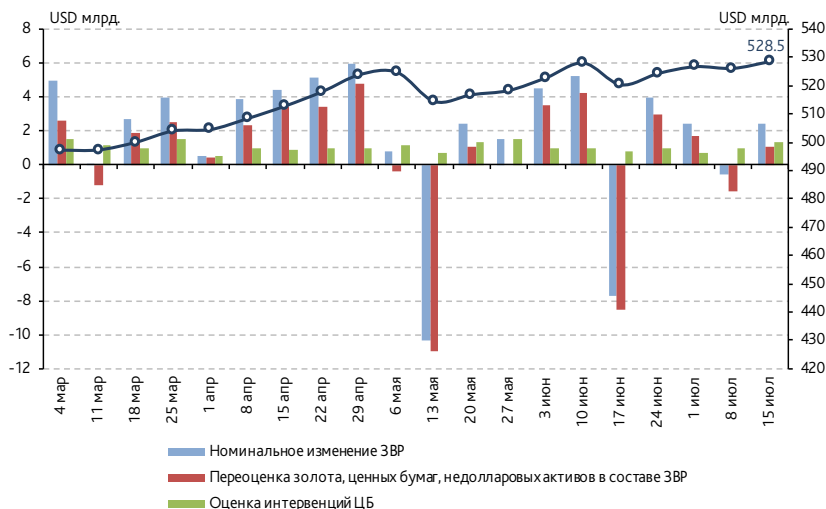
Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Российская макроэкономика

Международные резервы поднялись в цене благодаря золоту, ценным бумагам и покупкам ЦБ; рубль может подрасти из-за улучшения капитального счета

Согласно опубликованным вчера данным ЦБ, международные резервы РФ за неделю с 8 по 15 июля 2011г. выросли на USD2.4 млрд. до USD528.5 млрд., превзойдя максимум середины октября 2008 г.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ЗВР, 2010-2011



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

На фоне 1% падения курса евро к доллару, которое отняло у ЗВР, по нашим расчетам, около USD2.0 млрд., итоговый прирост международных резервов на минувшей неделе стал возможен лишь благодаря росту цен на золото (почти 5%), котировок ценных бумаг в составе резервов и покупок валюты ЦБ. В общей сложности отрицательная валютная переоценка (с поправкой на рост фунта, йены и канадского доллара) снизила резервы на USD1.2 млрд.

Удорожание золота и краткосрочных казначейских облигаций США, пополнившие кубышку, по нашим оценкам, на USD1.6 млрд. и USD0.75 млрд. соответственно, возникло на фоне бегства от риска в более прочные активы из-за проблем Греции и США.

Оставшиеся USD1.25 млрд. из общего прироста ЗВР в USD2.4 млрд. объясняются покупками валюты Банком России, которые в пересчете на ежедневную величину интервенций соответствуют до USD250 млн. покупок валюты ЦБ в день на минувшей неделе. С учетом приобретенных ЦБ с начала месяца по 11 июля USD1.0 млрд. (со слов первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева), суммарный объем покупок валюты регулятором с 1 по 15 июля должен составлять по нашим оценкам порядка USD2.25 млрд., что на 12.5% больше, чем интервенции за первые две недели июня (около USD2.0 млрд., или USD170-200 млн. в день). Однако, даже с учетом подросших интервенций до USD250 млн. в день, их интенсивность по-прежнему запаздывает относительно притока валюты в страну, который вследствие улучшения состояния капитального счета в ближайшее время только усилится, способствуя укреплению рубля.



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
21 июл	Комос Групп-16о	1.5	11.00%	3	11.30%
21 июл	ФСК ЭЭС-16	20.0	7.95%	7*	8.11%
19 июл	АИЖК 2011-2-3	1.7	н.д.	32	н.д.
19 июл	АИЖК 2011-2-2	7.5	6.00%	32	8.74%
19 июл	АИЖК 2011-2-1	7.5	8.25%	32	8.51%
18 июл	ГПБ-26о	10.0	6.75%	2*	6.86%
15 июл	РСХБ-13	5.0	7.70%	4*	7.85%
15 июл	Инг Банк (Евразия)-1	5.0	4.99%	3	4.88%
14 июл	ММК-66о	5.0	7.20%	3	7.33%
14 июл	РСХБ-12	5.0	7.70%	4*	7.85%
12 июл	РСХБ-14	10.0	7.70%	4*	7.85%
12 июл	СКБ-Банк-66о	2.0	8.50%	2*	8.68%
7 июл	Новикомбанк-16о	3.0	8.50%	2*	8.68%
7 июл	Уралсиб ЛК-46о	3.0	8.50%	3	8.78%
5 июл	ФСК ЭЭС-13	10.0	8.50%	10	8.68%
4 июл	Русфинанс Банк-16о	4.0	7.15%	2*	7.28%
29 июн	Обувьрус-1	0.7	12.25%	1*	12.63%
29 июн	ТК Финанс-26о	0.5	10.50%	3	10.78%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
26 июл	ММК-76о	5.0	7.25-7.45%	3
28 июл	Стройкредит КБ-16о	1.0	н.д.	1*
28 июл	Стройкредит КБ-26о	1.0	н.д.	1*
28 июл	Группа ЛСР-56о	2.0	8.50-8.75%	3
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	н.д.	5
1 авг	Глобэкс КБ-46о	3.0	6.80-7.20%	1*
1 авг	Глобэкс КБ-66о	2.0	6.80-7.20%	1*
2 авг	МеталлургКомБанк-16о	1.5	н.д.	2*
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.50-9.00%	3
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	н.д.	3*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
25 июл	Трансфин-М-03	1.5	14.00%	8.50%	3
26 июл	Нижне-Ленское-3	1.0	14.00%	14.00%	2
27 июл	РЖД-19	10.0	13.50%	8.15%	7*
28 июл	МИА-5	2.0	7.40%	7.90%	2*
29 июл	Интурист-2	2.0	14.00%	14.00%	1*
1 авг	ПромТрактор-3	5.0	18.00%	11.25%	2
2 авг	ИАРТ	1.0	8.00%	н.д.	2
4 авг	ЛокоБанк-5	2.5	9.25%	8.10%	1*
5 авг	Мираторг Финанс	2.5	11.00%	6.00%	1
8 авг	ПЭС	0.1	9.00%	9.50%	1*
10 авг	Фортум-2	5.0	7.60%	н.д.	2
11 авг	МОЭК	6.0	9.00%	6.35%	2
11 авг	РосТелеком-01	2.0	9.50%	н.д.	2
12 авг	ВТБ Лизинг-9	5.0	6.65%	н.д.	6
16 авг	РТК Лизинг-16о	1.3	12.00%	н.д.	2
25 авг	Белон-2	2.0	17.00%	н.д.	1
26 авг	Медведь-16о	1.0	14.00%	н.д.	2
30 авг	Макромир Финанс-1	1.0	7.75%	н.д.	2

*Срок до ближайшей оферты, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
23 июл	РИГрупп-2	1.5
26 июл	ЖилСоцИпотека-3	1.5
29 июл	Банк Москвы-1	10.0
1 авг	Сев.Казна-2	1.5
1 авг	Стройкредит Банк	1.0
2 авг	Марта-3	2.0
4 авг	Арсенал-3	0.3
5 авг	КрайИнвестБанк-1	0.6
11 авг	Самарская Обл-3	4.5
11 авг	Вестер-Финанс	1.5
11 авг	Европлан	1.0
16 авг	М-Индустрия-1	1.0
23 авг	АИЖК КО-2	0.6
29 авг	Калужская Обл-2	0.8
30 авг	ОМЗ-5	1.5
30 авг	ТГК2-1	4.0
30 авг	РосТелеком-07	1.2
5 сен	ТК Финанс-2	1.0

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11
21 июн	VTB 13CN	CNY	1000	2.95%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
29 июл	ТМК 11	USD	600
4 авг	UkrSibBank 11N	USD	250
10 авг	VTB 11C	CHF	750
11 авг	AlfaBank Ukr 11	USD	250
11 авг	HCFB 11N	USD	450
7 сен	UkrExim 11	USD	500
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450

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
+7 495 786-35-31
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.