

Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

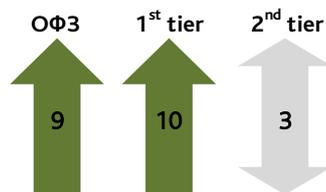
- США увернулись от дефолта в последний момент, но рынки обеспокоены уже совсем другими факторами; слабые статданные по США и обострение на рынке госдолга **Италии** и **Испании** увеличили доходность **UST10** ниже 2.6%
- Итоги торгов по еврооблигациям:** рост в суверенном и нефтегазовом секторах; второй эшелон и банки в основном просели; активность в евробондах **Банка Москвы** остается пониженной; цена **Russia 30** превысила 120% впервые с ноября 2010
- Открытие торгов по еврооблигациям:** пониженный спрос на риск на фоне статданных по **США** и новостей из **Европы** приведет к снижению котировок на открытии; золото стоит уже дороже USD1660



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Ориентиры по **ОФЗ 26204** в рамках рынка, аукцион может завершиться успешно; ОФЗ подросли на вторичном рублевом рынке, в корпорантах единства не было; наибольший интерес к новой бумаге от **БК Евразия**
- Денежный рынок реагирует на приток бюджетных средств **снижением ставок**; фон для аукционов **ОФЗ** и **ОБР** благоприятный
- Повышения ставок со стороны **ЦБ** ждем не раньше осени из-за сезонного дефляционного тренда и неопределенности внешнего фона
- Опасения относительно устойчивости роста глобальной экономики и проблем США «придают» **рубль**
- Газпром нефть** начинает допэмиссию 4 выпуска облигаций на RUB6.1 млрд. под 7.86-7.96% доходности к оферте; публикуемая сегодня отчетность может помочь размещению, хотя доходность существенно ниже, чем у уже торгуемой части выпуска

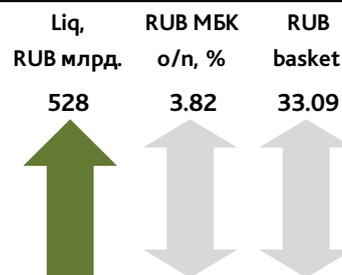


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- РЖД** продает крупную дочку – **ПГК**; долгосрочные риски РЖД нарастают, хотя, скорее всего, будут нивелированы по большей части господдержкой; ожидаем существенного давления на цены евробондов
- S&P** поставило кредитный рейтинг **МТС** и **АФК «Система»** в список CreditWatch с негативным прогнозом; считаем позицию агентства слишком консервативной; реакции в долговых бумагах МТС последовать не должно
- Fitch** повысил прогноз по рейтингу **Газпрома** до «позитивного»; теперь рейтинги полностью совпадают с суверенными; позитивная, хотя и формальная новость, может вызвать краткосрочный рост в евробондах монополии
- Правительство Москвы** планирует объединить **МОЭК** и **МТК**; по всей видимости, Газпром, как основной кредитор МОЭК, заблокирует эту сделку; практически неликвидные облигации МОЭК считаем переоцененными

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Последние обзоры

- 3 августа Ликвидность в ЗК 2011: риски – в деталях
- 29 июля Опасения ЦБ сместились от инфляционных рисков к процентным
- 28 июля Стратегия долговых рынков: август 2011 г.
- 27 июля Банковская система в июне: розница удерживает доходы от падения
- 15 июля Металлоинвест дает премию. Железно!

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

12:00	Индекс деловой активности PMI в сфере услуг в еврозоне за июль
13:00	Розничные продажи в еврозоне за июнь
16:15	Занятость в частном секторе по версии ADP за июль
18:00	Индекс деловой активности ISM в сфере услуг в США за июль
18:00	Промышленные заказы в США за июнь
18:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов за неделю к 29 июля

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	199	+5
UST10	▼	2.59	-0.16
Russia 30 - UST 10	▲	145	+11
EUR/USD	▼	1.4192	-0.4%
Oil (Brent)	▼	115.9	-0.9%
VIX	▲	24.79	+1.13

США увернулись от дефолта в последний момент, но рынки обеспокоены уже совсем другими факторами; слабые статданные по США и обострение на рынке госдолга Италии и Испании увеличили доходность UST10 ниже 2.6%

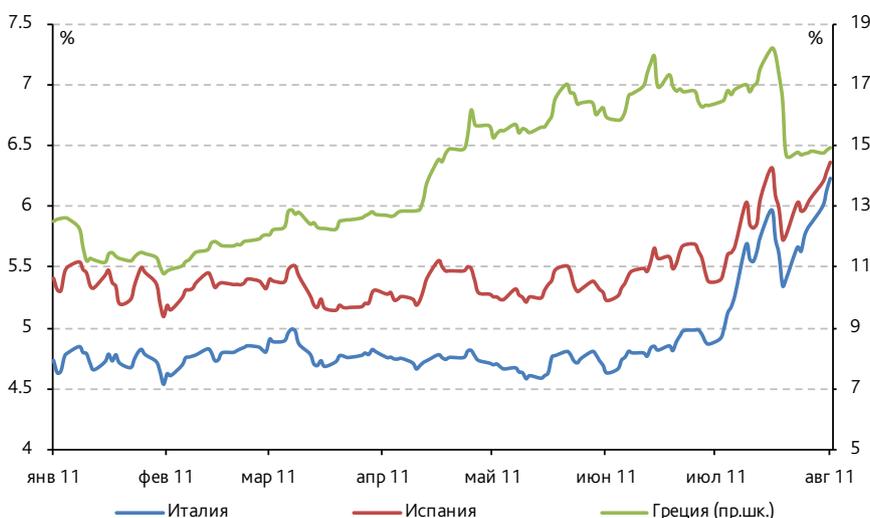
Главным событием вторника, безусловно, является подписание президентом США Б. Обамой закона об очередном повышении госдолга. Опасность немедленного дефолта крупнейшей в мире экономики была устранена, что, в теории, должно было воодушевить рынки на новые покупки. Однако, теория, как это часто бывает, оказалась побита практикой.

Инвесторы (с нашей точки зрения, совершенно оправдано) переключили свое внимание на перспективы снижения рейтинга США, а также в целом перспективы экономического роста в стране. Сказалась на рынках также вновь набирающая обороты напряженность вокруг долговых проблем еврозоны, теперь связываемых, прежде всего, с Италией.

Рейтинговые агентства приветствовали повышение потолка госдолга во вторник, однако Moody's поставило рейтингу США «AAA» «негативный» прогноз, а Fitch пообещало завершить анализ рейтинга страны к концу августа, и есть большая вероятность того, что оно также ухудшит прогноз по рейтингу. Однако куда более важным рынкам представляется мнение S&P, которое ранее заявляло о возможности снижения рейтинга уже к середине октября. Макроэкономическая статистика из США также помогла «смыть» эффект от повышения потолка госдолга. Расходы американцев в июне сократились на 0.2% – первое снижение показателя за два года. Рост доходов при этом составил всего 0.1%.

Еще одним существенным фактором беспокойства среди инвесторов стала ситуация на рынке госдолга Италии и Испании, ухудшающаяся день ото дня. Так, доходности 10-летних бумаг во вторник побили очередные рекорды, достигая 6.25% и 6.46% соответственно. С нашей точки зрения, в данном случае особенно примечательным является тот факт, что ситуация в Греции и других странах, уже «спасенных» ЕС и МВФ, в целом стабилизировалась. Как видно из графика ниже, доходности 10-летних бумаг Греции в целом прекратили рост после принятия второго пакета помощи. Такую же динамику демонстрируют доходности аналогичных инструментов Ирландии и Португалии.

ДИАГРАММА. ДОХОДНОСТЬ 10-ЛЕТНИХ ГОСБУМАГ ИТАЛИИ, ИРЛАНДИИ И ГРЕЦИИ



Источник: Bloomberg

Совсем иная ситуация с Италией и Испанией – доходности после небольшой «передышки» вновь устремились вверх и находятся теперь в опасной близости от критически важной отметки 7%, после которой, как показывает практика, страна обращается за помощью.

Подобную динамику на рынке госдолга Италии и Испании, с нашей точки зрения, вызывает неверие инвесторов в способность политиков этих стран проводить жесткие меры экономии. В частности, в Италии в отставку может уйти министр финансов, а ведь объединенная Европа и инвесторы связывали надежды на исправление ситуации именно с ним. В Испании же в ноябре пройдут досрочные выборы, также не добавляющие уверенности в продолжении взятого нынешними властями курса на сокращение госрасходов.

Мировые рынки во вторник продолжили падать, практически не придав значения устранению угрозы дефолта США. Доходность **UST10**, приподнявшаяся после публикации статистики по доходам и расходам американцев в 16:30 МСК до 2.72%, к концу дня просела до 2.61%, а утро среды показатель встречает уже ниже отметки 2.60%. Фондовый рынок США ушел во вторник в глубокий минус – S&P 500 рухнул на 2.6% и закрылся на минимальной отметке с начала года.

Ситуация в США и Европе и реакция на нее со стороны рынков позволяет нам сделать следующие предположения. ФРС на следующей неделе фактически наверняка придется «сдуть пыль» со своих планов по QE3 и продлить вероятный период сохранения низких ставок как минимум глубоко в 2012 г. В свою очередь, ожидания снижения рейтинга США, висящие «дамокловым мечом» над инвесторами, наверняка не дадут доходности **UST10** превысить отметку 2.9% в ближайшие пару месяцев.

Долговые же проблемы Европы, как мы и предполагали, никуда не уйдут даже после второго пакета финпомощи Греции, а успокоить рынки в этой ситуации могут лишь дополнительные планы бюджетной экономии в Италии и Испании и политическая стабильность в обеих странах, что, очевидно, является вовсе не столь легкодостижимым.

Итоги торгов по еврооблигациям: рост в суверенном и нефтегазовом секторах; второй эшелон и банки в основном просели; активность в евробондах Банка Москвы остается пониженной; цена Russia 30 превысила 120% впервые с ноября 2010

Российский рынок еврооблигаций по итогам вторника не смог определиться с единым направлением движения. Суверенные выпуски, а также бумаги нефтегазовых компаний заметно подросли, в то время как во втором эшелоне и особенно в евробондах банковского сектора мы заметили продажи. Вероятно, к подобной «рваной» динамике привели поступающие извне новости о состоянии экономики США, ожидания повышения потолка госдолга и вновь обостряющиеся проблемы на европейской «периферии».

Длинные евробонды Газпрома (**Gazprom 34** и **Gazprom 37**) вновь стали лидерами роста в своем секторе, прибавив за день почти по 110 бп. Более короткие **Gazprom 19** и **Gazprom 20** также подорожали, но лишь на 20-50 бп. В выпусках Лукойла рост стоимости не превысил 20 бп. Во втором эшелоне наибольшая активность была сосредоточена в выпуске **Evraz 18N**, который, однако, слабо изменился в цене по итогам торговой сессии (-5 бп). Более заметным было снижение котировок **MTS 20** – около 20 бп. Кроме того, существенное давление испытали на себе длинные бумаги Вымпелкома и ТМК (евробонды **VimpelCom 22** и **TMK 18** подешевели на 20 бп).

Среди банков также в основном шли продажи, а основная их часть сосредоточилась в длинных евробондах Сбербанка. В частности, **SberBank 21** просел по итогам дня на 20 бп, а **SberBank 17** – на 10 бп. В то же время более короткие выпуски, **SberBank 13** и **SberBank 13N**, прибавили в цене около 10 бп. Бумаги ВЭБа, лидировавшие в понедельник по приросту котировок в банковском секторе, во вторник остановили рост, а **VEB 25** даже немного откатился назад (-10 бп). В долгосрочных бумагах ВТБ наблюдалась разнонаправленная динамика, при этом изменение котировок находилось в диапазоне от -20 до +70 бп. Выпущенный на прошлой неделе **Moscow Credit Bank 14** завершил вторник на отметке 100.18% от номинала, что несколько хуже итогов предыдущего дня.

Бумаги Банка Москвы продолжают двигаться вместе с рынком, не подавая признаков какой-либо реакции на опубликованную отчетность. Во вторник мы заметили всего три сделки по евробондам банка. Выпуски **Moscow Bank 13** и **Moscow Bank 17** подешевели в среднем на 15 бп.

Суверенный сегмент рынка во вторник был очень прочным, а рост котировок вполне можно назвать фронтальным. Индикативный выпуск **Russia 30** подорожал по итогам торгов на 35 бп, в итоге его стоимость перевалила за отметку 120.18% от номинала, впервые с ноября прошлого года. Спред **Russia 30–UST10** за день значительно расширился – на 11 бп до 145 бп. Менее ликвидные суверенные валютные выпуски также прибавили в цене – в пределах 35-60 бп. Тем не менее рублевый суверенный выпуск, **Russia 18R**, по которому во вторник прошли максимальные среди госбумаг обороты, подорожал лишь на 5 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: пониженный спрос на риск на фоне статданных по США и новостей из Европы приведет к снижению котировок на открытии; золото стоит уже дороже USD1660

Внешний фон среды в целом мало чем будет отличаться от вторника. Умы инвесторов по-прежнему занимают все те же проблемы: замедление экономики США, угроза снижения суверенного рейтинга и затягивание Италии и Испании в орбиту долгового кризиса в еврозоне. Событием дня обещает стать публикация данных по безработице в частном секторе экономики США за июль по версии ADP.

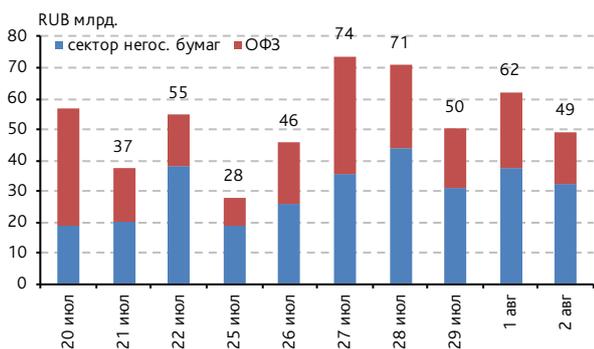
Азиатские индексы находятся в глубоком минусе (японский Nikkei Average проседает более чем на 2%). Фьючерс на S&P 500, в свою очередь, торгуется в небольшом плюсе – около 0.1%. Стоимость барреля Brent колеблется в районе USD115.8, что ниже уровня закрытия основных торгов в России во вторник. Фактором, свидетельствующим о пониженном спросе на рискованные активы, к которым по большей части относятся и евробонды EM, является стоимость золота. На торгах в Азии в среду за унцию драгоценного металла предлагают уже USD1661, что является рекордным значением. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с небольшого снижения котировок.



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

от 0 до 1 года	7.2%
от 1 до 1.5 лет	7.3%
от 1.5 до 2 лет	5.9%
от 2 до 3 лет	11.5%
от 3 до 5 лет	53.2%
> 5 лет	14.9%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

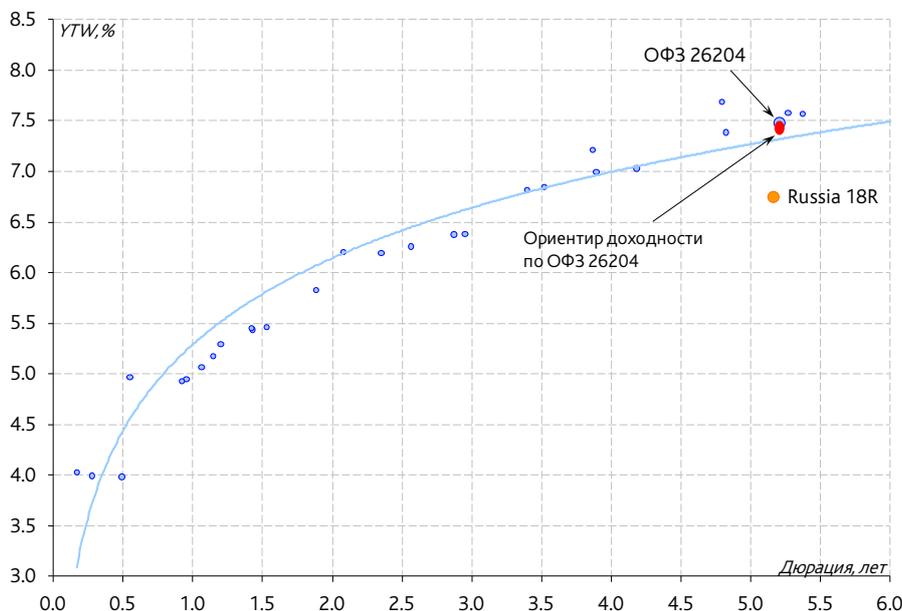
Категория	Уровень	УТМ
ОФЗ (<2.5 лет)	5.19%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	6.81%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.70%	6.5
Банки	6.90%	1.5
Корп 1 эшелон	6.58%	2.5
Корп 2 эшелон	7.24%	2.0

Ориентиры по ОФЗ 26204 в рамках рынка, аукцион может завершиться успешно; ОФЗ подросли на вторичном рублевом рынке, в корпорантах единства не было; наибольший интерес к новой бумаге от БК Евразия

Рублевый рынок во вторник продемонстрировал смешанную динамику: в сегменте госбумаг котировки в основном повысились, а в корпоративном секторе наблюдалось разнонаправленное движение. При этом наибольший интерес инвесторов ожидаемо вызвала бумага Буровой компании Евразия.

На сегодня запланирован аукцион ОФЗ 26204, в ходе которого Минфин намерен предложить рынку RUB20 млрд. Накануне ведомство озвучило ориентиры по данной 7-летней бумаге – 7.4-7.48%, что в целом соответствует рыночному уровню. Так, торги вторника **ОФЗ 26204** начала с доходности 7.50%, плавно снижаясь вплоть до объявления ориентиров в 12:45 МСК до 7.48%. После крайне непродолжительного всплеска до 7.49%, доходность вновь вернулась на уровень 7.48%, где и завершила торговую сессию вторника.

ДИАГРАММА. ОБРАЩАЮЩИЕСЯ РУБЛЕВЫЕ ГОСОБЛИГАЦИИ И ОРИЕНТИРЫ ДЛЯ АУКЦИОНА ПО ОФЗ 26204



Источник: НБ «Траст»

С нашей точки зрения, сегодняшний аукцион **ОФЗ 26204** имеет достаточно неплохие шансы на успех – рынок может выбрать весь предлагаемый Минфином объем. Наше предположение учитывает как проявляемый в последнее время инвесторами интерес к длинным выпускам финансового ведомства, так и наметившуюся в последние несколько дней нормализацию ситуации с ликвидностью (подробнее см. секцию «Денежный рынок»).

На вторичном рынке **ОФЗ 26204** по итогам торгов во вторник вырос в цене почти на 30 бп, а близкий по дюраации выпуск **26206** (в котором сосредоточились основные объемы торгов вторника) прибавил чуть более 10 бп. Из эмитентов первого эшелона наибольшая активность наблюдалась в выпуске **РСХБ-14**, подорожавшем на 45 бп, а также в **ФСК-19**, который, однако, практически не изменился в цене за день (+3 бп). В то же время снижением почти на 45 бп завершил торги вторника выпуск **РЖД-16**. Лидером же торгов по оборотам (более RUB4 млрд.) стал выпуск **БК Евразия-1**, по итогам первого дня на рынке подорожавший до 100.67% от номинала. Облигации другого представителя нефтегазового сектора, напротив, находились под давлением – выпуск **Новатэк БО-1** сбросил 25 бп.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

3 авг	Зачисление RUB10 млрд. на депозиты банков (аукцион Минфина от 02.08.11)
3 авг	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB20 млрд. (расчеты на след. день)
3 авг	Возврат RUB7.7 млрд. с депозитов банков фонду ЖКХ
4 авг	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
4 авг	Депозитный аукцион ЦБ
10 авг	Частичное погашение ОФЗ 46002 на RUB15.5 млрд.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.00/4.50	3.50	4.25	3.50/4.00
2-й круг	4.25/4.75	3.75	4.50	3.75/4.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.25	3.85-4.00	3.65-4.00

Денежный рынок реагирует на приток бюджетных средств снижением ставок; фон для аукционов ОФЗ и ОБР благоприятный

В начале недели в платежную систему поступили долгожданные средства от госрасходов, приток которых характерен для первой половины месяца. Вдобавок к зачисленным в понедельник на счета в ЦБ RUB69.5 млрд. вчера нетто-приток ликвидности составил RUB50.2 млрд. Налоговый период уже позади, а первый в этом месяце аукцион только сегодня, поэтому вчера банки предпочли вложить основную часть поступивших средств в депозиты (+RUB31.9 млрд. до RUB185.9 млрд.); корсчета при этом подросли лишь на RUB18.3 млрд. до RUB788.8 млрд.; в результате суммарный объем остатков на корсчетах и депозитах восстановился до RUB974.7 млрд., а чистая ликвидная позиция – до RUB528.0 млрд.

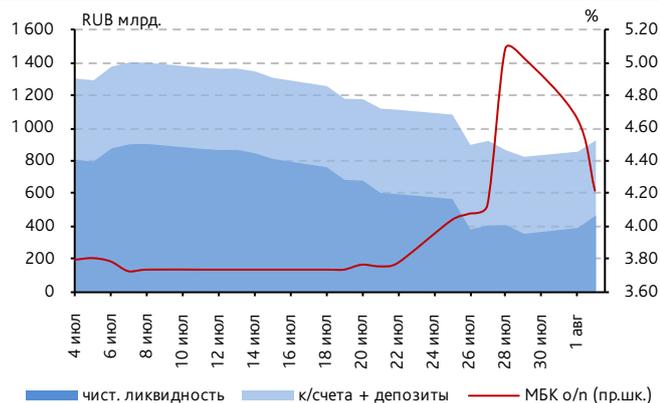
Приток бюджетных средств разрядил напряженность на денежном рынке. Уже в первой половине торгов вторника МБК овернайт для банков 1-го круга стоил на 25 бп дешевле, чем днем ранее – 3.85-4.0%, а закрытие проходило еще ниже – по 3.65-4.0%. Упала и средневзвешенная ставка в сегменте междилерского РЕПО под залог ОФЗ – до 4.57%, то есть на 40 бп ниже, чем накануне.

Небольшой объем бюджетных средств в рамках вчерашнего аукциона Минфина был ожидаемо востребован – соотношение спрос-предложение составило 1.7x, участники привлекли весь заявленный объем в RUB10 млрд., вероятно, в основном для финансирования сегодня возврата фонду ЖКХ RUB7.7 млрд. Поступивших с начала недели в платежную систему RUB120 млрд. госрасходов вполне достаточно, чтобы стимулировать интерес участников рынка к покупке **ОФЗ 26204** на сегодняшнем аукционе.

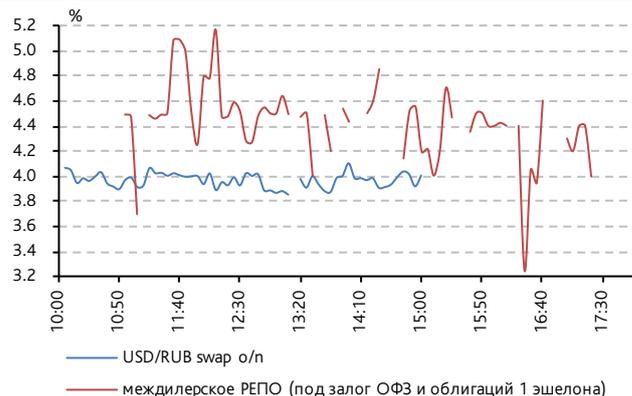
Повышения ставок со стороны ЦБ ждем не раньше осени из-за сезонного дефляционного тренда и неопределенности внешнего фона

Напомним, что заседание совета директоров ЦБ по ставкам может состояться на этой неделе. Мы сохраняем наше видение относительно того, что Банк России сохранит текущие параметры монетарной политики неизменными, мотивируя свое решение проявлением сезонного дефляционного тренда, замедлением роста инвестиций и неопределенностью внешнеэкономической ситуации. Однако нарастающие инфляционные риски со стороны внутреннего спроса могут вынудить ЦБ возобновить повышение ставок уже осенью.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Опасения относительно устойчивости роста глобальной экономики и проблем США «придавят» рубль

Динамика рубля вчера полностью подтвердила наши ожидания. Из-за разрешения ситуации с госдолгом в США «ожили» торги в секции рубль-доллар, где торговые обороты вчера подросли до USD4.3 млрд. против USD3.4 млрд. накануне. Как следствие, во вторник рубль дешевел по отношению к доллару, но завершил торги на отметке RUB27.8, то есть на том же уровне, что и накануне. Курс рубля к бивалютной корзине остался практически неизменным, составив RUB33.09.

Несмотря на то, что поддержку рублю с фундаментальной точки зрения продолжают оказывать все еще высокие нефтяные котировки, факторов против его укрепления больше – это и расширение рублевой ликвидности, и снижение склонности к риску и покупки валюты Банком России. Об ухудшении ожиданий инвесторов в отношении рублевых рисков свидетельствует рост нижней границы диапазона [трехмесячных ставок NDF](#) до 4.02-4.11% (против 3.98-4.15% накануне.) Мы полагаем, что в ближайшие дни амплитуда внутрисуточных колебаний курса рубля к бивалютной корзине может возрасти до 10-30 копеек в диапазоне RUB32.9-33.4, но сам рубль будет демонстрировать тенденцию к ослаблению.



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

Кредитные комментарии

РЖД продает крупную дочку – ПГК; долгосрочные риски РЖД нарастают, хотя, скорее всего, будут нивелированы по большей части господдержкой; ожидаем существенного давления на цены евробондов

Одним из активно обсуждаемых деловыми СМИ вопросов последних дней стала продажа РЖД своей крупнейшей грузовой «дочки» - Первой Грузовой Компании (ПГК). 1 августа правительство окончательно согласовало продажу 75%-2 акций в перевозчике на аукционе (с предварительной оценкой в RUB115.5 млрд.). Аукцион должен пройти до конца 2011 г., вероятной датой назывался октябрь-ноябрь.

В числе подавших заявки претендентов: Независимая Транспортная Компания (НТК, актив Владимира Лисина); Новая Перевозочная Компания (НПК) и Севтехнотранс (СТТ) – обе входят в Globaltrans; Нефтетранссервис и его дочка Промышленно-Транспортное предприятие «Сковородино»; Трансойл (актив Геннадия Тимченко).

Вчера глава РЖД Владимир Якунин ориентировал на ожидаемую оценку продажи пакета в RUB140 млрд., заявив, что именно такую сумму из инвестпрограммы-2011 монополия ожидает покрыть продажей акций в ПГК. После этого также стало известно, что в случае задержки поступления средств РЖД покроет капитальные вложения бридж-кредитом, таким образом, нового предложения облигаций не стоит ожидать до 2012 г.

КОММЕНТАРИЙ

Продажа ПГК может иметь несколько различного рода последствий для РЖД.

- **Поступление денежных средств.** Так или иначе, понятно, что РЖД получит не менее USD4 млрд., а то и USD5 млрд. от продажи ПГК. Это позволит закрыть необходимость в финансировании инвестпрограммы на текущий год, а потому позитивно для госмонополии.

В то же время мы хотим отметить, что это не станет решением всех проблем, а скорее кратковременной передышкой для инвестиционных appetites РЖД. Ранее представитель компании озвучивал планы по привлечению порядка RUB700 млрд. до 2015 г. для покрытия инвестпрограммы (RUB2.4 трлн.). Кроме того, после этого озвучивались дополнительные грандиозные планы по развитию транспортной инфраструктуры к Чемпионату мира по футболу в 2018 г. на сумму RUB2.1-3.3 трлн. (как минимум половина из них, скорее всего, ляжет на РЖД). Масштабные цифры заставляют задуматься, откуда будут привлекаться все эти средства. Сейчас объем публичных заимствований РЖД составляет около RUB250 млрд., которые к тому же надо будет погашать/рефинансировать до 2018 г.

- **Потеря доли рынка.** ПГК – одна из ключевых дочек РЖД и, соответственно, ее деконсолидация станет уроном для бизнеса материнской компании. Если посмотреть на статистику, то можно увидеть, что при создании ПГК ей был отдан вагонный парк, позволяющий, в частности, контролировать весь нефтеперевозочный бизнес РЖД.
- **Рост конкуренции.** РЖД потеряет статус крупнейшей железнодорожной компании по грузоперевозкам в России, однако, очевидно, что пассажирский бизнес останется за ней. Бизнес этот хронически убыточный и раньше компании приходилось кросс-субсидировать его убытки за счет прибыли грузовых перевозок. Теперь же субсидии от государства станут играть еще большую роль для финансов РЖД, что не добавляет привлекательности самостоятельному кредитному качеству компании.

Само по себе сообщение об уже скорой продаже доли в ПГК Российскими Железными Дорогами не является новостью: по сути, с самого момента выделения этой «дочки» монополия планировала ее постепенно продать. Не новы также сроки ожидаемого аукциона, а потому мы не ожидаем мгновенной реакции инвесторов.

Мы не сомневаемся в том, что большая часть рисков для РЖД будет нивелирована господдержкой. Тем не менее долгосрочные риски для торгуемых еврооблигаций нарастают. Основными из них мы видим угрозу обильного первичного предложения бумаг, снижение рейтингов на фоне потери доли бизнеса в России, а также потерю статуса выпусков из списка EMBI Global после планируемой приватизации компании.

РЖД	Ваа1/BBB/BBB
<i>МСФО, 1П 2010</i>	
Выручка, RUB млрд.	651
EBITDA margin	33%
Долг/EBITDA	1.0

ПГК	NR/BBB-/BBB-
<i>МСФО, 2010</i>	
Выручка, RUB млрд.	104
EBITDA margin	28%
Долг/EBITDA	0.5

ТАБЛИЦА. ДОЛИ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РЖД И ПГК В ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНОМ БИЗНЕСЕ РФ

Вагонный парк, 1П 2011	Холдинг РЖД	в т.ч. ПГК	Частные	Всего, тыс. шт.
Полувагоны	51%	18%	49%	438
Цистерны	26%	26%	74%	255
Все вагоны	45%	18%	55%	1045
Грузоперевозки, 1П 2011	Холдинг РЖД	в т.ч. дочки*	Частные	Всего, тыс. тонн
Каменный уголь	46%	37%	52%	166
Нефтяные	26%	26%	74%	136
Минерально-строительные	51%	25%	42%	123
Всего	38%	28%	58%	677
Финансовые показатели, 2009	Холдинг РЖД	в т.ч. ПГК		
Выручка, RUB млрд.	1154	72		
ЕБИТДА, RUB млрд.	349	16		
Свободный денежный поток, RUB млрд.	-64	3		

* статистика только по ПГК отсутствует, включены все дочерние и зависимые общества РЖД
 Источник: ГВЦ «Вагонные парки», РЖД, ПГК, НБ «Траст»



Сергей Гончаров
 +7 495 786-35-31
sergey.goncharov@trust.ru

S&P поставило кредитный рейтинг МТС и АФК «Система» в список CreditWatch с негативным прогнозом; считаем позицию агентства слишком консервативной; реакции в долговых бумагах МТС последовать не должно

Вчера рейтинговое агентство Standard & Poor's опубликовало пресс-релиз, в котором выразило свое беспокойство относительно вероятного технического дефолта по облигациям МТС с погашением в 2012 г. Рейтинг МТС и материнской АФК «Система» был тем самым помещен в список CreditWatch с возможностью понижения.

КОММЕНТАРИЙ

Агентство в своем пресс-релизе отмечает, что МТС с момента возникновения проблем с выплатой купона по еврооблигациям с погашением в 2012 г. не предприняла каких-либо действий для урегулирования конфликта и исключения возможного повторения ситуации с задержкой очередного купонного платежа. (Подробнее о развитии конфликта см. «Навигатор долгового рынка» от [26.01.2011](#), [1.02.2011](#), [2.02.2011](#) и [7.02.2011](#)) Эксперты агентства отмечают также, что возникшая ситуация вокруг судебного разбирательства с Nomihold Securities говорит об очень агрессивных принципах корпоративного управления в компании. Факты урегулирования споров с держателями облигаций **MTS 2012** и **MTS 2020** и получение от них одобрения на изменение ковенантов не являются для агентства достаточными основаниями для однозначного исключения риска технического дефолта. Рейтинг будет исключен из этого списка в октябре в том случае, если агентство будет уверено в своевременности купонных выплат.

Мы уточнили текущее положение дел с облигациями **MTS 2012** и динамику судебного разбирательства с Nomihold Securities в самой компании: еврооблигации обслуживаются без задержек. Более того, МТС успешно выплатила предпоследний купон по этим облигациям буквально на прошлой неделе. Фактически компании остается только выплата последнего купона и номинала облигации в январе 2012 г. Напомним также, что лондонский арбитраж, наложивший freezing order на активы MTS Finance, разъяснил, что выплата купонов и номинала облигаций является обычной деятельностью компании и freezing order не должен затрагивать выплаты кредиторам. Следовательно, проблем с погашением еврооблигаций возникнуть не должно. Это лишний раз подтверждается успешной и безболезненной выплатой последнего купона по **MTS 2012**.

МТС	Ba2/BB/BB+
<i>МСФО, 1К 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	2.9
ЕБИТДА margin	38%
Долг/ЕБИТДА	1.5

На наш взгляд, позиция S&P выглядит слишком жесткой по отношению к МТС, и исключение рейтинга компании из списка CreditWatch произойдет в октябре. Нам более близка позиция рейтингового агентства Fitch (рейтинг МТС – «BB+» с «позитивным» прогнозом), более того мы по-прежнему ожидаем перевода рейтингов МТС в инвестиционную категорию после завершения процедуры преобразования АФК «Система» в инвестиционный фонд. МТС, на наш взгляд, является самым надежным заемщиком среди всех компаний телекоммуникационного сектора на российском рынке облигаций. Сейчас рублевые бонды компании оценены справедливо, и их можно считать полноценным ориентиром для всех долговых бумаг телекоммуникационного сектора.

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

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



Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
2 авг	ОТП Банк-16о	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-16о	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-66о	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-46о	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-56о	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-26о	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-16о	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-76о	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-16о	1.5	11.00%	3	11.30%
21 июл	ФСК ЕЭС-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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*
5 авг	РенессансКапитал-36о	3.0	9.73-10.15%	2*
17 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	н.д.	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
4 авг	ЛокоБанк-5	2.5	9.25%	8.10%	1*
5 авг	Мираторг Финанс-1	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%	6.50%	2
11 авг	МОЭК	6.0	9.00%	6.35%	2
11 авг	РосТелеком-01	2.0	9.50%	6.60%	2
12 авг	ВТБ Лизинг-9	5.0	6.65%	7.00%	3*
16 авг	РТК Лизинг-16о	1.3	12.00%	11.50%	2
25 авг	Белон-2	2.0	17.00%	н.д.	1
26 авг	Медведь-16о	1.0	14.00%	12.50%	1*
30 авг	Макромир Финанс-1	1.0	7.75%	н.д.	2
1 сен	МРСК Юга-2	6.0	17.50%	н.д.	3
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	н.д.	1
8 сен	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0	13.50%	н.д.	1
8 сен	Элемент Лизинг-2	2.3	11.50%	н.д.	3
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	н.д.	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	н.д.	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0
6 сен	МиГ-2	3.0
6 сен	Волгоградская Обл-03	0.5
7 сен	МОИА-2	1.8
7 сен	ЕБРР-3	7.5

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
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.
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
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225