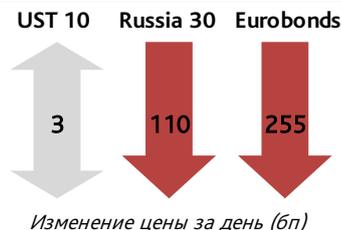


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

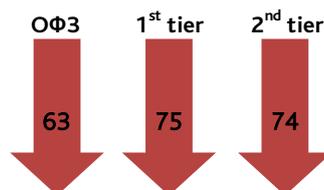
- ФРС сохранит ставку на уровне 0-0.25% как минимум до середины 2013; не исключает другие меры поддержки; решение FOMC видится неоднозначным; рынки выросли, но спрос на «защиту» сохраняется
- Размышления на тему растущих спредов: что может случиться в «плохом» сценарии?
- Итоги торгов по еврооблигациям:** распродажи продолжились, снижение котировок исчислялось процентными пунктами; спред **Russia 30-UST10** расширился до максимума за год
- Открытие торгов по еврооблигациям:** решения ФРС подтолкнули рынки к коррекции, однако ее продолжительность под вопросом; поддержка от нефти вряд ли будет; ждем нейтрального открытия торгов



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Рублевый рынок:** ОФЗ потеряли более «фигуры», а в корпоративных бумагах падение достигало 3 п.п.; Минфин вряд ли может рассчитывать на спрос на аукционе по **ОФЗ 26205** из-за низких ориентиров
- Газпром нефть** завершила доразмещение облигаций: пир во время чумы
- Спекулятивный ажиотаж на валютном рынке обернулся небольшим ростом ставок **money market** вопреки нормализации запасов ликвидности
- Несмотря на ослабление волнений на внешних рынках, надежд на скорое восстановление **рубля** в краткосрочной перспективе все меньше

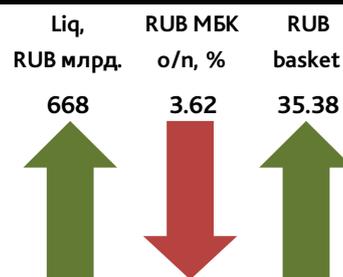


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- Кокс** привлекает кредитную линию у **Сбербанка**; финансовая гибкость компании повысится, однако совокупный долг рискует увеличиться в полтора раза; евробонды выглядят интересно
- Магнит** уменьшил прогноз по росту выручки на конец 2011 до 46-48% (ранее озвучивалась цифра в 49%); прогноз рентабельности по EBITDA был также снижен с 8% до 7.5%; нейтрально для облигаций компании
- Рейтинговое агентство **Fitch** повысило рейтинги **Банка Уралсиб** и **Лизинговой компании Уралсиб** на одну ступень до уровня «BB-»; нейтрально относимся к облигациям **ЛК Уралсиб**
- Moody's** повысил рейтинг **банка «Центр-инвест»** с «B1» до «Ba3»; очень позитивная новость для рублевых облигаций банка, доходность которых для группы double-B, пожалуй, слишком велика (почти 8.70% годовых для 1.5-летних бумаг); более фундаментально: переход в новую группу дает хорошую возможность для выхода на еврооблигационный рынок

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

13:00	Итоги аукциона по 1-летним госбумагам Италии в объеме EUR6.5 млрд.
18:00	Оптовые запасы в США за июнь
18:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 5 августа
21:00	Итоги аукциона UST10 в объеме USD24 млрд.
22:00	Отчет об исполнении бюджета США за июль

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	273	+34
UST10	◄►	2.28	0
Russia 30 - UST 10	▲	213	+17
EUR/USD	▲	1.4368	+1.4%
Oil (Brent)	▲	104.1	+4.9%
VIX	▼	35.06	-12.94

ФРС сохранит ставку на уровне 0-0.25% как минимум до середины 2013; не исключает другие меры поддержки; решение FOMC видится неоднозначным; рынки выросли, но спрос на «защиту» сохраняется

Принятые накануне Комитетом по открытым рынкам ФРС США решения, а также комментарии по экономической ситуации в стране оставили у нас смешанные чувства. Самыми важными моментами, отраженными в пресс-релизе регулятора мы считаем следующие:

- Ставка fed funds будет сохранена на минимальном уровне (0-0.25%) как минимум до середины 2013 г.
- Рост экономики в предстоящие кварталы будет ниже ранее ожидавшихся параметров, а улучшение ситуации на рынке труда займет большее время. Долгосрочные инфляционные ожидания остаются стабильными.
- Политика реинвестирования средств от погашения агентских бумаг будет продолжена.
- ФРС обсуждала другие меры поддержки экономики и готова применять их по мере необходимости.
- Трое из семи членов FOMC высказали несогласие с принятым решением.

В части ставки ФРС впервые указал четкий период сохранения мягкой политики вместо обычного для таких случаев оборота «в течение продолжительного времени». Именно эта информация и стала катализатором разворота на рынках – индекс S&P вырос на 4.7%. С нашей точки зрения, данное решение ФРС имеет и «второе дно». Помимо привносимой на рынок стабильности в плане монетарной политики на ближайшие два года, оно также свидетельствует, что существенного экономического роста в этот период регулятор не ждет.

Более того, мы хотели бы в очередной раз отметить, что само по себе сохранение ставок, хотя и поможет в краткосрочном периоде стабилизировать рынки, в целом не способно оживить экономику. Это решение, по сути, помогает поддержать существующий, достаточно большой объем ликвидности в системе и лишь частично, через вероятный рост объемов кредитования ввиду большей определенности на горизонте двух лет, способно запустить механизм использования данной ликвидности для развития экономики. При этом словесные формулировки, использованные ФРС для описания ее состояния, также не вселяют в нас оптимизм, особенно признание со стороны регулятора того факта, что высокие цен на нефть и продовольствие, ограничивающие покупательную способность, а также последствия мартовской катастрофы в Японии несут лишь частичную ответственность за подавленный экономический рост в США.

ФРС устранился от прямого указания на возможность проведения QE3 в будущем, однако мы уверены, что тот набор мер, обсуждение которых было отмечено в пресс-релизе, включает, безусловно, и данный вариант. Количество же отказавшихся поддержать решение ФРС (максимальное за все время, что Б. Бернанке возглавляет регулятор) рассматривается нами также как негативный фактор, свидетельствующий о серьезных расхождениях внутри FOMC в части экономических прогнозов.

Рынки отреагировали на решение ФРС неоднократной сменой направления движения индексов, однако к концу торгов положительные оценки итогов заседания FOMC взяли верх: американские индексы закрылись в существенном плюсе, а индекс волатильности VIX откатился почти на 30% до 35 п. Тем не менее спрос на защитные активы также возрос. Доходность UST10 снизилась с 2.32% на момент публикации пресс-релиза ФРС до 2.16% за час торгов, опускаясь при этом в моменте до 2.04%. Решение ФРС также не ослабило спрос на золото или швейцарский франк, что, помимо долгосрочных ожиданий ослабления доллара ввиду низких ставок, может быть также обусловлено не слишком убедительным ответом ФРС на вызовы времени. В этом свете подъем фондового рынка мы рассматриваем лишь как коррекцию.

Размышления на тему растущих спредов: что может случиться в «плохом» сценарии; защитные активы – еврооблигации Транснефти, Сбербанка и Газпрома; а также – МТС и Синека

Последний виток страстей вокруг рейтинга США, а также новых опасений вокруг глобальной экономики ожидаемо вызвал существенную просадку и в российских евробондах: если раньше ниже номинала торговался лишь евробонд Совкомфлота, то сейчас таких можно назвать уже с десяток. Падение ликвидных бумаг на 1-2 п.п. в день вряд ли удивляет: все знают, что российский рынок – не «тихая гавань», а типичный развивающийся рынок, да еще и с повышенной привязкой к нефтяным котировкам. Ситуация сейчас трудно прогнозируема, так как помимо объективно существующих множественных проблем в разных странах мира, есть и гипертрофированная и не всегда фундаментально обоснованное поведение инвесторов.

Мы даем наш экспресс-анализ ситуации в корпоративном сегменте российского публичного долга при консервативном поведении инвесторов и рынков. Наши размышления базируются на агрегированных секторальных группах.

Итак, традиционно кривые каждого условно выделенного нами сектора или их основных представителей располагались в таком порядке снизу вверх:

- **Госмонополии** (Транснефть, Газпром, РЖД). Их спред к суверенным выпускам до кризиса составлял 70-100 бп, в кризис вырос до 400-500, в 2011 г. же году снизился до 40-60 бп, где и находится на текущий момент.
- **Нефтегазовый** (Лукойл, ТНК-ВР, Новатэк). До кризиса и по прошествии его острой фазы в 2009 г. бумаги этих представителей сектора предлагали премию в районе 50 бп к кривой Газпрома. Именно таков и сейчас спред кривой Лукойл-ТНК-Новатэк к кривой Газпрома. В кризис же премия за риск Лукойла доходила до 200 бп, а ТНК-ВР – до 700 бп.
- **Телекомы** (МТС, Вымпелком). В «спокойные» времена 2007 и 2010-2011 гг. премия, которую давали два крупнейших представителя отечественного мобильного бизнеса, скажем, к бумагам ТНК-ВР, составляла от 0 до 50 бп. Мы делаем поправку на существенное изменение стратегии Вымпелкома в последний год. В кризис пути двух операторов расходились и, вопреки ожиданиям, спред МТС к ТНК-ВР уходил даже в глубокий «минус». Вероятно, это связано с гораздо более стабильной природой бизнеса телекомов.
- **Металлурги** (Северсталь, Евраз, прочие). Общеизвестно, что бумаги металлургического сектора оказались в беспокойные времена наиболее волатильными. С докризисных уровней премия над эмитентами-телекомами в 100 бп уходила за 600-700, а то и 1000 бп, особенно в конце 2008 г. – начале 2009 г.

В случае реализации стресс-сценария сейчас, вероятность которого мы, впрочем, оцениваем не выше 20-30%, на наш взгляд, в некоторых чертах может повториться ситуация конца 2008 г. Иными словами, очевидное уже сейчас существенное расширение спредов бумаг металлургического сектора ко всем остальным может усилиться. Мы считаем, что премии Евраз, ТМК, Северстали к нефтегазовым инструментам могут удвоиться. Вполне вероятен и дальнейший рост спредов бумаг Лукойла, ТНК-ВР, Новатэка к транспортным монополиям и Газпрому из-за опасений инвесторов по поводу рисков частных компаний. Лучшими защитными активами на еврооблигациях в период высокой волатильности мы считаем еврооблигации Транснефти, Сбербанка и Газпрома, а также – валютные бонды МТС и Синека.

Итоги торгов по еврооблигациям: распродажи продолжились, снижение котировок исчислялось процентными пунктами; спред Russia 30–UST10 расширился до максимума за год

Вторник на российском рынке еврооблигаций прошел под знаком распродаж из-за продолжавшейся паники на мировых биржах. Отдельные корпоративные бумаги теряли в цене более 2 п.п. и уходили под номинал, а снижение котировок в суверенных выпусках доходило до 1.6 п.п.

Из нефтегазовых компаний наибольшая активность сосредоточилась в выпуске **Lukoil 20**, подешевевшем за день на 2.5 п.п. и в итоге ушедшем под номинал (котировка на закрытии 99.76%). В долгосрочных бумагах ТНК-ВР падение котировок по итогам торгов достигало 2.7 п.п. Цены еврооблигаций на дальнем конце кривой Газпрома снизились менее существенно – «лишь» на 0.5-2 п.п. Среди бумаг второго эшелона наиболее ощутимые потери понес выпуск **VimpelCom 22**, потерявший по итогам вторника 2.4 п.п. в цене. Долгосрочные выпуски Евраз подешевели на 1.5-1.8 п.п., а в длинных бумагах Северстали снижение котировок не превышало 1.7 п.п. Среди банков больше остальных потерял выпуск **Moscow Bank 17** (-3.3 п.п.). Самая высокая активность при этом сосредоточилась в евробонде **VEB-Leasing 16**,

потерявшем по итогам дня 2.3 п.п. Распродавались и долгосрочные бумаги ВТБ – котировки евробондов снизились на 1-2 п.п. Из бумаг частных банков существенное снижение наблюдалось на дальнем конце кривой Альфа-Банка (-2.2-2.4 п.п.) и в среднесрочных бумагах Номос-банка (-1.7-2.5 п.п.), причем евробонд **NOMOS 13** опустился по итогам торгов ниже номинала.

Суверенные евробонды во вторник выглядели крайне непривлекательно. Индикативный выпуск **Russia 30** опустился в цене на 1.1 п.п. до 117.63% от номинала, а снижение котировок в менее ликвидных выпусках достигало 1.6 п.п. Спред **Russia 30-UST10** продолжил резко расширяться – на 17 бп до 213 бп, что является максимальным значением с июля прошлого года.

Открытие торгов по еврооблигациям: решения ФРС подтолкнули рынки к коррекции, однако ее продолжительность под вопросом; поддержка от нефти вряд ли будет; ждем нейтрального открытия торгов

Решения, принятые накануне ФРС, оказали благотворное влияние на рынки. Фондовые индексы Азии в среду с утра прибавляют более 1%, отыгрывая существенный рост американских площадок во вторник. Между тем фьючерс на S&P500 теряет порядка 0.4%, что может означать, что подъем фондового рынка США накануне был краткосрочным коррекционным явлением и уже исчерпал себя. Стоимость барреля нефти сорта Brent поднялась после решения ФРС, однако сохраняется на уровне закрытия основных торгов в России накануне – около USD104.8.

Из макроэкономической статистики важных публикаций на сегодня не намечено – у рынков будет время, чтобы в очередной раз оценить состояние экономики США и соотнести его с предложенными ФРС мерами стимулирования. Мы ждем нейтрального открытия торгов на российском рынке еврооблигаций с вероятностью небольшого роста котировок по отдельным выпускам.

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Сергей Гончаров

+7 495 786-35-31

sergey.goncharov@trust.ru

Леонид Игнатьев

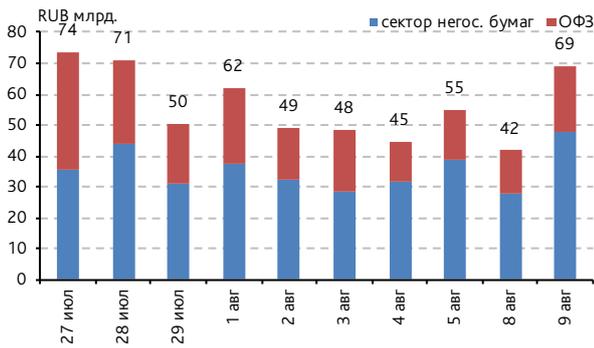
+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	9.1%
от 1 до 1.5 лет	5.1%
от 1.5 до 2 лет	3.6%
от 2 до 3 лет	23.9%
от 3 до 5 лет	46.1%
> 5 лет	12.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 5.57%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▲ 7.29%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	▲ 7.95%	6.5
Банки	▲ 8.05%	1.5
Корп 1 эшелон	▲ 7.17%	2.5
Корп 2 эшелон	▲ 7.87%	2.0

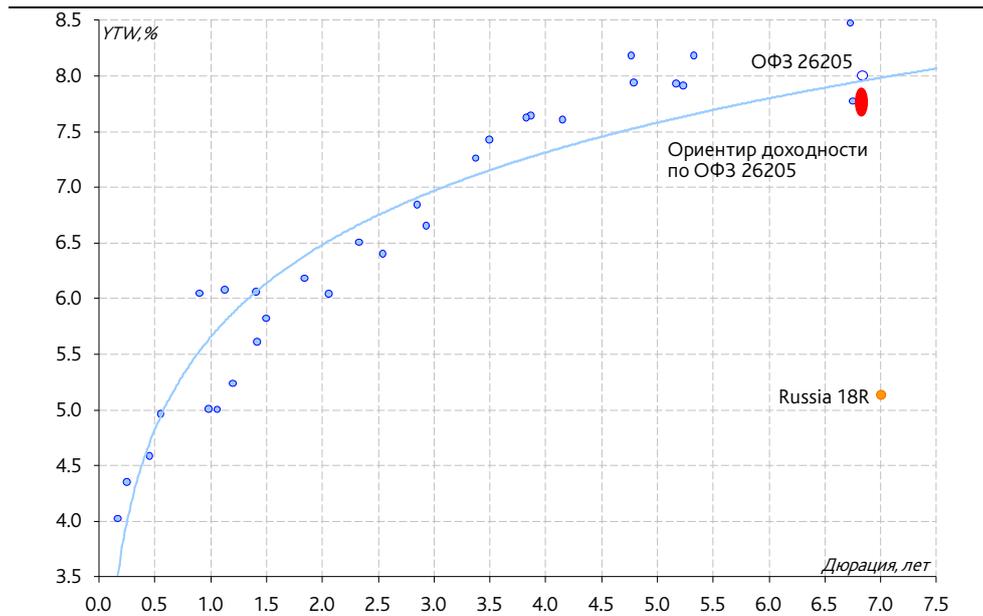
Рублевый рынок: ОФЗ потеряли более «фигуры», а в корпоративных бумагах падение достигало 3 п.п.; Минфин вряд ли может рассчитывать на спрос на аукционе по ОФЗ 26205 из-за низких ориентиров

Рублевый рынок продолжал находиться под давлением внешнего негатива во вторник. Падение котировок по наиболее активным выпускам ОФЗ по итогам дня составило более 1 п.п., корпоративные бумаги также показали отрицательную динамику. Аукцион по **ОФЗ 26205** вряд ли будет успешным, даже несмотря на улучшившуюся за ночь конъюнктуру внешних рынков, учитывая находящиеся ниже рынка ориентиры.

Так, в сегменте госбумаг наибольшие обороты сосредоточились в **ОФЗ 25077**, который подешевел на 1.1 п.п. Примерно на аналогичную величину просел выпуск **ОФЗ 25075**. Наибольшие же потери понес выпуск **ОФЗ 26204**, подешевевший за торговую сессию на 1.5 п.п. Среди корпоративных бумаг первого эшелона наибольшие обороты сосредоточились в выпуске **Транснефть-3**, потерявшем 30 бп. Самый же существенный удар из активно торговавшихся во вторник бумаг был нанесен по выпускам **ВЭБ-6** и **9** – котировки снизились на «фигуру», в результате чего последний выпуск ушел ниже номинала. Ощутимые потери понесли также бумаги **Русгидро-1** и **2**, снизившиеся в цене на 1-1.5 п.п. Во втором эшелоне хуже остальных бумаг смотрелись выпуски **Сибметинвест-1** и **2** – бумаги подешевели на 1-2.7 п.п. Максимальные же потери понес выпуск **Евраз-4**, потеряв в цене сразу 3 п.п.

На первичном рынке Минфин сегодня намерен провести аукцион по 10-летнему выпуску **ОФЗ 26205** в объеме RUB20 млрд. Установленный ведомством ориентир доходности находится ниже уровня рынка – в диапазоне 7.7-7.8% (см. диаграмму ниже). Высокой активности в размещаемом выпуске во вторник замечено не было: обороты по бумаге составили RUB230 млн. против максимальных в сегменте госбумаг за этот день RUB7.5 млрд. по **ОФЗ 25077**. Доходность **ОФЗ 26205** вплоть до объявления ориентиров в 12:30 МСК находилась на отметке 8.05%, а в последующие часы торгов колебалась в диапазоне 7.79-8.13% ввиду повышенной волатильности на всем рынке. Вторник выпуск завершил с доходностью 8.00%, а его котировки снизились на 1.4 п.п. до 98.31% от номинала.

Учитывая наблюдавшуюся с понедельника тотальную распродажу на мировых рынках, а также находящиеся ниже рынка ориентиры по **ОФЗ 26205** и фактор его длины, мы сомневаемся, что Минфину удастся занять сколько-нибудь значимый объем в рамках сегодняшнего аукциона. При этом наметившееся на фоне решений ФРС улучшение на мировых рынках вряд ли возымеет мгновенный эффект на возросшее неприятие риска со стороны инвесторов.

ДИАГРАММА. ОБРАЩАЮЩИЕСЯ РУБЛЕВЫЕ ГОСОБЛИГАЦИИ И ОРИЕНТИРЫ ДЛЯ АУКЦИОНА ПО ОФЗ 26205


Источник: НБ «Траст»

Газпром нефть (Ваа3/BBB-/NR) завершила доразмещение облигаций: пир во время чумы

Вчера Газпром нефть сообщила о том, что было завершено размещение рублевых облигаций компании 4-й серии на сумму RUB6.1 млрд., выкупленных в апреле этого года по оферте. Бумаги предлагались инвесторам по цене 102.0-102.5% от номинала. При этом спрос, более чем вдвое превысивший предложение, обеспечил Газпром нефти благоприятные условия: по словам представителя самой компании, книгу удалось закрыть по верхней границе, однако точных цифр не приводится.

В период максимальной неопределенности дальнейшей судьбы финансовых рынков по всему миру размещение Газпром нефти, по сути, стало исключительным событием на российском долговом рынке. С начала августа первичный рынок «вымер»: кроме бумаг Ренессанс Капитала все последние размещенные бумаги маркетировались еще в июле. С тех пор эмитентами не было заявлено ни одного выпуска, ни на рублевом рынке, ни, уж тем более, на еврооблигационном. Что еще более удивительно: размещение состоялось по верхней границе цены, то есть почти на 2 п.п. выше котировок, стоявших всего неделю назад. При этом среди всех рублевых бумаг число прибавивших в стоимости с начала августа можно пересчитать по пальцам одной руки.

Из такого ажиотажного спроса на бумаги мы делаем два основных вывода. Во-первых, ликвидности на рынке достаточно и погоню за доходностью для его участников никто не отменял. Во-вторых, скорее всего, первичный рынок будет переживать не самые легкие времена в августе, а эмитенты первого эшелона останутся чуть ли не единственными, кому удастся привлечь на нем средства. Пожалуй, единственный факт, который может помешать такому развитию событий – обещание властей крупнейшим экономик «залить» рынки ликвидностью.

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Сергей Гончаров

+7 495 786-35-31

sergey.goncharov@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

10 авг	Зачисление на депозиты банков RUB40 млрд. (аукцион Минфина от 09.08.10)
10 авг	Аукцион ОФЗ 26205 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.
11 авг	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
12 авг	Погашение ОБР-19 на RUB29.3 млрд.

RUB МБК o/n intraday

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

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.60-4.00	3.65-3.75	3.50-3.75

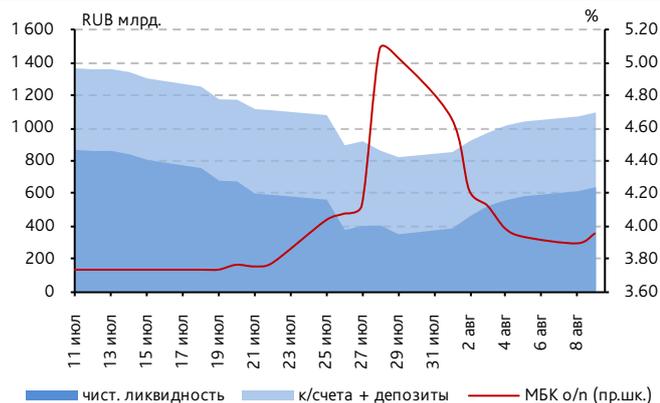
Спекулятивный ажиотаж на валютном рынке обернулся небольшим ростом ставок money market вопреки нормализации запасов ликвидности

Состояние денежного рынка продолжает постепенно приходить в норму. Приток ликвидности вчера был небольшим – лишь RUB28.4 млрд., при этом структура свободных средств банковской системы претерпела существенные изменения. Вчера банки вывели с корсчетов весьма внушительную сумму – RUB154.0 млрд. (снижение до RUB488.8 млрд.), переведя ее на депозиты в ЦБ, которые выросли даже несколько больше – на RUB182.4 млрд. (до RUB637.9 млрд.). Если в понедельник соотношение между объемом средств на корсчетах и депозитах составляло 3:2, то на конец вторника оно развернулось до 2:3. Нарастивание депозитов говорит о том, что банки оценивают состояние своих запасов ликвидности перед предстоящими налогами как довольно комфортное. Объем остатков на корсчетах и депозитах вырос до RUB1.1 трлн., чистая ликвидная позиция - до RUB667.8 млрд.

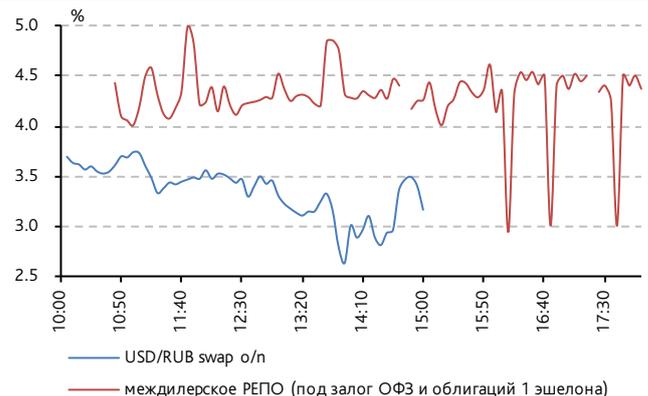
В целом ситуация с ликвидностью нормализовалась, несмотря на это ставки денежного рынка вчера были в среднем на 10-15 бп выше привычных уровней. Так, основные сделки в сегменте МБК овернайт для банков 1-го круга днем проходили по 2.65-3.75% и к вечеру их стоимость оставалось выше депозитной ставки овернайт с ЦБ – на уровне 3.5-3.75%. Сильным спросом пользовалось междилерское РЕПО, торговые обороты по которому в среднем подросли на 10%, а ставки поднялись до 4.4% (+13 бп) по сделкам под залог ОФЗ и 4.27% (+8 бп) под залог облигаций 1-го эшелона. Подобный рост спроса и сопряженное с ним удорожание финансирования мы склонны связывать с ажиотажем спекулятивного характера на валютном рынке.

Помимо RUB40 млрд., размещенных вчера Минфином на депозиты банков сегодня в платежную систему поступят RUB15.5 млрд. от частичного погашения **ОФЗ 46002** и RUB26.6 млрд. от выплаты купонов, что создает оптимальные условия для аукциона **ОФЗ 26205** на RUB20 млрд. Несмотря на то, что выплаты по страховым взносам во внебюджетные фонды (до 15 августа) могут начаться уже в пятницу, каких-либо ощутимых затруднений с ликвидностью до понедельника мы не ожидаем. Отчасти потому, что помимо поступающих рублевых средств из бюджета и с валютного рынка, до конца недели в систему будут зачислены RUB29.3 млрд. от погашения **ОБР-19** (12 августа).

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Несмотря на ослабление волнений на внешних рынках, надежд на скорое восстановление рубля в краткосрочной перспективе все меньше

Реагируя на резкий внешний негатив, уже на открытие вчерашних торгов рубль подешевел на 37 копеек против бивалютного ориентира, а в течение дня его курс падал до минимального с декабря 2010 г. по отношению к бивалютному ориентиру уровня – RUB35.94. Амплитуда колебаний курса в течение дня достигала рекордных RUB1.5. Против доллара рубль ослаб на 2.5% до RUB29.7, против евро – на 2.7% до RUB42.29.

Несколько «придержать» удешевление рубля вчера позволила подросшая цена на нефть. Вдобавок, курс рубля к бивалютному ориентиру уже подошел к той отметке (RUB35.3), где предположительно ЦБ мог возобновить продажи валюты в размере USD100-170 млн. ежедневно (ближе к RUB36.0 – до USD170-250 млн.), тем самым смягчив его падение во второй половине торгов. Сегодня российскую валюту, вероятнее всего, ожидает умеренная положительная коррекция, обусловленная позитивными новостями из США и сопряженным с этим ослаблением волнений на глобальных рынках (см. раздел «Глобальные рынки и еврооблигации»).

Вчера представитель МЭР заявил, что фундаментальных предпосылок для ослабления рубля до конца года нет. Мы придерживаемся более пессимистичной позиции, поскольку факторы, способствовавшие укреплению рубля в 1П 2011 г. уже на горизонте 1-3 месяцев могут утратить свою силу. Среднемесячный приток валюты по текущему счету может сократиться в 3К 2011 г. в среднем до USD5-6 млрд. в месяц против USD8.5 млрд. во 2К 2011 г. Тому есть две причины. Первая – сокращение профицита торгового баланса. Даже безотносительно возможного снижения цен на нефть до конца года, рост экспорта может замедлиться на фоне ослабления зарубежных экономик, в то время как темпы роста импорта, на наш взгляд, в лучшем случае, стабилизируются. Вторая – увеличение отчислений за рубеж (чистый экспорт услуг, процентных платежей, зарплаты иностранным работникам).

Источником неопределенности для рубля остается счет операций с капиталом, сальдо которого в ближайшие месяцы, по нашему мнению, будет либо нулевым, либо отрицательным (возможен отток на уровне USD3-4 млрд. в месяц). В частности, возобновление продаж валюты Банком России может быть косвенным подтверждением ухудшения состояния платежного баланса. Поддержка рублю со стороны экспортеров во время уплаты налогов, по всей видимости, будет умеренная, поскольку основную часть валюты компании конвертировали в периоды растущего курса доллара против рубля в первой половине августа.

На этом фоне на горизонте 1-3 месяцев рубль еще может подешеветь как к доллару, так и к евро – до RUB30.3 и RUB43.2 соответственно. К началу ноября ситуация, вероятнее всего, выправится, что будет связано с сокращением рублевой ликвидности банковской системы из-за уплаты налогов. Вдобавок, в случае ослабления рубля мы ожидаем более активного участия на валютном рынке ЦБ, для которого удешевление российской валюты нежелательно, поскольку имеет следствием рост инфляционных рисков.

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru



Кредитные комментарии

Кокс привлекает кредитную линию у Сбербанка; финансовая гибкость компании повысится, однако совокупный долг рискует увеличиться в полтора раза; евробонды выглядят интересно

Кемеровский производитель чугуна и металлургического кокса, Кокс, привлек у Сбербанка две кредитные линии совокупным объемом USD530 млн.

КОММЕНТАРИЙ

Первая кредитная линия объемом USD400 млн. будет 4-летней, и, по всей видимости, будет использована для инвестиционной деятельности компании; вторая линия объемом USD130 млн. – 5-летняя, привлекается для финансирования текущей деятельности компании. Ставки по обоим кредитам компания не раскрывает.

На конец 1К 2011 г. совокупный долг Кокса составлял RUB26.4 млрд., причем более 50% приходилось на краткосрочные кредиты и займы (RUB14.9 млрд.). Недавно размещенные еврооблигации на USD350 млн., а также кредитные ресурсы Сбербанка должны позитивно сказаться на ликвидной позиции компании и существенно увеличить срочность ее кредитного портфеля. С другой стороны, «выборка» всего объема новой кредитной линии приведет к двукратному увеличению совокупного долга Кокса, что с большой вероятностью будет негативно воспринято рынками. Напомним также, что запланированная инвестиционная программа компании на ближайшие 8 лет выглядит не слишком обширной: совокупный объем затрат должен составить около RUB50-55 млрд. На наш взгляд, в том случае, если операционный денежный поток компании будет сохраняться на уровне 2010 г., более половины этой суммы компания сможет профинансировать из собственных средств.

Длинные рублевые облигации Кокса торгуются на уровне кривой Евразия и лишь с небольшой премией к кривой Мечела, что, на наш взгляд, выглядит слишком агрессивно. Во-первых, размер бизнеса Кокса в разы меньше, чем у Евразия; во-вторых, его концентрация на продукции более низкого уровня производственной цепочки делает его в большей степени подверженным негативным ценовым колебаниям; и наконец, в-третьих, его кредитные рейтинги на 2 ступени ниже, чем у Евразия. Поэтому, на наш взгляд, справедливая премия бондов Кокса к кривой Евразия должна составлять не менее 50-70 бп. На рынке еврооблигаций премия бумаг Кокса к кривой евробондов Евразия составляет 100 бп, что выглядит уже более привлекательно.

Кокс	B2/B/NR
<i>МСФО, 1К 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	11.0
EBITDA margin	18.5%
Долг/EBITDA	2.8



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
5 авг	РенессансКапитал-360	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-160	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-160	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-160	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-660	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-460	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-560	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-260	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-160	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-760	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-160	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-260	10.0	6.75%	2*	6.86%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
17 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	н.д.	1*
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	н.д.	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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-160	1.1	12.00%	11.50%	2
25 авг	Белон-2	2.0	17.00%	0.01%	1
26 авг	Медведь-160	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
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6
22 сен	ПЭБ Лизинг-3	0.5	14.00%	н.д.	3

* срок до ближайшей оферты, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
14 сен	НК Альянс-1	3.0

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

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

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. 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 Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не 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 данному ценному 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.