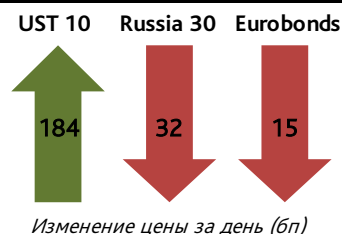


Навигатор долгового рынка

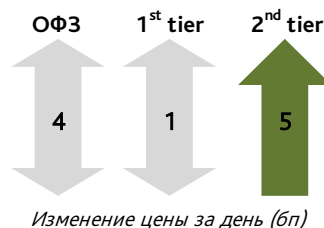
Глобальные рынки и еврооблигации

- Рынки рухнули в четверг под накопившимся грузом проблем; доходность **UST10** ушла ниже 2.40% на фоне бегства в качество; возможности властей **США** и **еврозоны** по выправлению ситуации ограничены
- ЕЦБ** оставил ставку, предоставит банкам дополнительную ликвидность; возобновление выкупа госбумаг будет малоэффективной мерой; напряженность в «центре» еврозоны растет
- Итоги торгов:** котировки пошли вниз, активность повысилась; абнормальный рост в бумагах Газпрома; спред **Russia 30–UST10** «выстрелил» до 165 бп
- Открытие торгов:** рухнувшие в четверг западные рынки и нефть обвалют котировки российских евробондов; в фокусе – отчет Минтруда США за июль



Рублевые облигации и денежный рынок

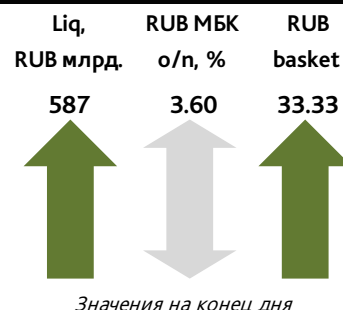
- Рублевый рынок:** продажи в **ОФЗ** и преимущественно негативная динамика в корпоратах; хорошо смотрелись бумаги **РСХБ** и выпуск **БК Евразия-1**
- Ликвидность** восстанавливается к доналоговым уровням, ставки падают; атмосфера на money market обещает быть комфортной
- Рубль** дешевеет к бивалютному ориентиру и в паре с долларом; в фокусе – обвал на зарубежных площадках



Кредитные комментарии

- Транснефть** может погасить кредит от **Банка Развития Китая** на USD10 млрд.; решение целесообразно с тактической точки зрения, однако будет зависеть и от общего хода переговоров между Россией и Китаем
- ФСК** опубликовала хорошую отчетность по РСБУ за 1П 2011; операционные показатели растут; кредитное качество остается эталонным в отрасли; облигации – полноценный отраслевой бенчмарк
- Трейдинговая компания **Уралкалия, БКК**, заключила контракт с Индией; ожидаем отличных операционных результатов компании по итогам 2011; облигации оценены справедливо
- ВЭБ** принципиально одобрил кредит **Русалу** в RUB40 млрд. на 15 лет на достройку Тайшетского завода; средства не будут отражены на балансе, однако все равно указывают на агрессивность ее инвестиционной политики; новость ожидалась, а потому нейтральна для бондов
- ЛенспецСМУ** получила контракт от структур **Газпрома** на RUB14 млрд. до 2013 г., что сопоставимо с годовой выручкой компании; новость позитивна для кредитного профиля

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Решение **ЦБ** о сохранении ставок было ожидаемым, но нарастающая угроза спроса может побудить ЦБ повысить ставки осенью
- Международные резервы** на максимуме; покупки валюты ЦБ немного усилились из-за более интенсивного укрепления рубля

Макроцифра

USD535 млрд. – международные резервы РФ

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

5 авг Переговоры лидеров Германии, Франции и Испании по ситуации на долговом рынке

16:30 Безработица в США за июль

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	220	+21
UST10	▼	2.42	-0.21
Russia 30 - UST 10	▲	165	+25
EUR/USD	▼	1.4106	-1.5%
Oil (Brent)	▼	106.9	-5.8%
VIX	▲	31.66	+8.28

Рынки рухнули в четверг под накопившимся грузом проблем; доходность UST10 ушла ниже 2.40% на фоне бегства в качество; возможности властей США и еврозоны по выправлению ситуации ограничены

Минувший четверг наверняка надолго запомнится инвесторам. В цифрах картина выглядит примерно следующим образом. Падение американских фондовых индексов составило в среднем почти 5%, а снижение «флагмана», S&P 500, было рекордным с 2009 г. Не лучше обстояли дела и в Европе – индексы завершили торги на минимальных за год показателях. Индекс волатильности VIX также обновил локальный максимум, поднявшись сразу более чем на 8 бп до максимального с июля 2010 г. значения в 32 бп. На рынке американского госдолга наблюдался сильный обвал доходностей – показатель **UST10** опускался почти до 2.39%. Новый исторический максимум преодолела цена унции золота – более USD1680.

Причины столь масштабной распродажи на рынках мы уже называли – опасения замедления американской экономики, или даже ее вступление в новую рецессию, а также нарастающая напряженность на долговом рынке Европы, теперь даже и в центральной ее части. Ситуация усугубляется тем, что в США принятие фискальных стимулирующих мер битвы за повышение потолка госдолга является чем-то из области фантастики, а способов «перезапустить» экономику с безработицей в 9.2% у ФРС, с его и без того «раздутым» балансом, совсем немного. Не лучше и в Европе – экстренный саммит еврозоны, состоявшийся в конце июля, не смог стать эффективным барьером на пути распространения долговых проблем на Италию и Испанию. В свою очередь, скромные попытки ЕЦБ самому урегулировать ситуацию за счет скупки госбумаг или надавить на правительства стран-участниц валютного союза с целью как можно быстрее усилить защитные механизмы, пока результатов также не дали.

ЕЦБ оставил ставку, предоставит банкам дополнительную ликвидность; возобновление выкупа госбумаг будет малоэффективной мерой; напряженность в «центре» еврозоны растет

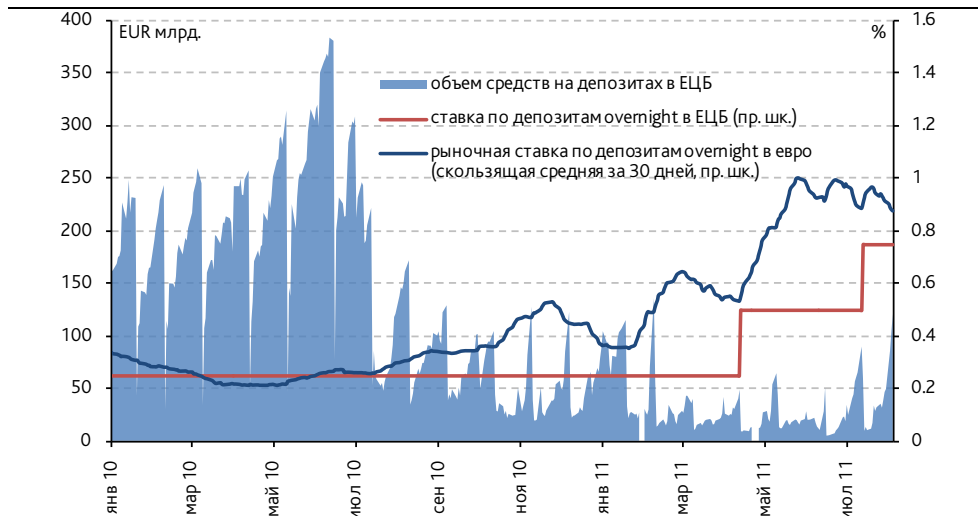
Состоявшееся накануне заседание Совета управляющих ЕЦБ оставило у нас смешанные чувства. Регулятор, как того и ожидал рынок, сохранил базовую ставку на уровне 1.5%. Тем не менее куда более важным итогом заседания стало решение ЕЦБ возобновить выкуп гособлигаций «периферийных» стран и предоставить банковской системе еврозоны дополнительные объемы ликвидности.

С нашей точки зрения, решение о возобновлении выкупа госбумаг проблемных стран (после 18-недельного перерыва) вряд ли возымеет существенный эффект на долговой рынок Европы. Здесь сказываются сразу несколько факторов. Во-первых, по словам главы регулятора Ж.-К. Трише, данное решение не было единогласным, что уже само по себе было негативно воспринято инвесторами. Во-вторых, по информации Reuters, ЕЦБ в четверг выходил на рынок лишь с покупками госбумаг Ирландии и Португалии, а не находящихся у всех на уме Италии или Испании. Спорная эффективность данной меры уже подтвердилась в четверг – доходность 10-летних гособлигаций Ирландии снизилась на 24 бп, в то время как показатель по Португальским бумагам вырос на 11 бп. Детальную информацию об объемах выкупа за текущую неделю ЕЦБ представит в ближайший понедельник.

Возобновление неограниченного кредитования европейских банков со стороны ЕЦБ вызвано, со слов самого регулятора, возросшей напряженностью на рынке. Как видно из диаграммы ниже, объем банковских депозитов overnight в ЕЦБ неуклонно увеличивался с середины июля и 3 августа достиг EUR121.7 млрд. Такой повышенный их уровень наблюдался последний раз лишь в феврале этого года. Собственно тот факт, что банки готовы отдавать деньги ЕЦБ, несмотря на то, что ставка по депозитам в данном случае заведомо ниже рыночной, и побудил регулятор принять экстренные меры. ЕЦБ уже 9 августа предложит банкам вне аукциона кредиты неограниченного объема сроком на 6 месяцев с фиксированной ставкой. А в конце октября, ноября и декабря банки смогут в рамках схожей процедуры занять на срок около 3 месяцев.

Действие других нестандартных мер финансовой поддержки банковского сектора продлено как минимум до конца 2011 г.

ДИАГРАММА. ОБЪЕМ БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ В ЕЦБ И СТАВКИ ПО ДЕПОЗИТАМ OVERNIGHT В ЕВРО



Источник: Bloomberg

В целом решения ЕЦБ не смогли развеять опасения касательно разрастания долгового кризиса в регионе: доходности 10-летних гособлигаций Италии и Испании в четверг продолжили рост. По итальянским госбумагам был установлен новый рекорд – 6,20%, а по испанским выпускам показатель приблизился к историческому максимуму, составив 6,30%. Однако куда более драматично выглядят индикаторы «центровых» стран еврозоны. 5-летние страновые CDS, считающиеся колоссами валютного союза Германии и Франции, в четверг обновили максимумы. Показатель Франции достиг абсолютного рекорда 143 бп, а Германии – 72 бп (максимум с марта 2009 г.)

Ввиду столь негативных тенденций лидеры Германии, Франции и Испании проведут в пятницу переговоры по вопросу выхода из долгового кризиса. Мы не ждем какого-либо прорыва в данном случае, однако сохраняем убежденность, что единственным выходом для еврозоны из сложившейся ситуации является создание полноценного фискального союза, как бы тому не противились Германия или Франция.

Итоги торгов по еврооблигациям: котировки пошли вниз, активность повысилась; абнормальный рост в бумагах Газпрома; спред Russia 30–UST10 «выстрелил» до 165 бп

Внешний негатив продолжает «накрывать» российский рынок еврооблигаций. Итоги торгов четверга распродажей пока назвать нельзя, но инвесторы явно занервничали, что вылилось в повышенную активность. Существенный урон был нанесен суверенным бумагам, в то время как в евробондах Газпрома продолжился, с нашей точки зрения, абнормальный рост котировок.

В частности, вновь выстрелили длинные евробонды Газпрома. Котировки **Gazprom 34** и **Gazprom 37** повысились на 120–150 бп. В евробондах других компаний сектора наблюдались незначительные колебания вокруг нулевой отметки. Высокая активность сосредоточилась в четверг в бумагах Вымпелкома, длинные выпуски которого просели в пределах 10 бп. Активно избавлялись инвесторы от бумаг МТС, однако и здесь снижение цен не превысило 10 бп. В бумагах Евраза наблюдалась разнонаправленная динамика. Выпуск **Evrax 18** подорожал на 60 бп, в то время как **Evrax 18N** просел на 20 бп. Котировки **SeverStal 16** снизились на 20 бп.

В банковском секторе самые масштабные продажи прошли в евробондах ВЭБа. Долгосрочные выпуски банка просели на 15–30 бп, а котировки **VEB-Leasing 16** снизились на 20 бп. В бумагах Банка Москвы единой динамики не сложилось, а колебания котировок составили от -15 до +25 бп. Среди частных кредитных институтов наихудшая динамика наблюдалась в евробондах **AlfaBank 17N** и **AlfaBank 21**, подешевевших на 40 и 15 бп соответственно.

В суверенном сегменте котировки индикативного выпуска **Russia 30** находились на уровне закрытия среды в отсутствии сделок примерно до 16:00-16:30 МСК, однако затем резко пошли вниз. В итоге выпуск просел на 30 бп и ушел под отметку 120% от номинала. В менее ликвидных выпусках также наблюдались продажи, максимальными они были в **Russia 28** (-40 бп). Спред **Russia 30–UST10** в четверг резко расширился за счет обвала доходности американских госбумаг – на 25 бп до 165 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: рухнувшие в четверг западные рынки и нефть обвалили котировки российских евробондов; в фокусе – отчет Минтруда США за июль

Российским евробондам в пятницу предстоит пройти «очищение» внешним негативом. Обвал западных торговых площадок и бегство инвесторов от рисков, очевидно, приведут к снижению котировок на открытии торгов в России. Активность инвесторов по избавлению от еврооблигаций стран ЕМ может сегодня сдерживать лишь публикация отчета Минтруда США по занятости за июль, однако, исходя из консенсус-прогнозов как Bloomberg, так и Reuters, участники рынка уже готовятся к худшему.

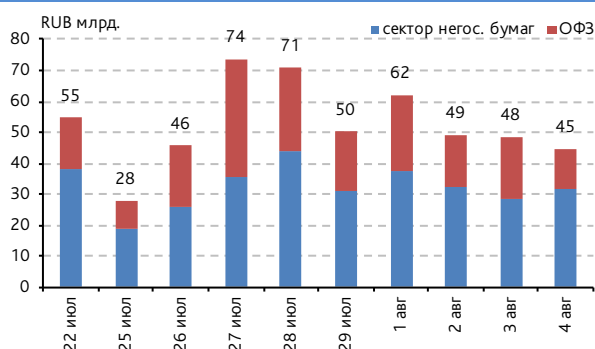
Азиатские площадки отыгрывают обвал бирж США накануне – индексы региона теряют около 4-5%. Фьючерс на американский S&P 500 торгуется в красной зоне (-0.4%). Настроение инвесторам по отношению к российским бумагам испортит и динамика нефтяных котировок. За баррель Brent с утра в пятницу дают чуть больше USD105 против USD111 на закрытии торгов в России накануне.



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	8.0%
от 1 до 1.5 лет	8.3%
от 1.5 до 2 лет	13.9%
от 2 до 3 лет	13.1%
от 3 до 5 лет	33.6%
> 5 лет	23.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.25%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	6.85%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.71%	6.5
Банки	6.92%	1.5
Корп 1 эшелон	6.64%	2.5
Корп 2 эшелон	7.24%	2.0

Рублевый рынок: продажи в ОФЗ и преимущественно негативная динамика в корпоратах; хорошо смотрелись бумаги РСХБ и выпуск БК Евразия-1

Рублевый рынок долга в четверг показал негативную динамику с несколькими исключениями в первом эшелоне, однако активность как в сегменте госбумаг, так и в корпоративном секторе была невысокой.

В сегменте ОФЗ наибольшие обороты сосредоточились в выпуске **ОФЗ 26204**, подешевевшем по итогам дня более чем на 10 бп. Примерно на такую же величину просел и **ОФЗ 26206**. Значительно больше, 50-60 бп, потеряли выпуски **ОФЗ 25076** и **26205**.

В первом эшелоне наибольшее внимание инвесторы обратили на выпуск **ФСК-19**, который не изменился в цене, зафиксировавшись на отметке 100.77% от номинала. Разнонаправленную динамику показали выпуски Газпром нефти. Так, **Газпром нефть-4** прибавил 70 бп, приблизившись к 102.5% от номинала. В то же время **Газпром нефть БО-5**, напротив, подешевел – на 25 бп. Очень неплохо выглядели выпуски РСХБ. В частности, бумаги **РСХБ-12**, **13** и **14** прибавили за день 20-50 бп. Во втором эшелоне лидером роста стал выпуск **БК Евразия-1** (+85 бп), однако в целом данный сегмент рынка выглядел довольно слабо. Выпуск **НЛМК БО-6** подешевел на 20 бп, а **Теле2-1** и **Новатэк БО-1** сбросили 30 и 45 бп соответственно.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

10 авг	Аукцион 10-летн. ОФЗ на RUB20 млрд. (расчеты в день аукциона)
10 авг	Частичное погашение ОФЗ 46002 на RUB15.5 млрд.
10 авг	Выплата купонов по ОФЗ суммарным объемом в RUB26.6 млрд.
15 авг	Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды
17 авг	Аукцион 6-летн. ОФЗ на RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)
22 авг	Уплата 1/3 НДС за 2К 2011 г.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.65/4.00	3.65	3.85	3.50/3.70
2-й круг	3.75/4.25	3.75	4.25	3.50/4.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.65-4.00	3.25-3.50	3.50-3.70

Ликвидность восстанавливается к доналоговым уровням, ставки падают; атмосфера на money market обещает быть комфортной

Денежный рынок продолжает восстанавливаться после налогового периода. Единственным источником изъятия ликвидности вчера мог быть аукцион **ОБР-20**, но он, как и ожидалось, потерпел неудачу, сохранив тем самым RUB10 млрд. в платежной системе. Перед новой неделей банки предпочли вложить поступающие средства в депозиты ЦБ, которые подросли на RUB28 млрд. до RUB356.7 млрд., в то время как корсчета снизились незначительно – на RUB3.8 млрд. до RUB685.7 млрд. В результате, суммарный объем остатков на корсчетах и депозитах вновь чуть выше психологически важной отметки в RUB1.0 трлн. – RUB1.04 трлн. Чистая ликвидная позиция подросла до RUB586.8 млрд.

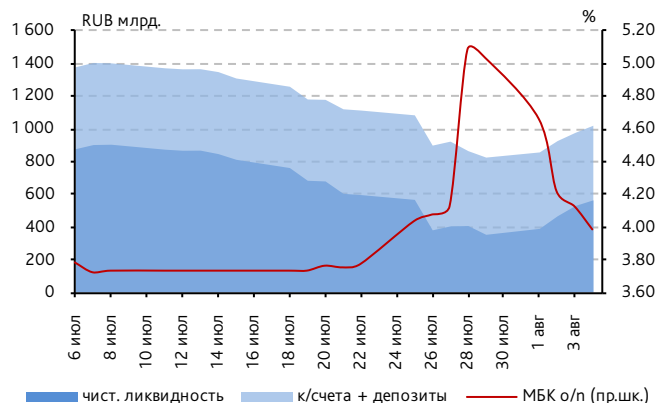
На фоне улучшения ситуации с ликвидностью на протяжении всей недели наблюдается снижение ставок денежного рынка, которые опускаются в день в среднем на 10-30 бп. Так, днем ставки МБК для банков 1-го круга можно было видеть и по 3.25-3.5%, что на 25-45 бп ниже, чем накануне, хотя закрытие проходило вблизи стоимости депозитов с ЦБ овернайт (3.5%) – по 3.5-3.65%. Важно, что продолжают падать ставки междилерского РЕПО, которые традиционно являются индикатором проблем с ликвидностью в банковском секторе. Средневзвешенная ставка по сделкам под залог ОФЗ снизилась до 4.37% (-7 бп), а под залог облигаций 1-го эшелона до 4.32% (-10 бп). Валютные свопы в сегменте рубль-доллар подешевели до 3.5-3.7% против 5% на минувшей неделе.

Атмосфера на денежном рынке на предстоящей неделе обещает быть благоприятной. Снижение ставок продолжится благодаря поступающим бюджетным средствам, рублевой ликвидности от валютных интервенций ЦБ и приходящегося на 10 августа притока в RUB42.1 млрд. от частичного погашения **ОФЗ 46002** и купонов. Мы прогнозируем, что к концу следующей недели итоговая ставка МБК овернайт стабилизируется в районе 3.5-3.6%, а междилерского РЕПО на уровне 4.1-4.3%.

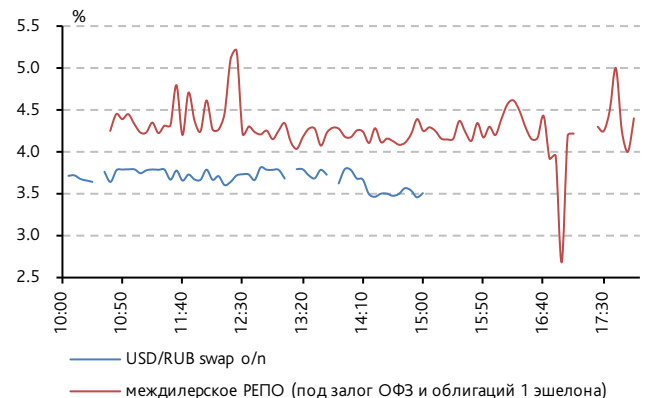
Рубль дешевеет к бивалютному ориентиру и в паре с долларом; в фокусе – обвал на зарубежных площадках

В четверг с открытия на уровне RUB33.26 бивалютная корзина росла на протяжении всего дня, достигнув RUB33.33 на закрытие. В итоге рубль подешевел против бивалютного ориентира на 6 копеек, в основном следуя укреплению курса доллар/рубль (до RUB28.08 по итогам торгов) на фоне выхода на первый план проблем периферийных стран еврозоны и негативной коррекции нефтяных котировок.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Не в пользу рубля и заметное расширение рублевой ликвидности на денежном рынке (в последние дни она выросла более чем на RUB200 млрд.), несколько подросшие покупки валюты ЦБ (до USD260 млн. в день, см. раздел «Макроэкономика») и снижение цен на нефть. Однако основная угроза для рубля на сегодня – обвал на зарубежных площадках, сопряженный с ростом опасений относительно устойчивости и дальнейших перспектив глобальной экономики. Как следствие, уже сегодня на открытие рубль подешевел к бивалютной корзине на 21 копейку до RUB33.54.



Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru



Кредитные комментарии

Транснефть может погасить кредит от Банка Развития Китая на USD10 млрд.; решение целесообразно с тактической точки зрения, однако будет зависеть и от общего хода переговоров между Россией и Китаем

Вчера деловые СМИ повсеместно цитировали источники в экономических кругах, которые заявляли, что Транснефть может досрочно погасить кредит Банка Развития Китая на USD10 млрд., полученный в 2009 г. Напомним, что официальный срок его погашения – 20 лет начиная с 5-го года равными платежами. Ставка купона привязана к LIBOR, ее премия не выше 3.25%.

Вчера вице-президент компании Михаил Барков заявил, что Транснефть имеет возможность погасить кредит досрочно. В то же время, по его словам, это не означает, что компания так и сделает, решение будет приниматься «в зависимости от ситуации».

КОММЕНТАРИЙ

На наш взгляд, нужно четко разделить две стороны вопроса: тактическую и стратегическую. С одной стороны, Транснефти под силу погасить кредит от китайской стороны и, как мы показываем ниже, в перспективе нескольких лет это представляется даже более целесообразным сценарием. Однако нельзя забывать и долгие межправительственные обсуждения долгосрочных поставок нефти и газа между Россией и Китаем, которые пока продолжаются. Не исключено, что решение по данному кредиту будет приниматься в зависимости от совокупности многих факторов, в том числе и контракта Газпрома с Пекином.

У нас не возникает сомнений в финансовой возможности Транснефти погасить кредит. Последние полтора года компания поддерживает баланс денежных средств на уровне не ниже RUB200 млрд., в частности, на конец 1К 2011 г. он составлял RUB250 млрд. (USD8.9 млрд.). Понятно, что для нормального продолжения операционной деятельности Транснефть захочет сохранить определенную сумму, скажем, USD1-2 млрд. на своих счетах. Однако даже с учетом этого, недостаток в USD2-3 млрд. монополия без затруднений сможет привлечь на долговых рынках – будь то евробонды или банковские кредиты.

С точки зрения экономической целесообразности погашение кредита также кажется выгодным. Заменить нынешнюю ставку (порядка 3.5% на 20 лет) можно будет лишь более высокой, скажем, на 10 лет порядка 5%. Впрочем, в условиях благоприятной рыночной конъюнктуры данное решение может оказаться приемлемым. Поясним. Сейчас компания содержит «подушку ликвидности», которая обходится примерно в USD350 млн. в год. Если же кредит будет погашен, а взамен, например, будут выпущены евробонды на USD3 млрд., то это обойдется не более чем в USD150 млн. в год. В будущем более короткие евробонды необходимо будет рефинансировать, однако, на наш взгляд, в благосклонности рынков к Транснефти сомневаться не приходится. Стоимость фондирования компании на этом рынке ниже, чем у Газпрома.



Сергей Гончаров

+7 495 786-35-31

sergey.goncharov@trust.ru

Транснефть	Baa1/BBB/NR
------------	-------------

МСФО, 1К 2011

Выручка, RUB млрд.	149
EBITDA margin	47%
Долг/EBITDA	2.2

ФСК опубликовала хорошую отчетность по РСБУ за 1П 2011; операционные показатели растут; кредитное качество остается эталонным в отрасли; облигации – полноценный отраслевой бенчмарк

Вчера государственная ФСК опубликовала отчетность по российским стандартам за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

У ФСК как и у РусГидро отчетность по РСБУ хорошо перекликается с отчетностью, составленной по международным стандартам.

С операционной точки зрения положение ФСК выглядит по-прежнему хорошо: выручка за полугодие выросла почти на 30%, хотя условия долгосрочного тарифообразования были изменены не в пользу естественной монополии (было применено более радикальное сглаживание тарифов). EBITDA продемонстрировала еще более внушительный рост, за счет чего рентабельность по этому показателю достигла уровня 65%.

ФСК	Baa2/BBB/NR
-----	-------------

РСБУ, 1П 2011

Выручка, RUB млрд.	70.4
EBITDA margin	65%
Долг/EBITDA	0.8

Основным риском для ФСК на данный момент остаются потенциальные негативные изменения принципов долгосрочного тарифообразования. В начале текущей недели появлялись сведения о том, что рост тарифов ФСК на 2012 г. может быть существенно снижен. Так, заложенный в RAB рост тарифа в 26% может быть ограничен потолком в 7% или 10% (рассматриваются два возможных варианта). Если регулятор примет решение ограничить рост тарифов более низким уровнем, это может потребовать от ФСК пересмотра инвестиционной программы (на данный момент планы по капитальным вложениям остаются в силе) или прибегнуть к более агрессивным заимствованиям.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ФСК

РСБУ, RUB млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	55.9	111.1	70.4	28%	26%
EBITDA	33.7	62.0	45.5	61%	35%
Чистая прибыль	13.1	58.1	15.3	-66%	16%
Совокупный долг, вкл	6.5	56.9	56.9	0%	780%
краткосрочный долг	0.5	6.9	6.9	0%	1387%
Денежные средства и эквиваленты	12.0	11.2	14.3	28%	19%
Краткосрочные фин. вложения	42.0	46.2	9.2	-80%	-78%
Активы	757	902	922	2%	22%
Показатели					
EBITDA margin	60%	56%	65%		
EBITDA/проценты	69	227	0.0		
Долг/EBITDA*	0.1	0.9	0.8		
Чистый долг/EBITDA*	< 0	0.0	0.5		
Долг/Собственный капитал	0.0	0.1	0.1		

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Долговая нагрузка ФСК остается незначительной: показатель «Чистый долг/EBITDA» близок к нулю, а размер процентных выплат составляет лишь малую часть от EBITDA компании. На наш взгляд, ФСК продолжит наращивать долг для финансирования инвестиционной программы, поэтому в среднесрочной перспективе ее показатель «Долг/EBITDA» может достигнуть 2.0х, однако это, на наш взгляд, не заставит рейтинговые агентства негативно отреагировать.

Долговые инструменты ФСК на данный момент являются полноценным отраслевым ориентиром. Вся кривая рублевых бондов компании лежит на 40-50 бп выше кривой ОФЗ, что мы считаем справедливым уровнем в свете нынешней неопределенности в электроэнергетической отрасли.



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

Трейдинговая компания Уралкалия, БКК, заключила контракт с Индией; ожидаем отличных операционных результатов компании по итогам 2011; облигации оценены справедливо

Вчера Уралкалий сообщил, что Белорусская калийная компания – совместная трейдинговая структура Уралкалия и Беларуськалия – наконец, подписала контракт с главным индийским импортером калийных удобрений.

КОММЕНТАРИЙ

Цена поставки была установлена на уровне USD490 за тонну, что на 30% превышает цену, обозначенную в прошлогоднем контакте (USD370 за тонну). БКК поставит в Индию 1.2 млн. тонн калийных удобрений в ближайшие 8 месяцев (контракт истекает в марте 2012 г.).

В отличие от Китая у Индии собственных мощностей по производству калия нет, поэтому весь необходимый объем этого вида удобрений страна вынуждена импортировать. В последнее время именно Индия стала главным индикатором для спотовых рынков калийных удобрений. Напомним также, что в начале недели второй крупный калийный трейдер Canpotex (обслуживает канадские компании) заключил контракт с Индией, причем цена оказалась близкой к цене БКК: USD470 за тонну до конца текущего года и USD530 за тонну в 1К 2012 г.

Успех БКК в переговорах неизбежно подтолкнет мировые цены на калийные удобрения вверх, а это должно позитивно сказаться на операционных показателях Уралкалия. Учитывая не слишком высокие инвестиционные аппетиты Уралкалия, можно ожидать,

Уралкалий	NR
МСФО (pro-forma), 2010	
Выручка, RUB млрд.	90.6
EBITDA margin	47%
Долг/EBITDA	2.5

что операционный денежный поток по итогам 2011 г. существенно превысит объем капитальных затрат компании. А это, в свою очередь, позволит компании снизить долговую нагрузку не только за счет роста EBITDA, но также за счет уменьшения совокупного долга.

Рублевые облигации Уралкалия не стали достаточно ликвидными даже после завершения сделки по объединению с Сильвинитом, кроме того, эти бонды имеют практически такую же премию к кривой ОФЗ, как и бумаги ЕвроХима. Облигации последнего выглядят более привлекательно как с точки зрения рейтингов, так и с точки зрения более крепкого кредитного качества.



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

Российская макроэкономика

Решение ЦБ о сохранении ставок было ожидаемым, но нарастающая угроза спроса может побудить ЦБ повысить ставки осенью

Вчера на заседании совета директоров ЦБ было принято решение оставить все ключевые ставки и резервные требования неизменными.

КОММЕНТАРИЙ

Такое решение ЦБ стало полностью ожидаемым. Потребность в повышении ставок сейчас ослабла на фоне формирования сезонного дефляционного тренда. Под воздействием летнего удешевления продовольствия, главным образом овощной продукции, годовая инфляция продолжает сбавлять обороты, составив в июле по предварительным оценкам 9.0%. Между тем от повышения ставок ЦБ удерживает неустойчивость роста российской экономики, беспокойство относительно которой усилилось на фоне замедления роста инвестиций. Актуальна проблема нестабильности внешнеэкономической ситуации.

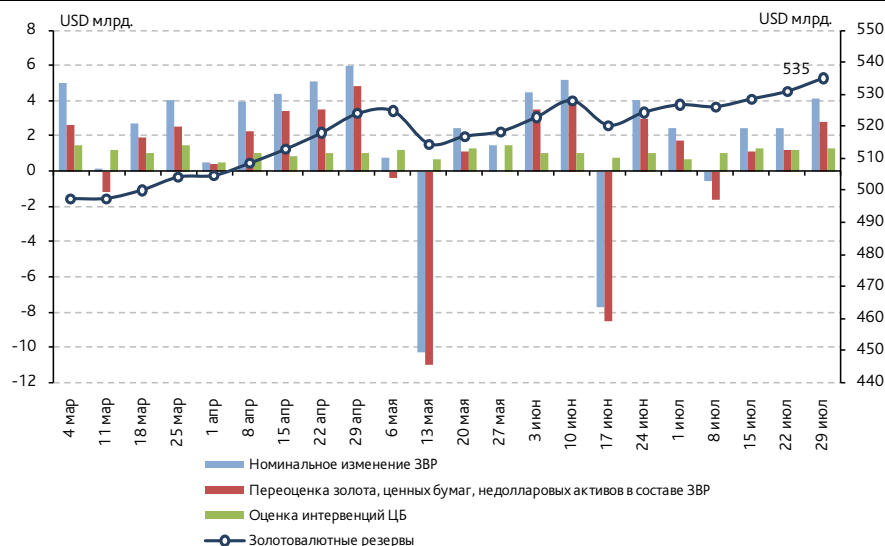
Мы ожидаем, что ЦБ вернется к вопросу повышения ставок не раньше осени, вероятнее всего в октябре по завершении сезонной дефляции. В сентябре инфляция имеет шансы оказаться близкой к нулю, что поспособствует дальнейшему замедлению годовой инфляции, нарастание которой мы ожидаем только с октября 2011 г.

Опасения Банка России относительно будущих инфляционных рисков сводятся к росту потребительской активности, поддерживаемой за счет положительной динамики заработных плат, расширения розничного кредитования и снижения склонности к сбережениям. Вдобавок на 4К 2011г. приходится всплеск бюджетных расходов, который усилит инфляционное давление на экономику. Мы полагаем, что для подавления этих рисков ЦБ предпримет как минимум одно повышение всех ставок на 25 бп в период с октября до конца 2011 г.

Международные резервы на максимуме; покупки валюты ЦБ немного усилились из-за более интенсивного укрепления рубля

Согласно опубликованным вчера данным ЦБ, международные резервы РФ за неделю с 22 по 29 июля 2011 г. выросли на USD4.1 млрд. до USD535.0 млрд. – максимума с начала ноября 2008г.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ, 2011 Г.



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Международные резервы на прошлой неделе выросли на фоне роста стоимости подавляющего числа входящих в их состав компонентов. Благодаря удорожанию основных валют, резервы прибавили около USD1.7 млрд. Причем только вклад от роста курса евро/доллар на полпроцента составил USD1.2 млрд., еще USD400 млн. от укрепления британского фунта, оставшиеся USD100 млн. приходятся на переоценку

активов, номинированных в йене и канадском долларе. Дорожающее золото, по нашим оценкам, добавило в резервную «копилку» еще USD350 млн., а рост котировок краткосрочных казначейских облигаций США и еврозоны – в сумме USD650 млн.

Тем самым, из общего прироста ЗВР в USD4.1 млрд., покупки валюты Центробанком на минувшей неделе могли составить USD1.3 млрд., что в пересчете на ежедневную величину интервенций соответствует примерно USD260 млн. в день. Небольшое повышение номинальной величины интервенций может объясняться необходимостью подавления усилившегося на прошлой неделе укрепления 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
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
5 авг	РенессансКапитал-36о	3.0	9.90%	2*
17 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	н.д.	1*
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	н.д.	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	н.д.	2

* срок до ближайшей оферты, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
13 сен	МосЭнерго-1	5.0

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.
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
22 окт	VimpelCom 11	USD	300

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

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
+7 495 786-35-31
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

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. Представленная 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 намереваются 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 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.